



DOCTORADO ISLAS ATLÁNTICAS:
HISTORIA, PATRIMONIO Y MARCO JURÍDICO INSTITUCIONAL

TESIS DOCTORAL
LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA

BEATRIZ FONTICIELLA HERNÁNDEZ

Las Palmas de Gran Canaria
Marzo de 2020



Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
Universidad de La Laguna
Universidade da Madeira
Universidade dos Açores

Doctorado Islas Atlánticas: Historia, Patrimonio y Marco Jurídico Institucional

Departamento de Ciencias Jurídicas Básicas

TESIS DOCTORAL

LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA

Tesis presentada por
Dña. Beatriz Fonticiella Hernández

Dirigida por
Dra. Dña. Rosalía Estupiñán Cáceres Dra. Dña. Inmaculada González Cabrera

Las Palmas de Gran Canaria
8 de marzo de 2020

Tesis desarrollada en el marco del programa de ayudas predoctorales del Gobierno de Canarias (ACIISI) cofinanciadas por el Fondo Social Europeo



La presente tesis doctoral se encuentra vinculada a los siguientes proyectos de investigación

“Desmontando la economía colaborativa: Hacia una nueva forma de comercialización de productos y servicios” (DER2017-85616-R), financiado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.
IP: Inmaculada González Cabrera.
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

“Desafíos del mercado financiero digital: Riesgos para la Administración y los inversores” (RTI2018-098963-B-I00), financiado por el Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades.
IP: Beatriz Belando Garín.
Universidad de Valencia.

“La CNMV y la tutela del inversor minorista: explorando nuevas posibilidades” (DER2015-67119-R), financiado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.
IP: Beatriz Belando Garín.
Universidad de Valencia.

ÍNDICE

ÍNDICE	V
ABREVIATURAS	1
PRIMERA PARTE. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA TRAS LA CRISIS FINANCIERA DE 2008	7
PREÁMBULO. OBSERVACIONES INTRODUCTORIAS	9
I. BREVE EXORDIO CONTEXTUALIZADOR.....	9
II. RAZONES QUE JUSTIFICAN ESTE ESTUDIO	12
1. La relevancia de los inversores minoristas en los mercados de capital	12
2. La protección del inversor minorista como eje central de las políticas regulatorias	15
3. La aparición de nuevos horizontes tecnológicos.....	17
III. OBJETIVO Y DELIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	18
CAPÍTULO I. CUESTIONES PRELIMINARES.....	21
I. PERFIL JURÍDICO DEL INVERSOR MINORISTA	21
1. Preámbulo a la teoría económica neoclásica.....	21
2. Sobre la noción de consumidor	23
2.1. Notas previas.....	23
2.2. La figura del consumidor	25
2.3. Vicisitudes en torno al consumidor persona jurídica	29
3. La figura del inversor y su progresiva <i>consumerización</i>	30
4. Las diversas categorías de clientes y su relación con el concepto de consumidor 34	
II. PANORÁMICA DE LA EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA PROTECCIONISTA DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL MERCADO DE VALORES	39
1. Periodo pre-MiFID.....	39
2. Periodo post-MiFID	40
3. La incidencia de otros bloques normativos en la protección del inversor minorista.....	43
4. Reflexiones sobre la dispersión normativa.....	44
CAPÍTULO II. EL DEBER DE INFORMACIÓN	47
I. BREVE CONSIDERACIÓN PREVIA.....	47

II. INTRODUCCIÓN	48
III. GENERALIDADES EN TORNO AL DEBER DE INFORMACIÓN	51
1. Periodo pre-MiFID.....	51
2. Periodo MiFID I.....	54
3. Periodo MiFID II.....	57
IV. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL.....	68
1. Información relativa a las diversas categorías de clientes.....	73
2. Información específica de la entidad y los servicios que ofrece	74
3. Información relativa a la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros y su salvaguardia	75
4. Información sobre costes y gastos conexos.....	76
5. Información sobre la política de ejecución de órdenes	85
6. Información en una comunicación publicitaria	86
V. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN POSTCONTRACTUAL.....	88
1. Información sobre el estado de los instrumentos financieros o fondos de los clientes.....	89
2. Información cuando se preste el servicio de gestión de cartera	89
3. Información en materia de costes y gastos conexos.....	91
VI. EL FOLLETO INFORMATIVO: LA NOTA DE SÍNTESIS Y EL <i>KEY INFORMATION DOCUMENT</i>	92
1. Apuntes introductorios	92
2. Breves notas sobre la evolución normativa respecto de la nota de síntesis y el <i>Key Information Document (KID)</i>	95
3. Análisis crítico de la información suministrada al inversor minorista por estas vías 100	
3.1. La excesiva extensión del folleto informativo. La paradoja de la transparencia	100
3.2. La obesidad informativa.....	103
3.3. El Reglamento PRIIPs y el KID.....	108
3.3.1. Los productos de inversión empaquetados y los productos de inversión basados en seguros	108
3.3.2. La indeterminación de los productos incluidos.....	109
3.3.3. El contenido del KID	111
3.3.4. La extensión del KID al resto de instrumentos financieros	118

3.4. A modo de cierre.....	121
CAPÍTULO III. LA EVALUACIÓN DE LA IDONEIDAD Y LA CONVENIENCIA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	123
I. DEBERES DE EVALUACIÓN EN LA NORMATIVA PRE-MIFID	123
1. Consecuencias de su incumplimiento	124
2. La interpretación del Tribunal Supremo	125
II. EVALUACIÓN DE LA IDONEIDAD Y CONVENIENCIA EN MIFID I.....	126
1. La evaluación de la idoneidad.....	130
2. Consideraciones reflexivas sobre la evaluación de idoneidad y algunas recomendaciones	131
2.1. El test de idoneidad	131
2.2. Sobre la información a obtener de los clientes.....	133
2.2.1. La cualificación del personal de las ESI	133
2.2.2. ¿Cuándo debe considerarse que se ha conseguido toda la información necesaria?	135
2.2.3. La fiabilidad de la información	137
2.2.4. Seguimiento de la información	138
2.3. La elasticidad de la información a obtener del cliente	140
2.3.1. La determinación de los objetivos de inversión. Especial referencia a la asunción del riesgo	141
2.3.2. El alcance de los conocimientos y experiencia del cliente.....	151
2.3.3. La información sobre la situación financiera del cliente.....	154
2.4. Negativa a la prestación del servicio.....	155
2.5. La excepción cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya está sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria.....	157
3. La evaluación de la conveniencia.....	160
4. Consideraciones sobre la evaluación de conveniencia.....	161
4.1. El test de conveniencia.....	161
4.1.1. Tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente	163
4.1.2. Naturaleza, volumen y frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo....	163
4.1.3. Nivel de educación y profesión actual o anterior del cliente	164

4.2.	Sobre la utilidad de establecer cuestionarios de conveniencia orientativos 165	
4.3.	La no conveniencia de las operaciones	166
4.4.	Las advertencias en formato normalizado.....	167
4.5.	¿Resulta suficiente la autoevaluación del cliente?	168
4.6.	Vigencia de los análisis de conveniencia	169
5.	Ejecución, recepción y transmisión de órdenes de clientes. El servicio de solo ejecución o <i>execution-only</i>	170
5.1.	Servicio prestado a iniciativa del cliente.....	171
5.2.	Instrumentos financieros complejos y no complejos	173
5.3.	Reflexiones sobre el servicio de <i>execution-only</i> : el manifiesto abandono del cliente minorista cuando su operación no requiere de evaluación de conveniencia 177	
III.	MODIFICACIONES INTRODUCIDAS POR MiFID II.....	183
1.	Evaluación de idoneidad	183
1.1.	La elasticidad de la información a obtener del cliente: la determinación de los objetivos de inversión y la situación financiera.....	183
1.2.	La declaración de idoneidad.....	185
1.3.	La cualificación del personal de las ESI	186
1.4.	La fiabilidad de la información	187
1.5.	La posibilidad de cambiar de inversión.....	188
1.6.	El seguimiento de la información.....	188
1.7.	Negativa a la prestación del servicio.....	189
2.	Evaluación de conveniencia	189
3.	El servicio de <i>execution-only</i>	191
IV.	CONTROVERSIAS GENERADAS POR LA DEFECTUOSA APLICACIÓN DE LOS DEBERES DE EVALUACIÓN DE IDONEIDAD Y/O CONVENIENCIA: LA DOCTRINA DEL ERROR VICIO.....	192
1.	La Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de enero de 2014: la generalización de la doctrina del error vicio	192
2.	La flexibilización interpretativa de la presunción del error por falta de evaluación de idoneidad y/o conveniencia.....	203
V.	NOTAS CONCLUSIVAS	207
	CAPÍTULO IV. EL SERVICIO DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN	211

I. OBSERVACIONES INTRODUCTORIAS	211
II. INFORMACIÓN SOBRE EL SERVICIO DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN 217	
III. EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE	221
1. Requisitos	221
1.1. Evaluar una gama suficientemente diversa de instrumentos financieros del mercado	222
1.2. Prohibición de aceptar honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios de un tercero	225
2. Información	227
3. Requisitos organizativos	228
IV. HONORARIOS, COMISIONES Y BENEFICIOS NO MONETARIOS.....	228
V. REQUISITOS DE LAS PERSONAS QUE PRESTEN ASESORAMIENTO	233
CAPÍTULO V. VIGILANCIA Y CONTROL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS	239
I. BREVE RETROSPECTIVA HISTÓRICA.....	239
II. OBLIGACIONES PARA LOS DISEÑADORES DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	241
III. OBLIGACIONES PARA LOS DISTRIBUIDORES DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	246
IV. CONSIDERACIONES CRÍTICAS.....	249
CAPÍTULO VI. LA GESTIÓN DE ÓRDENES.....	253
I. APUNTES PREVIOS	253
II. LA REGULACIÓN DE LA GESTIÓN DE ÓRDENES DE CLIENTES.....	254
1. El planteamiento en la MiFID I	255
2. Las novedades introducidas por MiFID II y su transposición al ordenamiento nacional	256
III. CONSIDERACIONES CRÍTICAS SOBRE LA GESTIÓN DE ÓRDENES	260
1. ¿Qué debe entenderse por la locución «medidas suficientes» encaminadas a obtener el mejor resultado posible para los clientes?	260
2. Alcance y limitaciones de la obligación de actuar en el mejor interés del cliente 261	
3. La obtención del mejor resultado posible y los factores implicados.....	263
4. Sobre las políticas de ejecución de órdenes	264
SEGUNDA PARTE. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN LOS NUEVOS ENTORNOS DIGITALES.....	267

CAPÍTULO I. <i>FINTECH</i>	269
I. INTRODUCCIÓN	269
II. DEFINICIÓN Y ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS.....	271
III. <i>FINTECH</i> Y EL SECTOR FINANCIERO: OPORTUNIDADES Y RIESGOS.....	272
IV. LA ARQUITECTURA REGULATORIA	275
V. ÁREAS DE DESARROLLO DE LAS <i>FINTECH</i> EN EL SECTOR FINANCIERO.....	281
1. Servicios de pago	282
2. Seguros.....	284
3. Planificación.....	285
4. Financiación participativa o <i>crowdfunding</i>	286
5. Cadena de bloques o <i>blockchain</i>	287
6. Asesoramiento financiero automatizado	288
7. Datos y análisis	289
8. Seguridad.....	291
CAPÍTULO II. LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA O <i>CROWDFUNDING</i>	293
I. INTRODUCCIÓN	293
II. CARACTERÍSTICAS DEL <i>CROWDFUNDING</i>	294
1. Definición.....	294
2. Modalidades de <i>crowdfunding</i>	296
3. El inversor no acreditado.....	296
III. EL <i>CROWDFUNDING</i> ¿UNA ACTIVIDAD DISRUPTIVA?.....	299
1. Pinceladas sobre los procesos disruptivos.....	299
2. Notas sobre la progresión del <i>crowdfunding</i>	301
3. Más que revolución, evolución	303
IV. LA REGULACIÓN DEL <i>CROWDFUNDING</i> EN LA LFFE.....	306
1. Notas previas respecto de la Propuesta de Reglamento europeo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa	306
2. Las modalidades de <i>crowdfunding</i> y su regulación en la LFFE	309
3. Los requisitos de acceso al mercado que deben cumplir las PFP	310
4. El régimen de responsabilidad	313
V. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR NO ACREDITADO A TRAVÉS DE PREVISIONES CONCRETAS	315

1. Los límites a la inversión	315
2. La información suministrada.....	319
3. Los principios de neutralidad, diligencia y transparencia de las PFP	323
CAPÍTULO III. <i>BLOCKCHAIN</i>	325
I. DEFINICIÓN Y ANTECEDENTES	325
II. ELEMENTOS CONFIGURADORES Y FUNCIONAMIENTO	329
1. Sistema de redes	329
2. Nodos	330
3. Bloques.....	330
4. Hash.....	331
5. Mineros	332
6. Tokens	333
7. Tipos de cadenas de bloques	333
8. Funcionamiento.....	334
III. PRINCIPALES CUESTIONES JURÍDICAS EN TORNO A LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA	336
1. La identidad.....	338
2. La función de Registro	342
3. Protección de datos	345
CAPÍTULO IV. CRIPTOMONEDAS	349
I. MARCO TEÓRICO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO. DEL TRUEQUE AL DINERO <i>FIAT</i>	349
II. CRIPTOMONEDAS, CRIPTODIVISAS, MONEDAS VIRTUALES O DIGITALES	352
1. El perfil del inversor en <i>bitcoin</i>	355
2. Ventajas y riesgos de las criptomonedas.....	357
3. Criptomonedas de segunda generación	361
III. NATURALEZA JURÍDICA	364
1. Asimilación de las criptomonedas con el dinero de curso legal	364
2. Criptomonedas como medio de pago	366
3. Criptomonedas y servicios de pago.....	371
4. Criptomonedas y dinero electrónico	372
5. Naturaleza jurídica <i>sui generis</i>	374

IV. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN ESTE ÁMBITO.....	375
1. Adquisición directa	376
1.1. Normas de custodia o registro	377
1.2. Gestión de conflictos de intereses	377
1.3. Transparencia en materia de comisiones.....	378
2. Inversión vía contratos por diferencias	378
2.1. Protección de la garantía inicial	380
2.2. Protección de liquidación de la garantía	381
2.3. Advertencias sobre los riesgos y restricción de los incentivos	383
2.4. Protección del saldo negativo.....	384
2.5. Consolidación de las restricciones por la CNMV	384
3. Inversión vía futuros y opciones binarias.....	384
3.1. La comercialización de futuros	384
3.2. La comercialización de opciones binarias.....	387
4. Inversión vía fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectiva	388
5. Inversión vía bonos estructurados cuyo subyacente sean criptomonedas.....	390
CAPÍTULO V. LAS <i>INITIAL COINS OFFERINGS</i>	391
I. NOTAS INTRODUCTORIAS.....	391
II. VENTAJAS Y RIESGOS DE LA INVERSIÓN EN <i>INITIAL COIN OFFERINGS</i>	394
1. Ventajas.....	394
1.1. Para los emisores.....	394
1.2. Para los inversores.....	395
2. Riesgos	396
2.1. Entorno regulatorio incierto	396
2.2. Elevado riesgo de pérdidas.....	397
2.3. Ilíquidez y volatilidad	398
2.4. Escasez de información.....	399
2.5. Inseguridad en la actividad de los mercados secundarios	400
2.6. Los servicios de custodia	401
2.7. Riesgos derivados de la tecnología de soporte.....	402

2.8. Falta de determinación de una jurisdicción para la resolución de conflictos	403
III. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS <i>TOKENS</i>	403
IV. LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL ÁMBITO COMUNITARIO	412
1. La extensión de las garantías previstas en la MiFID II	413
2. La extensión de las garantías previstas en otras disposiciones legales	415
2.1. El Reglamento de folletos	416
2.2. La Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos	418
2.3. La 5AMLD	418
2.4. La Directiva sobre transparencia	419
2.5. El Reglamento sobre el abuso de mercado y las ventas en descubierto	420
2.6. La Directiva sobre la firmeza de la liquidación y el Reglamento sobre los depositarios centrales de valores	421
2.7. La Directiva sobre los sistemas de indemnización de los inversores	422
V. LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL ÁMBITO NACIONAL	423
1. Las ICO como emisiones u ofertas públicas de valores negociables	423
2. Criterios de la CNMV en relación con las ICO	425
VI. ALGUNAS PROPUESTAS CONCRETAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA BASADAS EN DERECHO COMPARADO	427
1. Sobre los utility tokens	428
2. Sobre la autorización o verificación de las <i>initial coin offerings</i>	430
3. Sobre la información del riesgo que deberá suministrarse a los inversores	433
4. Sobre la intervención de entidades autorizadas a prestar servicios de inversión	435
5. Sobre la negociación de los <i>tokens</i>	436
VII. CONSIDERACIONES A MODO REFLEXIVO	437
CONCLUSIONES	443
ANEXOS	459
BIBLIOGRAFÍA	472

ABREVIATURAS

5AMLD	Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifican las Directivas 2009/138/CE y 2013/36/UE
AAEES	Autoridades Europeas de Supervisión
ABE	Autoridad Bancaria Europea
AESPJ	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
AMF	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
ASN	Autoridades de Supervisión Nacional
BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BM	Banco Mundial
CC	Código Civil
CE	Constitución Española
CEE	Comunidad Económica Europea
CERV	Comité Europeo de Reguladores de Valores
CFD	Contratos por diferencias
Circular 1/1996	Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del Mercado de Valores
CME	<i>Chicago Mercantile Exchange Group</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per la Società e la Borsa</i>
DDF	Documento de datos fundamentales
DFL	Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009, por la que se modifican la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito
DGFIA	Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010
Directiva 2003/71/CE	Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que

	debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE
Directiva 2006/73/CE	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 del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva
Directiva 2009/65	Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del
Directiva Delegada 2017/593	Directiva Delegada 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
Directiva NIS	Directiva (UE) 2016/1148 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2016, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión
DSI	Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables
DSII	Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997 relativa a los sistemas de indemnización de los inversores
DSP2	Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) no 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE
ECOFIN	Consejo de Asuntos Económicos y Financieros
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
ESI	Empresa de servicios de inversión
ETN	<i>Exchange traded notes</i>
ETP	<i>Exchange traded products</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
FCEV	Foro de las Comisiones Europeas de Valores
FINMA	<i>Financial Market Supervisory Authority (Suiza)</i>
FMA	<i>Financial Market Authority (Liechtenstein)</i>

FMI	Fondo Monetario Internacional
FoMO	<i>Fear of missing out</i>
GFSC	<i>Gibraltar Financial Services Commission</i>
GT 4/2017	Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora
ICO/ICO	<i>Initial Coins Offerings</i>
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IRR	Indicador de riesgo resumido
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
KID	<i>Key Information Document</i>
KIID	<i>Key Investor Information Document</i>
KYC	<i>Know-your-costumer/client</i>
Ley PACTE	LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises
LFFE	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
LGDCU	Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios
LMV-1988	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
LMV-2007	Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
MiFID I	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo
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 y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE
MIFIR	Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012
OICVM	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
OPV	Oferta pública de valores
PASF	Plan de acción de servicios financieros
PIB	Producto Interior Bruto
PSFP	Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa

PYMES	Pequeñas y medianas empresas
RAE	Real Academia Española
RD 1464/2018	Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores
RD 217/2008	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre
RD 629/1993	Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios
RDCV	Reglamento UE 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 236/2012
RD Ley 14/2018	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
Reglamento 1287/2006	Reglamento (CE) núm. 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
Reglamento 2017/1129	Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE
Reglamento Delegado 2017/565	Reglamento Delegado 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva
Reglamento Delegado 2017/653	Reglamento Delegado 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017, por el que se completa el Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos
Reglamento Delegado 486/2012	Reglamento Delegado 486/2012 de la Comisión, de 30 de marzo de 2012, por el que se modifica el Reglamento (CE) 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información
Reglamento PRIIPs	Reglamento UE 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros
RGPD	Reglamento UE 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SJPI	Sentencia Juzgado Primera Instancia
SMN	Sistemas multilaterales de negociación

SOC	Sistemas organizados de contratación
STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TRLGDCU	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
TRLMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
TRLMV-2015	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
TS	Tribunal Supremo
UE	Unión Europea
USD	Dólares norteamericanos

**PRIMERA PARTE. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA TRAS
LA CRISIS FINANCIERA DE 2008**

PREÁMBULO. OBSERVACIONES INTRODUCTORIAS

I. BREVE EXORDIO CONTEXTUALIZADOR

La inversión en productos financieros ha seguido, en términos globales, una senda alcista desde que comenzara su expansión allá por los años noventa del pasado siglo.

El cambio de actitud sobre el destino del flujo monetario de las familias, así como el aumento progresivo de la inversión, tuvo como punto de partida en España las privatizaciones de ciertas empresas públicas y la salida a Bolsa de otras, pero su impulso fue resultado de otras causas. Así, entre tales causas merecen destacarse, la entrada en la Unión Europea (UE), que supuso la inmersión en un entorno macro-económico más estable; el incremento de la renta y la riqueza de los hogares, que conllevó, no solo un excedente que destinar a la inversión, sino también, una mayor tolerancia al riesgo de ciertos productos contratados; la promoción de ventajas fiscales; y la solidez de unas arcas públicas que reducían sus valores emitidos¹.

En este contexto, el perfil del inversor medio, en un principio moderado y poco dado a asumir riesgos, fue tendiendo hacia una mayor tolerancia a las contingencias de los mercados financieros, lo que dio pie a la búsqueda de mejores productos con un interés más seductor que el disponible hasta entonces con los productos de renta fija.

Esta progresiva demanda de mejores y más beneficiosos negocios en el ámbito del mercado de valores, creció paralela al desarrollo y ofrecimiento de instrumentos cada vez más complejos. Unos instrumentos que, frente a los tradicionales de escasa pero segura rentabilidad, supusieron una revolución por sus condiciones sumamente atractivas donde se sacrificaría, tal y como se vería después, la seguridad por la rentabilidad².

¹ En la esfera nacional cabe destacar cómo, a diferencia de otros países de nuestro entorno, en el año 1985 solo un 2% del capital ahorrado se destinaba a instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y seguros, porque que la partida mayoritaria de ese ahorro, un 65%, se encontraba en depósitos bancarios. Las razones se cimentaron en un enfoque financiero de arraigada costumbre en nuestro país, en el que tradicionalmente la adquisición de la vivienda habitual vino concentrando el porcentaje principal de la hucha de los españoles. *Vid.* RABADÁN FORNIÉS, M.: “La inversión en fondos como destino del ahorro de las familias españolas. Perspectivas”, en *Ahorro Familiar en España* (GARCÍA COTO, D. J., Dir.), Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación, núm. 39, pp. 285 y ss., disponible en <https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/174-39-ahorro-familiar-en-espana.html>; ASOCIACIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y FONDOS DE PENSIONES, *Ahorro Financiero de las Familias Españolas*, 2014, disponible en www.inverco.es/archivosdb/1412-ahorro-financiero-de-las-familias-espanolas.pdf; y MAZA, L.Á., y SANCHIS, A.: “La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas”, *Boletín Económico del Banco de España*, 2003, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/03/Fic/be0312-art3.pdf>

² Acomodadas al amparo de la expresión *innovaciones financieras* pueden identificarse numerosas y variadas realidades que abarcan nuevos productos, diferente organización de mercados, o novedosos sistemas, reglas y procedimientos de colocación y negociación. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La articulación conceptual del Derecho del Mercado de Valores. Mitos y Teorías”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado*

En 2007, como es conocido, la economía mundial hizo nuevamente gala de una naturaleza cíclica, rememorando ecos casi apagados desde 1929, y cerrando de un fuerte portazo el periodo expansivo inversor, con el anuncio de la quiebra del gigante *Lehman Brothers*.

Los efectos inmediatos fueron un desplome en los precios de los instrumentos emitidos, la paralización, por parte de las entidades bancarias, de la recompra de los productos, el cierre de numerosas entidades financieras o la nacionalización de muchas otras, la pérdida de credibilidad en las agencias de *rating* y, en general, un menoscabo masivo de la confianza puesta en las entidades financieras. El proceso de recesión en nuestro país se caracterizó además por un descenso de los niveles de producción, un notable retroceso del consumo privado, la destrucción de empleo, la contracción de la financiación bancaria, la caída de las inversiones, así como el desplome de las exportaciones e importaciones³.

Más allá de estas cuestiones y centrando la exposición en torno a los inversores no profesionales, esto es, como expondremos más adelante, los llamados inversores minoristas, la crisis financiera evidenció también la desacertada comercialización entre estos inversores de productos y servicios y financieros poco o nada adecuados a su perfil, al margen de otras actitudes empresariales fraudulentas. Actualmente ya no resulta extraño hablar de los numerosos desequilibrios que se dieron en el tráfico de la información, como tampoco somos ajenos a todas las situaciones en las que los intereses de ambas partes –inversor e intermediario– llegaron a situarse en conflicto. Tampoco es novedoso hablar de la falta de conocimiento de los productos ofertados por inversores y comercializadores, de la omisión de la realización de los test de idoneidad y conveniencia o de la falta de transparencia⁴.

Con todo, pretender hacer recaer en las instituciones financieras la responsabilidad absoluta de la sacudida del sector financiero es desconocer que al mismo tiempo se dieron otras circunstancias que, si bien en menor medida, también contribuyeron a agravar los efectos de la crisis. Nos referimos a la falta de educación financiera de los inversores, a la inadecuada supervisión macro-prudencial, a la dispersión de los consumidores y, por

de valores (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008, pp. 199 y ss.

³ MARTÍN-ACEÑA, P., MARTÍNEZ-RUIZ, E., y PONS, M. A., “Siglo XXI: recesión y crisis financiera”, en *Las crisis financieras en la España contemporánea*, Ed. Crítica, Barcelona, 2013, pp. 241 y ss.

⁴ Entrar a valorar las causas de la crisis superaría los objetivos impuestos a este trabajo por lo que nos remitimos a los diversos informes y trabajos emitidos al respecto. Entre ellos el *Informe de Larosière*, emitido en 2009 a petición de la Comisión Europea donde, además de quedar recogidas las principales causas, se ofrecen desde una perspectiva imparcial soluciones políticas y reglamentarias, de supervisión en el ámbito de la UE y soluciones a nivel internacional. Vid. LAROSIÈRE, J., *Report: The high-level group on financial supervision in the EU*, 25 de febrero de 2009, disponible en https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_es.pdf?flc7edf9533e93b9b6201b53a588bc6c y FIELD, L. y PÉREZ, D., “El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosière”, *Estabilidad Financiera*, núm. 16, 2009, pp. 46 y ss.

tanto, a su escasa cultura asociativa, y, en último lugar, a la prácticamente nula actividad reguladora de las autoridades nacionales.

Se hizo evidente, por tanto, la necesidad de reformular el marco normativo vigente en el sector financiero, a todas luces insuficiente para prever los desequilibrios macroeconómicos y microeconómicos, y desde luego, incapaz de lidiar con los nuevos y adversos escenarios que planteó la crisis financiera.

Es conveniente precisar que desde hace un tiempo las referencias al mercado financiero se realizan desde una concepción holística o integral del mismo, superándose el modelo sectorial imperante entonces. Y es que, desde la perspectiva de los inversores, el remanente monetario puede destinarse tanto a depósitos bancarios, como a la inversión en instrumentos financieros o a la contratación de seguros. Esta nota de globalidad puede apreciarse con mejor detalle en la interrelación de los productos ofrecidos, así como en la vinculación de cierto número de actividades de los intermediarios, en principio, tradicionalmente pertenecientes a un solo sector. Es el caso de la posibilidad que ostentan las entidades bancarias de actuar como una empresa de servicios de inversión (ESI) o como operadores de banca-seguro⁵.

La convergencia descrita ha supuesto que las necesidades reformistas se extiendan allende el mercado de valores, debiendo abordar las modificaciones desde una perspectiva tricéfala. Por lo que, sin olvidar las incuestionables diferencias, es evidente que los cambios normativos cubrirán, y así lo han venido haciendo con mayor o menor acierto, un amplio abanico de actuaciones que han colmado la agenda regulatoria.

Sin embargo, no puede desconocerse que, paralelamente a la expuesto, los años de la crisis coincidieron con un desarrollo tecnológico de hondo calado y escasos precedentes. Desde entonces, y cada vez con mayor frecuencia, el sector financiero ha ido acogiendo nuevos procesos, instrumentos y políticas respaldadas por los nuevos dogmas tecnológicos. Fruto de ello ha sido el progresivo auge del fenómeno *fintech*. No es necesario detenernos ahora en profusas descripciones del concepto, empresa que abordamos con detalle en el capítulo dedicado a tal fin, no obstante lo cual y como definición genérica del mismo podría decirse que se trata del desarrollo de servicios financieros gracias a la innovación tecnológica.

⁵ En este sentido, VALPUESTA GASTAMINZA, E., “El cambio de paradigma en la protección del «cliente de productos financieros» [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015_]: sujeto protegido y técnica de protección”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 154, 2009, p. 8, ed. electrónica, quien también añade que la vinculación apuntada puede apreciarse en la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que será la encargada de controlar y evaluar de forma temprana aquellos riesgos que pueden extenderse por todo el sistema financiero.

Independientemente de que la supervisión final de las entidades no haya dejado de estar asumida por los órganos nacionales, la actividad de estos habrá de seguir las directrices marcadas por las Autoridades Europeas, asegurando con ello una actuación encaminada a los mismos objetivos y fruto de una interpretación uniforme de la legislación comunitaria.

En todo caso, de lo que no cabe duda es que en un paisaje financiero convulso como el resultante tras 2007, las actividades *fintech* germinaron al albur de unos factores claves. De una parte, la notable erosión de la confianza en el sector financiero tradicional y el acceso al mercado de los nativos digitales por excelencia, la generación *millennials*⁶. De otra, como decíamos, la evolución de las tecnologías enmarcada en la Cuarta Revolución Industrial, que ha fomentado el uso masivo de las mismas en una miríada de sectores (medicina, moda, alimentación, comunicación...).

Ante este panorama no es de extrañar que el inversor no profesional dirigiera sus intereses hacia estos predios digitalizados y menos rígidos. Circunstancia que obliga a ampliar el objeto de presente trabajo para dar cabida al estudio de la protección dispensada a estos inversores en *fintech*, debiendo lidiar con la disyuntiva de si debería aplicársele a este sector las mismas normas existentes, o sí, por el contrario, debería remitírsele a regímenes normativos más laxos.

En consonancia con lo expuesto, en este trabajo abordaremos el estudio de la protección del inversor minorista desde una doble óptica. La primera, la centraremos en la protección que se dispensa a los inversores minoristas en la normativa vigente. A tales efectos, analizaremos las principales reformas introducidas por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID II). La segunda, la enfocaremos en la protección prevista en los nuevos entornos digitales, toda vez que los avances tecnológicos están propiciando una variación en el modelo del inversor.

II. RAZONES QUE JUSTIFICAN ESTE ESTUDIO

1. La relevancia de los inversores minoristas en los mercados de capital

Habida cuenta del título que hemos elegido para este trabajo, *La protección del inversor minorista*, consideramos relevante plantearnos, precisamente, quién es nuestro objeto de estudio. Una perspectiva necesaria a fin de poder analizar, posteriormente, los argumentos normativos empleados para garantizar su protección y seguridad cuando participa en los mercados financieros.

Forzoso es reconocer, especialmente tras la crisis financiera, que su importancia en los mercados de capital no se debe a un novedoso advenimiento, sino que su especial trascendencia trae causa en un proceso histórico. Razones que obligan a plantearnos este primer acercamiento a la figura del inversor desde una óptica social y económica.

⁶ Baste por el momento con aclarar que se trata de aquellos nacidos entre la década de los ochenta y los noventa que, a la sazón, ya han alcanzado la mayoría de edad y, en muchos casos, la plena independencia económica.

Desde una perspectiva sociológica⁷ debemos partir de la definición que de *capitalista*⁸ se ofrecía en el siglo XVIII. Así, capitalista era el sujeto que invertía su dinero en deuda pública o en acciones, y esperaba de ello un rédito. Por lo que, por oposición a la figura del artesano o productor, del comerciante o del asalariado, el capitalista no tenía que trabajar para ganarse la vida, le bastaba con invertir⁹. Sin embargo, desde un punto de vista económico, se creía que la inversión no podía influir en la riqueza de la nación, pues se identificaba con los juegos de azar donde puede producirse un enriquecimiento personal, pero sin trascendencia económica para el país, por lo que no se justificaba ninguna clase de injerencia normativa.

Este planteamiento se modifica a mediados del siglo XIX, tiempo en el que se reconfigura la noción de inversión y de los propios mercados financieros. A la luz de los nuevos planteamientos, el mercado se rige por leyes objetivas y no por el azar. En consecuencia, el inversor se presenta ahora como un sujeto enfocado en su análisis y comprensión, por lo que la especulación adopta una perspectiva socialista y, de acuerdo con los postulados de Pierre-Joseph Proudhon, la clase obrera también tiene derecho a invertir. Hecho que coadyuvó al reconocimiento de la inversión como actividad económica.

Desde un enfoque económico y mucho más reciente, los beneficios para los mercados del fomento de la actividad inversora, y en especial, la suscrita por los minoristas, conforman un interesante catálogo: (i) reducción de los costes de las transacciones por el aumento de la demanda; (ii) aumento de las tasas de rendimiento como respuesta al mayor número de inversores artífices de una mayor liquidez; (iii) aumento de los productos y servicios disponibles, por lo que se posibilita la diversificación; (iv) proceso más eficiente de

⁷ En la que no nos detendremos en profundidad pues nos aleja demasiado de nuestro objetivo. No obstante, suplimos esta privación con la remisión a los siguientes trabajos consultados para la elaboración de este compendio y en los que se desarrolla magistralmente este enfoque socio-historicista de la figura del inversor. Así *vid.*, BOLTANSKI, L. y CHIAPELLO, E., *Le nouvel esprit du capitalisme*, Gallimard, Paris, 1999; BOLTANSKI, L. y THÉVENOT, L., *De la justification. Les économies de la grandeur*, Gallimard, Paris: 1991; BRENNER, R. y BRENNER, G. A., *Gambling and Speculation: A Theory, a History, and a Future of Some Human Decisions*, Cambridge University Press, Reino Unido, 1990; DUPLESSIS, R., “Capital Formations”, en *The Culture of Capital. Property, Cities, and Knowledge in Early Modern England* (TURNER, H. S. Ed.), Routledge, New York, 2002, pp. 27 y ss.; EKELUND, R. B. Jr. y HÉBERT, R., *Secret Origins of Modern Microeconomics. Dupuit and the Engineers*, The University of Chicago Press, Estados Unidos, 1999; HIRSCHMAN, A. O., *Rival Views of Market Society and Other Recent Essays*, Harvard University Press, Estados Unidos, 1992; JOVANOVIĆ, F. y LE GALL, P., “Does God Practice a Random Walk? The ‘Financial Physics’ of a Nineteenth-Century Forerunner, Jules Regnault”, *European Journal of the History of Economic Thought*, núm. 3, vol. 8, 2001, pp. 332 y ss.; LARA GONZÁLEZ, R., y ECHAIDE IZQUIERDO J. M., *Consumo y Derecho. Elementos jurídico-privados de Derecho del Consumo*, Esic, Madrid, 2006, pp. 15 y ss.; PROUDHON, P.-J., *Manuel du spéculateur à la Bourse*, Garnier-frères, Paris, 1854; ROUSSEAU, P. y SYLLA, R., “Financial Systems, Economic Growth, and Globalization”, *National Bureau of Economic Research*, núm. 8323, 2001, pp. 1 y ss., ed. electrónica; SYLLA, R. A., “Emerging Markets in History: The United States, Japan, and Argentina”, en *Global Competition and Integration* (SATO, R. Ed.), Kluwer, Boston, 1999, pp. 427 y ss.; y WYCKOFF, R. D., “It’s not the Kind of a Chart But Your Ability to Interpret That Counts”, *Stock Market Technique*, núm. 2, vol. 3, 1934, pp. 37 y ss.

⁸ Es preciso advertir que, a lo largo del presente trabajo, y a efectos de infundir notoriedad o hacer énfasis en determinadas cuestiones, emplearemos la cursiva.

⁹ PREDA, A., “The Investor as a Cultural Figure of Global Capitalism”, en *The sociology of financial markets* (CETINA, K. K., y PREDA, A., Ed.), Oxford, Reino Unido, pp. 144 y ss.

formación de precios como respuesta a los mayores volúmenes de negociación; (v) acceso y disponibilidad de más fuentes de financiación; y (vi) mayor crecimiento económico derivado de una mayor oferta de capital de inversión¹⁰.

Insistiendo en la última de las ventajas señaladas, la participación de los minoristas en el mercado supone también un aumento del Producto Interior Bruto (PIB), la generación de tasas de interés más bajas y funciona también como alternativa a la inversión inmobiliaria de raigambre costumbre en nuestro país¹¹.

Existe también una realidad innegable y cada vez más consustancial a los Estados miembros de la UE. Nos referimos a los cambios demográficos producidos por el envejecimiento de la población, consecuencia de factores como el aumento de la esperanza de vida y el descenso de la natalidad. Las repercusiones socioeconómicas de esta tendencia han obligado a prestar atención y recapacitar sobre el modelo de prestaciones sociales¹². Una preocupación que, desde una perspectiva de política legislativa, no solo ha causado inquietud en nuestro país, sino que ha trascendido a toda la UE. Para hacer frente a esta realidad, en Reino Unido, por ejemplo, y recientemente separado de la Unión, la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha venido alentando la inversión como forma de ahorro a largo plazo para la jubilación¹³. De ahí que la importancia para la economía del músculo inversor minorista deba comprender también razones de índole social y demográfica.

Según los datos publicados por el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) para 2018, el porcentaje actual de capitalización bursátil que se encuentra en manos de las familias españolas es de un 17,2%. Una cifra que, pese a ser el mínimo de la serie histórica

¹⁰ En este sentido, MOLONEY, N., “Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive”, *European Business Organization Law Review*, núm. 6, 2005, pp. 353 y ss.

¹¹ Vid. HEINEMANN, F., y MATHIAS, J., *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Report to European Financial Services Round Table, 2002, pp. 30 y ss., disponible en https://www.researchgate.net/publication/237302779_The_Benefits_of_a_Working_European_Retail_Market_for_Financial_Services.

¹² Sobre el envejecimiento y las consecuencias socioeconómicas, vid. SANDELL, R., “El envejecimiento de la población: una oportunidad para la reforma de las políticas públicas (DT)”, *Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos*, working paper núm. 20, 2003, disponible en http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/DT20-2003; LEE, R., y MASON, A., “El costo de envejecer”, *Finanzas y Desarrollo*, 2017, pp. 7 ss.; MESTRES, J., “El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico”, *Informe Mensual*, núm. 428, 2018, pp. 32 y ss., disponible en https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/monthly_reports/im_cast_novembre.pdf; y DEFENSOR DEL PUEBLO, *La situación demográfica en España. Efectos y consecuencias*, 2019, disponible en https://www.defensordelpueblo.es/wp-content/uploads/2019/09/Separata_situacion_demografica.pdf.

¹³ Así quedó precisado en el documento de 2003 de la FSA, *Towards a National Strategy for Financial Capability*, si bien es cierto que el apoyo a la inversión en pensiones todavía figura entre las prioridades del supervisor británico para el periodo 2019/2020, donde «un sector de pensiones eficaz debería ayudar a los consumidores a acumular fondos para vivir en la jubilación. (...) Nuestro objetivo es que los ahorros de pensión y los productos de ingresos de jubilación apoyen a las personas para aumentar su provisión financiera para la vida futura», FCA, *Business Plan 2019/2020*, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/our-business-plan-2019-20>.

recogida en el informe, se alinea con la tendencia europea, tradicionalmente inferior a la observada en España. Con todo, dichos datos, para conformar una imagen más global y fiel de la realidad de los mercados en nuestro país, deben completarse con el informe emitido por INVERCO con el apoyo estadístico del Banco de España. En él se revela que, para el mismo periodo de tiempo, la inversión directa en renta variable cotizada representa un 4,8% del ahorro financiero de los hogares, mientras que la inversión en instituciones de inversión colectiva (IIC) supone el 14,2%¹⁴.

Estando ahora en disposición de ofrecer una imagen mucho más completa del peso de las familias, componente mayoritario aunque no exclusivo de la categoría de inversores minoristas, y si se comparan los datos con los emitidos para 2012, es posible concluir de esta radiografía superficial que la inversión en fondos ha triplicado la realizada en acciones cotizadas¹⁵.

Así, el inversor minorista, en tanto que operador de pleno derecho del mercado financiero, reviste una importancia crucial. «*Los pequeños inversores son tan críticos para la supervivencia del capitalismo como lo son las élites y, sin su apoyo y participación, los inversores institucionales y los mercados de capital no existirían*»¹⁶.

2. La protección del inversor minorista como eje central de las políticas regulatorias

En el ámbito regulatorio, la preocupación por los inversores minoristas ha formado parte de las políticas europeas con una intensidad creciente¹⁷. Baste con citar, como antecedente, el *Informe Segrè* de 1966, denominado así en honor del profesor Claudio Segrè, que lideró el Comité de expertos que emitió el informe, y en el que inversores minoristas apenas fueron contemplados¹⁸. Situación que, más tarde, sería modificada por

¹⁴ A fecha de finalización del presente trabajo, solo están disponibles los datos relativos al año 2018. Vid. GARCÍA, D., y GARRIDO, J., *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas*, julio de 2019, disponible en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5343-La-mitad-de-la-Bolsa-española-ya-está-en-manos-de-los-no-residentes>.

¹⁵ Una tendencia que concuerda, a pesar del evidente desfase temporal, con lo previsto en el *Informe final del Comité de sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos (Informe Lamfalussy)*, 15 de febrero de 2001, p. 80, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, en el que se recogía que «*hay señales emergentes de que una cultura de equidad está empezando a desarrollarse en la UE. En Alemania, el número de accionistas que poseen directamente acciones subió un 25% en 1999 a más de 6 millones. En el Reino Unido, uno de cada tres adultos posee acciones. En la actualidad, la participación de los inversores minoristas en los mercados de valores sigue siendo canalizada a través de intermediarios. Sin embargo, cada vez más, las bolsas y los nuevos sistemas de comercio parecen interesados en servir al cliente directamente. El corretaje electrónico también ha reducido los costos de las transacciones, lo que ha dado lugar a un rápido aumento del número de cuentas de corretaje en línea en algunos Estados Miembros*».

¹⁶ FANTO, J. A., “Comparative Investor Education”, *Brooklyn Law Review*, núm. 3, vol. 64, 1998, p. 1094.

¹⁷ A este respecto, vid. Primera Parte, Capítulo I, apartado II: Panorámica de la evolución de la normativa proteccionista de los inversores minoristas en el Mercado de Valores, pp. 36 y ss.

¹⁸ Vid. COMISIÓN ECONÓMICA EUROPEA, *The Development of a European Capital Market*, noviembre de 1966, disponible en <http://aei.pitt.edu/31823/>.

el *Plan de acción de servicios financieros* (PASF) de 1999, que recogía, como prioridad orientativa de cara a la formulación normativa, facilitar la accesibilidad y seguridad del mercado financiero a estos inversores¹⁹.

Debe subrayarse la insistencia del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) que, en reiteradas ocasiones, solicitó a los Gobiernos el fortalecimiento de los instrumentos de control del ahorro de los hogares, así como la intensificación de los esfuerzos de concienciación sobre las necesidades de información y educación financiera adecuada de los inversores²⁰.

En análogo sentido, el Parlamento Europeo también se hizo eco de la rápida evolución de los mercados financieros, cada vez más dinámicos y complejos, donde corresponde a los Estados velar por el incremento de la cultura financiera de los consumidores²¹.

No debemos pasar por alto que la protección de los inversores minoristas se incluye, a su vez, dentro de las políticas orientadas a la consecución de un Mercado Único de servicios financieros. En este contexto, el régimen proteccionista de los inversores debe integrarse, y así se ha venido haciendo, al compás de las restantes medidas armonizadoras.

Este enfoque recibió, a raíz del *Informe Lamfalussy*²², un notable revulsivo mediante la priorización de la protección de los inversores minoristas²³ y el establecimiento de nuevas técnicas legislativas²⁴.

De esta forma, la integración de las reformas originadas tras el *Informe Lamfalussy*, con las acciones previstas en el PASF, dio como resultado el aumento exponencial de la

¹⁹ Vid. COMISIÓN EUROPEA, *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción* [COM (1999) 232 final], 11 de mayo de 1999, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124210>.

²⁰ ECOFIN, *Economic and Financial Affairs* [9171/07 (Presse 97)], 8 de mayo de 2007, disponible en https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/94033.pdf.

²¹ Resolución del Parlamento Europeo, de 18 de noviembre de 2008, sobre la protección del consumidor: mejora de la educación y la sensibilización del consumidor en materia de crédito y finanzas [2007/2288(INI)], disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008IP0539&from=EN>.

²² Así llamado en honor del presidente del Comité que emitió el informe, Alexandre Lamfalussy. Vid. *Informe final del Comité de sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos, ... ob. cit.*

²³ En efecto, el informe reconocía la ausencia de «niveles elevados y equivalentes de protección del consumidor ni métodos eficaces para resolver las controversias transfronterizas de los consumidores», recomendando, en consecuencia, que el marco conceptual para la legislación europea sobre valores velara por «asegurar niveles apropiados de protección al consumidor, proporcionales a los diferentes grados de riesgo involucrados». Vid. *Informe final del Comité de sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos, ... ob. cit.*, pp. 12 y 22.

²⁴ El desarrollo legislativo resultante tras el *Informe Lamfalussy* se sustenta sobre cuatro niveles compuestos respectivamente por, (i) Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo; (ii) Directivas y Reglamentos emitidos por la Comisión Europea; (iii) guías y recomendaciones emanadas de la AEVM; y, (iv) un reforzamiento de las facultades supervisoras de la Comisión Europea a fin de velar por el efectivo cumplimiento de la legislación de la UE.

regulación de los mercados financieros²⁵, del que la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (MiFID I), es un claro exponente. Sin embargo, tras la crisis financiera, los esfuerzos regulatorios dieron como resultado el desarrollo, modificación y/o derogación de números aspectos del ámbito normativo vigente hasta entonces, cristalizando estas reformas, a nivel comunitario, en lo que se conoce como paquete normativo MiFID II²⁶.

3. La aparición de nuevos horizontes tecnológicos

La entrada en vigor de la MiFID I y, posteriormente, de su homóloga versión reformada, la MiFID II, supusieron el triunfo de un compromiso político de gran escala. No obstante, el resultado normativo trajo consigo una significativa repercusión para los operadores del mercado, y en especial para los inversores minoristas, que requiere de un profundo análisis.

Esta necesidad cobra mayor importancia si se tienen en cuenta los cambios en el paradigma del sector financiero originados por el desarrollo de las *fintech*.

En efecto, la aparición de nuevos horizontes tecnológicos ha originado, a grandes rasgos, un notable impulso de modelos de negocios innovadores y eminentemente digitales, en los que han florecido novedosas oportunidades con un potencial para la inversión nada desdeñable. La cuestión no resulta baladí si tenemos que cuenta que, de una parte, se ensalza su poder disruptivo y, de otra, se observa el fenómeno más que como una revolución, como una mera evolución del panorama vigente.

Las consecuencias de una y otra visión no pueden pasarse por alto, pues habrá de analizarse su eventual encaje en la normativa vigente. Máxime cuando los intereses financieros de los inversores minoristas han comenzado a extenderse hacia estos nuevos sectores.

Así, con voluntad de recapitulación, las razones que justifican este trabajo se vertebran en torno a la tríada apuntada. De una parte, debido a la relevante importancia que revisten los inversores minoristas para el mercado de valores. De otra, merced a las diversas

²⁵ En este sentido, MOLONEY, N., *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2010, pp. 8 y ss.

²⁶ Sobre la notoriedad de los inversores minoristas debe destacarse el Considerando 3 de la MiFID II en el que se precisa que «*en los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico de la Unión Europea, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de servicios de inversión presten servicios en toda la Unión Europea, ya que se trata de un mercado interior, tomando como base la supervisión del país de origen*».

políticas legislativas que han cristalizado en diversos *corpus* normativos cuya incidencia protectora debemos valorar. Finalmente, por la aparición de nuevos horizontes inversores tecnológicos que requieren una serie de reflexiones incardinadas, principalmente, a analizar su acomodo a la normativa vigente.

III. OBJETIVO Y DELIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

El objetivo de la presente tesis doctoral se incardina en llevar a cabo un análisis de la protección prevista para un sujeto particularmente afectado por los efectos de la crisis, el inversor minorista, a la luz de los recientes cambios normativos y de los nuevos horizontes tecnológicos.

Así, pretendemos situar al inversor minorista como pilar de un estudio poliédrico donde comprobaremos cuál es el nivel de protección que ostenta en la vigente normativa, cómo debe interpretarse esta, qué lagunas presenta y, en su caso, cómo mejorarlas.

En sintonía con lo expuesto, el trabajo se estructurará en torno a dos ejes centrales. En la primera parte del mismo, que hemos titulado *La protección del inversor minorista tras la crisis financiera de 2007*, entraremos a analizar el objetivo y alcance de las principales novedades regulatorias que, en materia proteccionista, ha supuesto la MiFID II. A tales efectos, el contenido de este apartado se ha dividido en seis capítulos en los cuales se aborda el estudio de las disposiciones encaminadas a garantizar la protección del inversor como son *El deber de información* (Capítulo II), *La evaluación de la idoneidad y la conveniencia de los instrumentos financieros* (Capítulo III), *El servicio de asesoramiento en materia de inversión* (Capítulo IV), *la Vigilancia y control de los instrumentos financieros* (Capítulo V) y *la Gestión de órdenes* (Capítulo VI). Todo ello, a su vez, precedido de un capítulo preliminar (Capítulo I) en el que se atiende a la delimitación jurídica de nuestro objeto de estudio, esto es, el inversor minorista, al tiempo que se ofrece una visión generalista y totalizadora de la evolución normativa de la materia a nivel europeo, con incidencia inevitable en el efecto reflejo que ello supone para la normativa nacional.

Conscientes de los importantes cambios que se aventuran en el horizonte financiero a raíz del desarrollo de nuevos ecosistemas digitales, hemos dedicado la segunda parte del trabajo, denominada *La protección del inversor minorista en los nuevos entornos digitales*, al examen del fenómeno *Fintech* (Capítulo I), con especial incidencia en la protección de los inversores en *crowdfunding*, aquí denominados no acreditados (Capítulo II). Asimismo, hemos considerado necesario completar un breve acercamiento al concepto de las cadenas de bloques o *blockchain* (Capítulo III) por constituir la base necesaria para, posteriormente, abordar el análisis de la defensa de los pequeños inversores en el ámbito de las criptomonedas (Capítulo IV) y las ofertas iniciales de monedas (Capítulo V).

Sin embargo, forzoso es reconocer que dada la magnitud de la empresa asumida debamos, al objeto de concebir un trabajo actualizado, manejable y de amena lectura, acotar los límites de la investigación. Así, y desde esta sede introductoria, es preciso hacer una observación relevante. Y es que, como tendremos oportunidad de comprobar dada la multitud de áreas sobre las que se extiende el fenómeno *fintech*, un estudio pormenorizado de sus diversos ámbitos daría a este trabajo una naturaleza infinita. No solo por lo extenso de la temática, sino también por la constante evolución de la misma. Por tanto, y con una finalidad delimitadora del campo de estudio, se han elegido aquellas manifestaciones de *fintech* donde existe una importante actividad de inversores minoristas como son el *crowdfunding*, las criptomonedas y las ofertas iniciales de monedas.

Desde un punto de vista metodológico nuestro proceder se basa en la realización de un análisis jurídico, atendiendo, por lo tanto, a los criterios hermenéuticos que establece nuestra normativa con arreglo al artículo 3 del Código Civil (CC). En todo caso, aspiramos a completar un examen crítico con aportaciones personales que enriquezcan el conocimiento y fomenten su avance.

CAPÍTULO I. CUESTIONES PRELIMINARES

I. PERFIL JURÍDICO DEL INVERSOR MINORISTA

Es preciso comenzar delimitando al sujeto objeto de protección, esto es, el inversor minorista que, sin perjuicio del posterior análisis que haremos de esta categoría, baste decir, por el momento, que la normativa vigente considera como tal a aquel inversor que no es profesional.

Conviene a nuestros intereses, por tanto, determinar jurídicamente quién es el sujeto protegido, haciendo para ello unas necesarias referencias previas a las diferencias entre la figura del consumidor, la del cliente y la del inversor minorista, pues, en la concurrencia normativa que en numerosas ocasiones se produce en el ámbito financiero, el sujeto protegido no siempre es el mismo.

Sin embargo, y a modo de avance, la progresiva asimilación del inversor minorista con el consumidor, de la que daremos cuenta en este apartado, no puede entenderse sin una sucinta retrospectiva.

1. Preámbulo a la teoría económica neoclásica

Entre los postulados de la teoría económica neoclásica, tiene especial relevancia la concepción de un consumidor cuya principal preocupación es la maximización de su satisfacción personal y que, para ello, toma decisiones evaluadas. Bajo estos estándares racionales se presume que los individuos son capaces de alinear sus objetivos con un comportamiento que facilite su cumplimiento. Es lo que se conoce también como la teoría del comportamiento racional²⁷. Desde estos predios el inversor se presenta como un actor racional, autónomo, capaz de tomar por sí mismo decisiones plenamente acordes a sus intereses. En otras palabras, se trata de un inversor empoderado gracias a la correcta gestión que hace de la óptima información que se le proporciona²⁸.

En el entorno descrito, la labor reguladora queda circunscrita a garantizar un adecuado flujo de información hacia los mercados y hacia los propios inversores. En consonancia con lo cual, los deberes de información adquieren mayor relevancia a fin de contrarrestar la asimetría informativa inherente al ámbito financiero, enfocándose hacia un consumidor medio «*normalmente informado y razonablemente atento y perspicaz*»²⁹. Ejemplo de este enfoque fue la propia Directiva MiFID I. En efecto, el artículo 19 de la MiFID I se centró

²⁷ ORIVE, A., “De la racionalidad neoclásica a la racionalidad situada”, *Estudios Políticos*, núm. 9, 2006, p. 76; BALLESTEROS LLOPART, J., “Escuela neoclásica, valores y derechos”, *Cuadernos Electrónicos de Filosofía del Derecho*, núm. 26, 2012, pp. 250 y ss.

²⁸ MOLONEY, N., *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, ... *ob. cit.*, p. 53.

²⁹ TJUE, Sentencia de 16 de julio de 1998, Caso Gut Springenheide GmbH y Rudolf Tusky contra Oberkreisdirektor des Kreises Steinfurt - Amt für Lebensmittelüberwachung., C-210/96, ECLI:EU:C:1998:369.

básicamente en establecer una serie de obligaciones informativas cuyo objetivo fue permitir que los inversores «*puedan tomar decisiones sobre la inversión con conocimiento de causa*». Este cauce pro-informativo se manifestó, igualmente, con la desatención, por parte de las entidades, de las obligaciones de conocimiento del cliente.

No es preciso desmentir con excesiva vehemencia el escenario planteado por la teoría económica neoclásica ya que, como sabemos, los efectos y las enseñanzas de la pasada crisis económica dejaron constancia de una realidad bien distinta. El inversor medio carece de los conocimientos necesarios para actuar en los mercados, de forma racional y económicamente ventajosa para sí mismo. Con suma frecuencia se ve influenciado por sesgos conductuales o patrones de comportamiento irracionales³⁰. Con carácter general no llegan a comprender las implicaciones de los productos financieros que se le ofrecen, así como tampoco poseen las destrezas suficientes como para evaluar con asertividad los riesgos de las operaciones. De manera que el empoderamiento antaño preconizado, hoy resulta un mito³¹.

En estas circunstancias, las numerosas reformas legislativas que se han sucedido han venido procurando una mejor protección de los inversores, toda vez que la hipótesis de los mercados eficientes se ha topado con varios obstáculos. En otras palabras, el planteamiento regulatorio adoptado hasta entonces resultó excesivamente permeable a importantes fallos del mercado. Es el caso de la escasa racionalidad de los inversores, a lo que se suma una deficiente labor de asesoramiento o una, todavía peor, provisión de información. Asimismo, debe tenerse en cuenta el aumento en la comercialización de productos complejos lo que, al mismo tiempo, redundó también en un incremento de las situaciones de conflictos de intereses.

Así las cosas, los ejes fundamentales de las reformas podrían cifrarse en torno a un enfoque más intervencionista, en el que se procura, como se ha manifestado, una mejor protección *ex ante* de los inversores al tiempo que se restringe su anterior autonomía, como veremos en este trabajo. Esta nueva óptica parece alinearse con una *consumerización* del pequeño inversor³². Es imprescindible detenernos en este punto y,

³⁰ Sobre los sesgos conductuales *vid.* Primera Parte, Capítulo III, apartado 2.3.1 La determinación de los objetivos de inversión. Especial referencia a la asunción del riesgo, pp. 137 y ss.

³¹ MAK, V., “The Myth of the ‘Empowered Consumer’. Lessons from Financial Literacy Studies”, *Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series*, núm. 3, 2013, p. 4, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2077539; y FISCH, J. E. y WILKINSON-RYAN, T., “Why do retail investors make costly mistakes? An experiment on Mutual Fund choice”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 162, 2014, pp. 605 y ss.

³² Una progresiva relación que trascendió incluso al debate político donde podía comprobarse la paulatina preferencia por el término consumidor como sinónimo de pequeño inversor. Cabe destacar la intervención de la eurodiputada Sharon Bowles, entonces presidenta de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo que, con motivo de la creación de la AEVM, reseñaba que «*we should not forget the fundamental point of supervision and regulation is consumer protection. All too clearly now consumers and citizens are bearing the brunt of loss of financial stability*», («*No debemos olvidar que el punto fundamental de la supervisión y regulación es la protección del consumidor. Es evidente que ahora los consumidores y los ciudadanos son los más afectados por la pérdida de estabilidad financiera*»). En análogo sentido y durante la presidencia danesa del Consejo Europeo, en el primer semestre de 2012, se

en primer lugar, definir la figura del consumidor para, a continuación, analizar su eventual equiparación, caso de haberla, con la del inversor minorista.

2. Sobre la noción de consumidor

2.1. Notas previas

No resulta tarea sencilla intentar condensar en pocas páginas el concepto y las implicaciones jurídicas que se suscitan en torno a la figura del consumidor. A tales efectos, convendría partir haciendo referencia a los cambios socio-económicos que, desde los años sesenta³³, han alentado la proliferación de normas orientadas a proteger los legítimos intereses de quienes adquieren bienes y servicios pero carecen del músculo negocial suficiente para hacer valer sus exigencias. Así, el consumidor se presenta como un sujeto carente de los medios necesarios para desafiar individualmente las imposiciones de las empresas con las que contrata. Del mismo modo, no posee las capacidades necesarias para juzgar, sin ayuda, las características de los productos y servicios que adquiere. Circunstancia que implica también la imposibilidad de estos de influir en el mercado, por ejemplo, respecto de los precios o la calidad. Sin olvidar tampoco la ineludible asimetría informativa con la que han de lidiar los consumidores. Todas estas eventualidades, como decíamos, se vieron alentadas por un desarrollo socio-económico que implicó, *grosso modo*, una notable ampliación y crecimiento de los mercados, así como una mayor satisfacción de las necesidades sociales mediante el reforzamiento del Estado del Bienestar³⁴. Situación que supuso, en definitiva, la expansión del consumo.

En este contexto, la protección de los consumidores, en tanto que parte débil de la relación contractual que establece con el empresario, se posicionó al frente de las políticas regulatorias. Bajo este nuevo enfoque legislativo, en Inglaterra entró en vigor la *Consumer Protection Act* de 1961. En Alemania debe subrayarse la *Gesetzzur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen*, de 1976, reguladora de las condiciones generales de la contratación. La Constitución portuguesa de 1976, por su

abogó por dar «*particular priority to improving the protection of European consumers in relation to the financial sector*», («*especial prioridad a la mejora de la protección de los consumidores europeos en relación con el sector financiero*»). Vid. BOWLES, S., *Speech at opening of ESMA office*, 11 de julio de 2011, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/110711_esma_inauguration_sharon_bowles.pdf y *Programme of the Danish Presidency of the Council of the European Union 2012*, disponible en https://wbc-rti.info/object/document/7192/attach/1Europeatwork_DanishPresidency_2012.pdf.

³³ Resulta significativo el discurso pronunciado en 1962 por el entonces presidente de los Estados Unidos, J. F. Kennedy, quien resaltó que «*El Estado tiene la especial obligación de estar alerta en lo que se refiere a las necesidades de los consumidores y de hacer progresar sus intereses*». En análogo sentido, añadía «*consumidores somos todos*». KENNEDY, J. F., *Discurso pronunciado ante el Congreso de los Estados Unidos*, 15 de marzo de 1962, disponible en <https://www.jfklibrary.org/asset-viewer/archives/JFKPOF/037/JFKPOF-037-028>.

³⁴ SÁNCHEZ ARANDA, A., «De la autonomía de la voluntad al imperativo estatal en la protección de consumidores en España. Un estudio histórico-jurídico», en *Derecho y consumo. Aspectos penales, civiles y administrativos* (MORILLAS CUEVA, L., Dir., y SUÁREZ LÓPEZ, J. M., Coord.), Dykinson, Madrid, 2013, pp. 19 y ss. Sobre la relación entre el consumo y el Estado del Bienestar, vid. RODRÍGUEZ CABRERO, G., «Economía política de la sociedad de consumo y el Estado de Bienestar», *Política y Sociedad*, vol. 39, núm. 1, 2002, pp. 7 y ss., quien defiende la existencia de varias formas de capitalismo de consumo y de intervención estatal al respecto, que el autor denomina como «*regímenes de bienestar y consumo*», integrando todas ellas elementos del neocapitalismo de consumo y del Estado del Bienestar.

parte, recogió como prioridad del Estado, en su artículo 81 letra m), «*proteger al consumidor, especialmente mediante el apoyo a la creación de cooperativas y de asociaciones de consumidores*»³⁵.

A nivel supranacional, debe destacarse la Resolución de la Asamblea General de las Naciones Unidas, aprobada el 9 de abril de 1985, que contenía una serie de directrices para la protección de los consumidores³⁶. Del mismo modo, el informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de 1972, enfatizó en las diferencias y semejanzas en las políticas proteccionistas de los consumidores en los Estados miembros de la organización³⁷.

En Europa destaca la *Carta Magna del Consumidor*, aprobada en virtud de la Resolución 543/73 de la Asamblea del Consejo de Europa³⁸. En el ámbito comunitario, reviste notoria importancia la Resolución del Consejo de la Comunidad Económica Europea (CEE), de 14 de abril de 1975, por la que se aprueba el *Programa Preliminar de la CEE para una política de protección e información a los consumidores*, que sistematiza las iniciativas de tutela de los consumidores³⁹. La trascendencia de esta última Resolución es incuestionable, toda vez que a sus destacados fines debe sumarse, además, el hecho de resultar antecedente inmediato del artículo 51 de la Constitución Española (CE).

Así, en el ámbito nacional, el mencionado artículo 51 de la CE recoge la defensa de los consumidores y usuarios como respuesta a la desigualdad existente entre aquellos y los empresarios con los que contratan⁴⁰. No es ocioso recordar que lo dispuesto en el precepto constitucional citado supuso la consagración del principio *pro consummatore*, esto es, la adopción de un régimen de tutela privilegiada en el que, con independencia de la autonomía privada y la libertad de empresa, los derechos de aquellos sean salvaguardados precisamente por su condición de consumidores. Más allá de estas cuestiones singulares, es importante advertir que solo los derechos contemplados en el apartado primero del

³⁵ Asimismo, destacan las regulaciones emprendidas en Japón en 1978, en Méjico en 1975, en Austria en 1979, en Israel en 1981, en Luxemburgo en 1983, o Argentina en 1993. Por todas, *vid.* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “La protección de los consumidores, la Constitución española y el Derecho mercantil”, en *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, Madrid, 1987, p. 23 y ss.

³⁶ NACIONES UNIDAS, *Resolución 39/248 de Protección del consumidor*, adoptada en la 106ª Sesión Plenaria, 9 de abril de 1985, disponible en <https://undocs.org/sp/A/RES/39/248>.

³⁷ OCDE, *Reports Consumer Policy in Member Countries*, 1972.

³⁸ En ella se reconocieron, como derechos fundamentales de los consumidores, el derecho a la protección y a la asistencia, el derecho a la reparación del daño, el derecho a la información y a la educación, así como el derecho a ser representados y a organizarse.

³⁹ En dicho Programa resultó, además, el reconocimiento de cinco derechos fundamentales del consumidor. De esta forma, se sumaba, a los derechos previstos en la Carta Magna del Consumidor, el derecho a la protección de los intereses económicos. Puede consultarse la Resolución en <https://op.europa.eu/es/publication-detail/-/publication/26d73eca-e878-4d14-8d1b-0c6fdc73b323/language-es>.

⁴⁰ Nótese que los derechos reconocidos constitucionalmente en el artículo 51 coinciden con aquellos previstos en el *Programa Preliminar de la CEE para una política de protección e información a los consumidores*, antes citado. *Vid.* también SÁNCHEZ ARANDA, A., “De la autonomía de la voluntad al imperativo estatal en la protección de consumidores en España. Un estudio histórico-jurídico”, ... *ob. cit.* p. 32; y LARA GONZÁLEZ, R., y ECHAIDE IZQUIERDO J. M., *Consumo y Derecho. Elementos jurídico-privados de Derecho del Consumo*, ... *ob. cit.*, pp. 18 y ss.

artículo 51 serán considerados derechos fundamentales de los consumidores. Es así que corresponde a los poderes públicos garantizar la defensa, a través de procedimientos eficaces, de «*la seguridad, la salud y los legítimos intereses económicos*» de los consumidores. Los restantes derechos, previstos en el apartado segundo, esto es, información y educación, así como la promoción de las organizaciones de consumidores, se reconocen como instrumentales. En otras palabras, sirven como medio a través de los cuales llegar a la consecución de los anteriores.

En cumplimiento del mandato constitucional, se promulgó la Ley 26/1984 (LGDCU)⁴¹, con la finalidad de proporcionar a los consumidores un «*instrumento legal de protección y defensa*», apuntalado sobre tres objetivos claros: (i) «*establecer, sobre bases firmes y directas, los procedimientos eficaces para la defensa de los consumidores y usuarios*»; (ii) «*disponer del marco legal adecuado para favorecer un desarrollo óptimo del movimiento asociativo en este campo*»; y (iii) «*declarar los principios, criterios, obligaciones y derechos que configuran la defensa de los consumidores y usuarios y que, en el ámbito de sus competencias, habrán de ser tenidos en cuenta por los poderes públicos en las actuaciones y desarrollos normativos futuros, en el marco de la doctrina sentada por el Tribunal Constitucional*»⁴².

Posteriormente, y en franca síntesis, mediante el Real Decreto Legislativo 1/2007⁴³, se aprobaría el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (TRLGDCU), a fin de refundir en un solo cuerpo legal diversas leyes, a la sazón dictadas para transponer variadas Directivas de la UE con el propósito de incrementar la protección de los consumidores.

No basta a nuestro planteamiento conformarnos con lo expuesto, por lo que, sin perjuicio de cuanto acabamos de indicar, debemos aun resolver una cuestión trascendental. Se trata de la delimitación del sujeto protegido, esto es, ¿quién es el consumidor?

2.2. La figura del consumidor

La inicial formulación del concepto de consumidor descansaba, en exclusividad, sobre la figura del comprador de bienes de consumo. Solo quien otrora adquiría productos, tales como alimentos, podía ser considerado consumidor *strictu sensu*. Una concepción que ha transitado desde esos estrechos márgenes, hacia un perfil más flexibilizado. En efecto, se ha tendido hacia un concepto de naturaleza jurídica que incorpora al consumidor final de bienes y servicios, tal y como se constata de la referencia constitucional a «*consumidores y usuarios*»⁴⁴.

⁴¹ Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

⁴² *Vid.* Exposición de Motivos de la LGDCU.

⁴³ 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 (TRLGDCU).

⁴⁴ POLO, E., *La protección del consumidor en el Derecho privado*, Civitas, Madrid, 1980, p. 27 y ss.

Sobre la expresa distinción entre consumidores y usuarios nos planteamos si realmente es necesaria, en línea con lo expresado por la doctrina⁴⁵, pues más que cumplir una función aclaratoria puede dar lugar a confusiones. En efecto, con cada concepto se pretendía recoger un planteamiento que expresara la diferenciación. Así, el término consumidor es para quien adquiere bienes, y usuario para quien se procura servicios. Sin embargo, lo cierto es que, tanto en la redacción original del TRLGDCU, como en las redacciones posteriores resultantes de las reformas, se ha estado perdiendo la oportunidad de simplificar y contemplar solamente la expresión unívoca de consumidor, puesto que, en puridad, *«no hay dificultad alguna en entender que el consumidor los es tanto de bienes como de servicios»*⁴⁶. Mantener a día de hoy esta innecesaria dualidad obliga a los sucesivos cuerpos normativos relacionados a persistir en un bimembre, consumidores y usuarios, que, cuando se descuida puede dar lugar a confusiones de naturaleza subjetiva.

Así las cosas, el artículo 1.2 de la LGDCU se refería a los consumidores y usuarios como *«las personas físicas o jurídicas que adquieren, utilizan o disfrutan como destinatarios finales, bienes muebles o inmuebles, productos, servicios, actividades o funciones, cualquiera que sea la naturaleza pública o privada, individual o colectiva de quienes los producen, facilitan, suministran o expiden»*. Repárese en que la delimitación hecha entonces del concepto caracteriza la figura del consumidor como el destinatario final de los bienes y servicios, lo que deja fuera a quienes los adquieran o utilicen para su posterior comercialización. Lo que es acorde, a su vez, con lo previsto en el artículo 1.3 que extendía el carácter de no consumidor y usuario, a quienes *«adquieran, almacenen, utilicen o consuman bienes o servicios, con el fin de integrarlos en procesos de producción, transformación, comercialización o prestación a terceros»*.

Asimismo, la concreta referencia al proveedor, de *«naturaleza pública o privada, individual o colectiva»*, atendía a una mera razón operativa. Y es que no puede desconocerse que, si bien es cierto que una importante cantidad de necesidades de consumo de los individuos pueden satisfacerse en el mercado, existen otras, *v. gr.* los servicios públicos, cuya consumación no se origina en los mercados⁴⁷.

En el Derecho comunitario, sin embargo, la definición de consumidor se circunscribe en torno a una persona física cuya actuación o propósito es ajeno a su actividad profesional⁴⁸.

⁴⁵ Sobre la distinción de consumidores y usuarios se ha pronunciado CAVANILLAS MÚGICA, S., “El Real Decreto Legislativo 1/2007, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 1, 2008, pp. 2133 y ss.; y BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Comentario al artículo 3 del TRLGDCU”, en *Comentario del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias* (BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 96 y ss.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ En este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “La protección de los consumidores, la Constitución española y el Derecho mercantil”, ... *ob. cit.*, p. 28.

⁴⁸ Así ha quedado dispuesto en un numeroso grupo de Directivas. Entre ellas, la Directiva 85/577/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, referente a la protección de los consumidores en el caso de contratos

Tras la incorporación de España a la UE en 1986 y, en consecuencia, en atención a las obligaciones de transposición de la normativa europea, ha sido esta definición, mucho más simplificada, la que finalmente se ha recogido en el artículo 3 del TRLGDCU⁴⁹ donde, como hemos dicho, se procedió a refundir la normativa nacional, así como la europea, en un solo cuerpo legal, lo que justificó que el concepto de consumidor pasara de una exposición que podríamos calificar como farragosa, la del artículo 1.2 de la LGDCU, a otra mucho más sencilla y clara⁵⁰. Con todo, no es un concepto unívoco dentro del propio TRLGDCU⁵¹.

No puede soslayarse que, de conformidad con el artículo 2 del TRLGDCU, el ámbito de aplicación de esta ley se circunscribe a las relaciones mantenidas entre consumidores o usuarios y empresarios. De tal forma que, solo quienes entren en el ámbito de estas definiciones, se verán amparados por sus preceptos. Hay que tener en cuenta, además, que la definición de consumidor, así como la de empresario, que ofrece el Texto Refundido debe entenderse solamente a los efectos de la propia ley y de sus Libros primero y segundo. Por lo que, debemos remitirnos al Libro II del TRLGDCU, dedicado a los contratos y garantías, esto es, materia de naturaleza de Derecho privado, para comprobar que, efectivamente y salvo que se trate de contratos financieros celebrados a distancia, la relación entre un consumidor, a la sazón inversor minorista, y un empresario o ESI, queda sujeta a los preceptos del TRLGDCU. Un amparo que debe entenderse al

negociados fuera de los establecimientos comerciales, cuyo artículo 2 define al consumidor como «*toda persona física que, para las transacciones amparadas por la presente Directiva, actúe para un uso que pueda considerarse como ajeno a su actividad profesional*»; la Directiva 87/ 102/ CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, donde se recoge al consumidor (art. 1.2) como «*la persona física que, en las operaciones reguladas por la presente Directiva, actúa con fines que puedan considerarse al margen de su oficio o profesión*»; la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, que en su artículo 2.b) define al consumidor como «*toda persona física que, en los contratos regulados por la presente Directiva, actúe con un propósito ajeno a su actividad profesional*»; y, la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia, le dedica el artículo 2.2, refiriéndose al consumidor como «*toda persona física que, en los contratos contemplados en la presente Directiva, actúe con un propósito ajeno a su actividad profesional*». Definiciones que se repiten en similares términos en la Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, sobre determinados aspectos de la venta y las garantías de los bienes de consumo, cuyo artículo 1.2 recoge como consumidor a «*toda persona física que, en los contratos a que se refiere la presente Directiva, actúa con fines que no entran en el marco de su actividad profesional*»; y en la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico), donde nuevamente se refiere al consumidor [art. 2 e)] como «*cualquier persona física que actúa con un propósito ajeno a su actividad económica, negocio o profesión*».

Sobre la evolución y tratamiento de la figura del consumidor en el Derecho europeo, *vid.* ARROYO APARICIO, A., “Noción de consumidor para el Derecho Europeo (Noción del Reglamento 1215/2012 versus la de las Directivas de protección de los consumidores)”, *Revista Electrónica de Derecho*, núm. 1, vol. 15, 2018, pp. 8 y ss.

⁴⁹ «*A efectos de esta norma y sin perjuicio de lo dispuesto expresamente en sus libros tercero y cuarto, son consumidores o usuarios las personas físicas que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión*».

⁵⁰ En este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Comentario al artículo 3 del TRLGDCU”, ... *ob. cit.*, pp. 89 y ss.

⁵¹ *Vid.* Nota al pie núm. 49.

margen de cualquier otra protección y salvo que la normativa sectorial establezca otra cosa.

Hasta el momento, nótese que no hemos hecho referencia, respecto de la definición de los consumidores y usuarios, a las personas jurídicas, una categoría, en principio, no contemplada en las múltiples Directivas citadas⁵², aunque si prevista en el referido artículo 1.2 de la LGDCU y en el artículo 3 del TRLGDCU⁵³.

Precisamente, sobre la inclusión o no de las personas jurídicas bajo el concepto de consumidor se pronunció el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) en su Sentencia de 22 de noviembre de 2001⁵⁴, dictada con ocasión de una cuestión prejudicial planteada en torno al concepto de consumidor previsto en la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. En dicha sentencia el Tribunal declaró que *«el concepto de “consumidor”, tal como se halla definido en el artículo 2, letra b), de la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, debe interpretarse en el sentido de que se refiere exclusivamente a las personas físicas»*.

Esta restricción del concepto de consumidor en el ámbito comunitario, previsto solo respecto de las personas físicas, se mantuvo en la Directiva 2011/83⁵⁵. Sin embargo, es de destacar que en la Ley 3/2014, de 27 de marzo, encargada de transponer la citada Directiva 2011/83 a nuestro ordenamiento, y modificadora del TRLGDCU, si se introdujeron variaciones en la noción de consumidor. De esta forma, se mantuvo la ya prevista concepción de las personas jurídicas como consumidores, pero se aprovechó la ocasión reformista para incluir en el artículo 3 TRLGDCU un nuevo párrafo que prevé también como consumidores a *«las personas jurídicas y las entidades sin personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial»*.

⁵² Vid. Nota al pie núm. 48.

⁵³ En la redacción inicial del precepto, antes de la reforma efectuada en el TRLGDCU por la Ley 3/2014, de 27 de marzo, el concepto de consumidor comprendía *«A efectos de esta norma y sin perjuicio de lo dispuesto expresamente en sus libros tercero y cuarto, son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional»*.

⁵⁴ TJUE, Sentencia de 22 de noviembre de 2001, casos acumulados Cape Snc/Idealservice Sri, C-541/99, y Idealservice MN RE Sas/OMAI Srl, C-542/99.

⁵⁵ A pesar de que en la misma (i) se derogó la normativa europea hasta entonces vigente, sobre protección de consumidores en el seno de contratos celebrados a distancia o fuera de establecimiento mercantil, (ii) se modificaron las Directivas 93/13/CEE y 1999/44/CE, la primera relativa a las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, la segunda enfocada sobre determinados aspectos de la venta y las garantías de los bienes de consumo, y (iii) se derogaron también la Directiva 85/577/CEE y la Directiva 97/7/CE. Vid. Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores, por la que se modifican la Directiva 93/13/CEE del Consejo y la Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan la Directiva 85/577/CEE del Consejo y la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

2.3. Vicisitudes en torno al consumidor persona jurídica

No podemos soslayar el hecho de que, en ocasiones, la actuación del empresario se sitúa en una zona gris conformada por una serie de actos, denominados mixtos, en los que el sujeto interviene a la vez como profesional y como consumidor. En estos casos, resulta ciertamente difícil sostener de forma incólume su carácter de consumidor o usuario. Y ello porque, aun cuando el destino de los bienes o servicios adquiridos, no sea directamente su actividad comercial o empresarial, no puede desconocerse la existencia de una relación indirecta. En este sentido, el propio TRLGDCU recoge en su Exposición de Motivos que *«el consumidor y usuario, definido en la ley, es la persona física o jurídica que actúa en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional. Esto es, que interviene en las relaciones de consumo con fines privados, contratando bienes y servicios como destinatario final, sin incorporarlos, ni directa, ni indirectamente, en procesos de producción, comercialización o prestación a terceros»*.

Resulta ilustrativa, aunque limitadamente, la Directiva 2011/83/UE, que señala que *«en el caso de los contratos con doble finalidad, si el contrato se celebra con un objeto en parte relacionado y en parte no relacionado con la actividad comercial de la persona y el objeto comercial es tan limitado que no predomina en el contexto general del contrato, dicha persona deberá ser considerada como consumidor»*. Referimos, sin embargo, su carácter restringido pues, a pesar de que contiene un concepto orientativo para resolver la cuestión, atender a la finalidad predominante del contrato, dicha precisión viene recogida solamente, sin apoyo en el articulado, en el Considerando 17.

En cualquier caso, lo cierto es que la disyuntiva ha venido resolviéndose atendiendo al destino preponderante, empresarial o particular, del bien o servicio objeto de disputa. En esta misma línea se ha manifestado en varias ocasiones el TJUE⁵⁶, así como el Tribunal

⁵⁶ Vid. TJUE, Sentencia de 14 de febrero de 2019, caso Anica Milivojević/Raiffeisenbank St. Stefan-Jagerberg-Wolfsberg eGen, C-630/17, (ECLI:EU:C:2019:123), en la que el Tribunal declaraba que *«el concepto de “consumidor”, (...) debe interpretarse de forma restrictiva, en relación con la posición de esta persona en un contrato determinado y con la naturaleza y la finalidad de este, y no con la situación subjetiva de dicha persona, dado que una misma persona puede ser considerada consumidor respecto de ciertas operaciones y operador económico respecto de otras. Por consiguiente, solo a los contratos celebrados fuera e independientemente de cualquier actividad o finalidad profesional, con el único objetivo de satisfacer las propias necesidades de consumo privado de un individuo, les es de aplicación el régimen específico establecido (...) para la protección del consumidor como parte considerada más débil, mientras que esta protección no se justifica en el caso de contratos cuyo objeto consiste en una actividad profesional. Esta protección particular tampoco se justifica en el caso de contratos cuyo objeto es una actividad profesional, aunque esta se prevea para un momento posterior, dado que el carácter futuro de una actividad no afecta en nada a su naturaleza profesional»*. En el mismo sentido, TJUE, Sentencia de 25 de enero de 2018, caso Maximilian Schrems/Facebook Ireland Limited, C-498/16, (ECLI:EU:C:2018:37); Sentencia de 19 de noviembre de 2015, caso Dumitru Tarcău/Ileana Tarcău/Banca Comercială Intesa Sanpaolo România SA y otros, C-74/15, (ECLI:EU:C:2015:772); Sentencia de 20 enero de 2005, caso Johann Gruber/Bay Wa AG, C-464/01, (ECLI:EU:C:2005:32); y Sentencia de 3 de julio de 1997, caso Francesco Benincasa/Dentalkit Srl, C-269/95, (ECLI:EU:C:1997:337).

Supremo (TS)⁵⁷ en un nutrido grupo de sentencias, en las que se reitera que, en relación con los contratos de doble finalidad, habrá de estarse al vínculo del mismo con la actividad profesional del empresario, no pudiendo negarse la condición de consumidor cuando el nexo fuese manifiestamente tenue o marginal, esto es, cuando la proporción de uso relativa a la actividad profesional resulte insignificante⁵⁸.

En definitiva, y teniendo en cuenta lo expuesto acerca de los actos mixtos, para considerar como un consumidor o usuario a un inversor que se encuentre en esta circunstancia, deberá tenerse en cuenta dos aspectos esenciales. El primero de ellos será la finalidad del contrato, que no deberá estar relacionada con la actividad empresarial o profesional de quien suscribe el contrato objeto de debate. El segundo, la actividad del propio sujeto, que deberá intervenir como un particular, esto es, como un consumidor final⁵⁹.

3. La figura del inversor y su progresiva *consumerización*

El orden expositivo exige, a continuación, referirnos a la figura del inversor, definido por la Real Academia Española (RAE) como quien emplea, gasta o coloca un caudal. Categoría esta que debe entenderse desde una perspectiva económica antes que jurídica,

⁵⁷ *Vid.*, SSTS 307/2019, de 3 de junio, (ECLI: ES:TS:2019:1727); 132/2019, de 5 de marzo (ECLI: ES:TS:2019:700); 728/2018, de 20 de diciembre (ECLI: ES:TS:2018:4358); 465/2018, de 19 de julio (ECLI: ES:TS:2018:2807), 448/2018, de 12 de julio (ECLI: ES:TS:2018:2655), 321/2018, de 30 de mayo (ECLI: ES:TS:2018:1928); 195/2018, de 6 de abril (ECLI: ES:TS:2018:1158); 8/2018, de 10 de enero (ECLI: ES:TS:2018:8).

⁵⁸ *Vid.* MARÍN LÓPEZ, M. J., “La condición de consumidor en los contratos con doble finalidad (personal y empresarial). la STS de 5 de abril de 2017”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 22, 2017, pp. 197 y ss.

⁵⁹ En este sentido, BOTANA GARCÍA, G. A., “La protección del consumidor como cliente bancario”, *Actualidad Civil*, núm. 5, 2016, p. 3, ed. electrónica. En este sentido, *vid.* también TJUE, Sentencia de 3 septiembre de 2015, Caso Horațiu Ovidiu Costea/SC Volksbank România SA, C-110/14, ECLI:EU:C:2015:538, donde la controversia surgía cuando el actor pretendía la obtención de la declaración de abusiva de una cláusula relativa a una comisión de riesgo, además de solicitar la anulación y la devolución de la misma por parte del banco con el que había contratado. Ante tal circunstancia la justicia rumana decidió suspender el procedimiento y plantear una cuestión prejudicial. En esta ocasión el TJUE concluyó que: «29. En efecto, el litigio principal versa sobre la determinación de la condición de consumidor o de profesional de la persona que celebra el contrato principal, a saber, el contrato de crédito, y no sobre la condición de dicha persona en el marco del contrato accesorio, esto es, de la hipoteca que garantiza el pago de la deuda nacida del contrato principal. En consecuencia, en un asunto como el litigio principal, la calificación del abogado, como consumidor o como profesional, en el marco de su compromiso como garante hipotecario no puede determinar su condición en el contrato principal de crédito. 30. Habida cuenta de todas las consideraciones anteriores, procede responder a la cuestión prejudicial planteada que el artículo 2, letra b), de la Directiva 93/13 debe interpretarse en el sentido de que una persona física que ejerce la abogacía y celebra con un banco un contrato de crédito, sin que en él se precise el destino del crédito, puede considerarse “consumidor” con arreglo a la citada disposición cuando dicho contrato no está vinculado a la actividad profesional del referido abogado. Carece de pertinencia al respecto el hecho de que el crédito nacido de tal contrato esté garantizado mediante una hipoteca contratada por dicha persona en su condición de representante de su bufete de abogado, la cual grava bienes destinados al ejercicio de la actividad profesional de esa persona, como un inmueble perteneciente al citado bufete». En la misma línea pueden citarse además, TJUE, Sentencia de 20 enero de 2005, Caso Johann Gruber/Bay Wa AG, C-464/01, ECLI:EU:C:2005:32; y Sentencia de 19 de noviembre, Caso Dumitru Tarcău e Ileana Tarcău/Banca Comercială Intesa Sanpaolo România SA y otros, C-74/15, ECLI:EU:C:2015:772.

no en balde su función en los mercados no es otra que invertir⁶⁰. Desde un punto de vista jurídico, el inversor es el sujeto que accede a los servicios y actividades de inversión recogidos en el artículo 140 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), canalizando su ahorro hacia esa finalidad. Es, por tanto, a quien se dirigen los productos y servicios ofertados en el mercado⁶¹.

Un primer examen de la cuestión aconseja distinguir el concepto de cliente del de inversor. La figura de cliente hace referencia a quien forma parte de la relación contractual con el intermediario financiero. Y es que, para poder acceder a los productos y servicios ofertados por las ESI, estas deben suscribir previamente un contrato con su cliente. Es el caso, *v. gr.*, de la apertura y mantenimiento de una cuenta de ahorro en una entidad bancaria. Tanto la MiFID I, como la MiFID II, establecen que tendrán la consideración de cliente toda «*persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o auxiliares*», definición recogida en los artículos 4.1.10 MiFID I y 4.1.9 MiFID II, y no trasladada al cuerpo del TRLMV donde solamente se hace referencia a las clases de clientes en los artículos 203 a 205.

El inversor, por su parte, es quien destina su ahorro a la actividad inversora propiamente. Sin embargo, bien mirado el asunto, la distinción puede tornarse vana si tenemos en cuenta que para acceder al mercado de valores es preciso recurrir a los servicios de un intermediario con quien, como es evidente, habrá que concluir un contrato. De ahí que podamos convenir que, en la contratación de productos y servicios financieros, ambas figuras –cliente e inversor– pueden superponerse. Todo inversor deberá ser, necesariamente, cliente de la entidad que le presta sus servicios. Si bien es cierto, y debe quedar apuntado, que esta misma lectura no puede hacerse en sentido contrario ya que no todo cliente tiene por qué ser necesariamente inversor.

Con lo cual, a efectos prácticos y en el ámbito de nuestro trabajo, no existe distinción, más allá de la semántica, entre la figura del cliente, tal y como viene definido en la propia MiFID, y la del inversor, sobre la que también es posible distinguir entre profesionales y minoristas⁶². En este sentido, el Reglamento UE 1286/2014 del Parlamento Europeo y

⁶⁰ En este sentido, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor”, *Práctica de Derecho de Daños*, núm. 122, 2015, p. 3, ed. electrónica; “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor en su relación con las entidades prestadoras de servicios de inversión”, en *La protección de los consumidores en tiempos de cambio. Ponencias y comunicaciones del XIII Congreso de la Asociación Sainz de Andino*, (MIRANDA SERRANO, L. M., Dir.), Iustel, Madrid, 2015, pp. 371 y ss.

⁶¹ *Vid.* SERRA RODRÍGUEZ, A., “La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado”, en *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor* (BELANDO GARÍN, B., Dir., ANDRÉS SEGOVIA, B., Coord.), Aranzadi, Navarra, 2017, p. 155 y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Hacia un estatuto del inversor”, ... *ob. cit.*, pp. 21 y 22.

⁶² En este sentido, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor” ... *ob. cit.*, p. 4, ed. electrónica, quien también añade que esta analogía cliente-inversor permite el establecimiento de mecanismos jurídicos de protección sin atender a la fase contractual en la que se encuentre el sujeto afectado. De esta forma, en la determinación del ámbito de protección no influirá el hecho de que se trate, o no, del destinatario final del producto o servicio, como si

del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (Reglamento PRIIPs), define en su artículo 4.6 a los inversores minoristas por referencia a la definición otorgada por la MiFID II. Esta asimilación también ha quedado avalada por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) en el documento de *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, donde se señala que «el término "inversor" incluye a los clientes u otros consumidores de servicios financieros»⁶³. Razón por la que, atendiendo a lo expuesto, a lo largo de este trabajo emplearemos por igual y con idéntico significado ambos términos, esto es, cliente e inversor.

Este aquietado paralelismo entre la figura del cliente y el inversor no puede trasladarse, sin embargo, a la relación entre inversores y consumidores. De ahí que proceda realizar una serie de matizaciones.

La primera de ellas se incardina en torno a que, en puridad de conceptos, la inversión en los mercados de valores no puede equipararse a un acto de consumo, ya que solo puede invertirse aquel remanente que precisamente no se ha consumido, es decir, el ahorro. En términos generales, el ahorro representa el porcentaje disponible de la renta una vez deducidas las cantidades dedicadas al consumo. Por lo que, en opinión de una parte de la doctrina, no puede decirse que los productos o servicios financieros adquiridos con ese ahorro sean equiparables a actos de consumo⁶⁴.

Bajo este mismo punto de vista, también se sostiene que la labor de los intermediarios financieros se resume en facilitar el acceso a los mercados de los potenciales inversores toda vez que se trata de una actividad especialmente reservada a ellos (art. 144 TRLMV). Con lo cual el inversor se transforma en un obligado usuario de los servicios de los intermediarios y no en un consumidor de los mismos. Por otra parte, esta actividad mediadora se realiza, en teoría, en interés del cliente, por lo que tampoco sería posible

sucede en el TRLGDCU. Con lo que la tutela se otorga en relación a la negociación de todos los servicios y actividades de inversión.

⁶³ IOSCO, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre 1998, nota 2, p. 1, citado por ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "Hacia un estatuto del inversor", ... *ob. cit.*, p. 22.

⁶⁴ En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La protección del inversor en el mercado de capitales", en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008, pp. 539 y ss., destacaba como ilusoria la equiparación entre la actividad de consumo y la inversión cuando «lo que se consume es capital o renta que ni se ahorra ni se invierte». De esta forma «el más elemental sentido común repudia asociar el concepto de consumidor -es decir, de ese ser desvalido en que está pensando el legislador- con estos personajes (se refiere a los inversores) que de forma habitual toman posiciones en mercados monetarios o en los de renta fija o variable. (...) Tal personaje nunca será -a nuestro juicio- un consumidor típico». Es oportuno advertir que la opinión de tan autorizada doctrina recogida en la obra que se cita corresponde a una conferencia y posterior publicación de un trabajo a principio de los años noventa, un momento en el que todavía libres de las vicisitudes de la crisis no se había constatado, con la excesiva crudeza que lo haría más adelante, la necesidad de extender la protección de los consumidores a nuevos horizontes proteccionistas.

apreciar la contraposición de intereses, que sí está presente en los actos de compraventa circunscritos bajo el Derecho de consumo⁶⁵.

Sin embargo, no compartimos del todo el punto de vista expuesto. Y es que, no debe obviarse que, pese a resultar forzoso el trato con el intermediador, el inversor es el destinatario final del servicio financiero que se le preste⁶⁶. También debemos recalcar que el inversor, en su relación con los intermediarios financieros, debe lidiar con las mismas vicisitudes que si optara por destinar su renta a la adquisición de otros bienes o servicios. En otras palabras, se expone, tal y como en cualquier otra relación de consumo, a una serie de dificultades que podrían compilarse en (i) una innegable asimetría informativa; (ii) problemas para comprender la información que se le facilita, a menudo, excesivamente compleja; (iii) una superioridad técnica; y, (iv) dificultades para hacer valer sus derechos en el tráfico de un mercado que, normalmente, le es ajeno. Si a ello sumamos la magnitud de las pérdidas de los hogares durante la crisis debido, aunque no solo, a una deficiente comercialización de productos y servicios de inversión, no es de extrañar y mucho menos resulta casual o caprichoso que se proceda a la equiparación del inversor minorista con la parte débil de la relación contractual.

Por consiguiente, y a pesar de la aparente exclusión que, desde un punto de vista económico, pueda tener la categoría del consumidor respecto del inversor, ello no impide que en este concurren características de aquel, de tal forma que la protección dispensada a los inversores se vea reforzada por la aplicación de los planteamientos doctrinales y legislativos concebidos para la protección de los consumidores⁶⁷.

A mayor abundamiento, esta *consumerización* de los inversores mediante la aplicación de las disposiciones normativas protectoras de los intereses de los consumidores y usuarios podría responder, además de las razones expuestas, a una normalización de la actividad inversora. Y es que, desde luego, no sería aventurado concluir que el aumento de la actividad inversora es una de las consecuencias económicas de sociedades desarrolladas donde es habitual que no se consuma la totalidad de la renta, existiendo un remanente que el sujeto medio ahorra e invierte⁶⁸. Fue justamente este planteamiento el que orientó la política reformista británica en cuya *Financial Services and Markets Act 2000* se impuso el uso preferente del término *consumidor* por encima del de *inversor*. De esta forma, el regulador británico sugería que la adquisición de productos financieros no

⁶⁵ ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Hacia un estatuto del inversor”, ... *ob. cit.*, p. 6.

⁶⁶ 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*, núm. 12, 2013, p. 3, ed. electrónica.

⁶⁷ BERCOVITZ, A. y BERCOVITZ, R., *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, Madrid, 1987, p. 307.

⁶⁸ *Ibidem*, p. 304 y COMISIÓN EUROPEA, *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, abril de 2018, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf, donde se aporta una visión en profundidad del panorama inversor en los Estados miembros. En particular se analiza la oferta de productos de inversión a minoristas.

difería en exceso del consumo de otros bienes y servicios⁶⁹. Siendo así, la inversión ha dejado de instituirse como actividad reservada a unos pocos para pasar a formar parte de la vida cotidiana de los ciudadanos.

Ha sido esta concepción más elástica de la protección del consumidor la que mayor acogida ha tenido en nuestro país, donde se ha tendido a potenciar las similitudes entre estos dos conceptos –consumidor e inversor minorista–, subrayando sus semejanzas por encima de sus diferencias⁷⁰. Un paralelismo alentado igualmente a nivel comunitario tanto en el desarrollo normativo, como jurisprudencial⁷¹.

4. Las diversas categorías de clientes y su relación con el concepto de consumidor

Entre los principales objetivos de la MiFID I figuró en lugar preeminente la protección de los inversores⁷². Una tutela que habría de quedar reforzada en función de la categoría de estos. A tales efectos, se hizo necesaria una mayor delimitación de la figura del inversor otrora descuidada en favor de la autonomía del mismo que, con independencia de su perfil, quedaba responsabilizado de proveerse su propio bienestar. Es así que el espectro proteccionista se contrae o dilata atendiendo a la naturaleza del cliente: profesional, contraparte elegible o minorista. Clasificación que, como decimos, determinará el nivel de protección ofrecido y que ha permanecido inalterada desde 2004.

La primera categoría, es decir, los clientes profesionales, hace referencia a aquellos sujetos con la «*experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus*

⁶⁹ Vid. GRAY, J. y HAMILTON, J., *Implementing Financial Regulation. Theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd, Reino Unido, 2006, pp. 192 y ss. y *Financial Services and Markets Act 2000*, disponible en <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>.

⁷⁰ En este sentido, BELANDO GARÍN, B., “La protección pública del consumidor de servicios financieros (banca, bolsa y seguros). Una perspectiva transversal”, en *La protección del cliente en el mercado asegurador* (BATALLER GRAU, J. y VEIGA COPO, A., Dirs.), Civitas, Madrid, 2014, pp., 269 y ss. Asimismo, MUÑIZ ESPADA, E., “Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 739, 2013, pp. 3032, señala que la labor de tutela del inversor debe emprenderse desde la perspectiva de estar ante la parte débil de la relación. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, núm. 8549, 2015, pp. 10-11, ed. electrónica, apunta que «*asumiendo que el “inversor” pueda reivindicar para sí el tratamiento de “consumidor o usuario”, viene siendo un hecho que nuestros tribunales están aplicando sistemáticamente las normas de Derecho del Consumo a las controversias sobre contratación mobiliaria, por lo que estamos ante una clara coexistencia de ambos ordenamientos sectoriales*». VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 8, núm. 1, 2016, p. 275, puntualiza que «*si el cliente minorista actúa, además, como consumidor, a ese negocio serían aplicables ambos bloques normativos (protección del inversor en el mercado de valores, y protección del consumidor), con perfiles y matices propios*». TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del mercado de valores*, Cálamo, Barcelona, 2003, p. 102.

⁷¹ Vid. TJUE, Sentencia de 17 de julio de 2014, caso Juan Carlos Sánchez Morcillo/María del Carmen Abril García/ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., C-169/14, (ECLI:EU:C:2014:2099); Sentencia de 14 de marzo de 2013, caso Mohamed Aziz/Caixa d’Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa (Catalunyacaixa), C-415/11, (ECLI:EU:C:2013:164); y, Sentencia de 14 de junio de 2012, caso Banco Español de Crédito, S.A./Joaquín Calderón Camino, C-618/10, (ECLI:EU:C:2012:349).

⁷² Considerando 31 MiFID I.

propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos»⁷³. En cualquier caso, se reputarán como profesionales: (i) «las entidades que deban ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros», entre ellas, las «entidades de crédito, empresas de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, operadores en materias primas y en derivados de materias primas, operadores que contratan en nombre propio, y otros inversores institucionales»; (ii) «grandes empresas que, a escala individual, cumplan dos de los siguientes requisitos de tamaño de la empresa»: -1- que el total de su balance sea, como mínimo, de 20.000.000 de euros, -2- que su volumen de negocios neto sea de, al menos, 40.000.000 de euros, -3- que sus fondos propios se sitúen en los 2.000.000 de euros; (iii) «gobiernos nacionales y regionales, organismos públicos que gestionen la deuda pública, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y otras organizaciones internacionales similares»; (iv) «otros inversores institucionales cuya actividad como empresa es invertir en instrumentos financieros, incluidas las entidades dedicadas a la titularización de activos u otras transacciones de financiación».

No obstante, dichas entidades puedan solicitar un trato como no profesionales cuando consideren que no son capaces de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone. De esta manera es posible acordar con las ESI un nivel de protección más alto.

La siguiente tipología de clientes prevista se corresponde a la figura de la contraparte elegible, esto es, un tipo de cliente al que se le presume el máximo nivel de conocimiento y experiencia⁷⁴. Con carácter general, quedan incluidas dentro de esta clase las entidades financieras autorizadas, tanto por el Derecho comunitario como nacional, así como los gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes⁷⁵. Debe señalarse, asimismo, que nada obsta a que dichas entidades soliciten, bien de manera general, bien de forma puntual para una operación determinada, su trato como cliente tal y como recoge el tenor literal de los artículos 207.5 TRLMV y artículo 30.2 MiFID II. En cualquier caso, no puede dejar de mencionarse que esta categoría solo se aplicará con respecto al servicio de recepción y transmisión de órdenes, ejecución de órdenes por cuenta de terceros o negociación por cuenta propia y los servicios auxiliares directamente relacionados con estos.

⁷³ Vid. Artículo 205.1 TRLMV y Anexo II MiFID II, por remisión del artículo 4.1.10 del mismo cuerpo legislativo.

⁷⁴ En este sentido, en las *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, publicadas en febrero de 2018, se señala que «el marco regulatorio de MiFID reconoce a las contrapartes elegibles como la clase más sofisticada de inversores y participantes en el mercado de capitales y, por lo tanto, desactiva muchas de las medidas de protección con respecto a estos clientes», vid. AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID* (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018, p. 22.

⁷⁵ De forma más concreta, puede consultarse el listado de entidades que pueden clasificarse como contrapartes elegibles en el artículo 30 MiFID II y artículo 207 TRLMV.

Finalmente, esta categorización debe completarse con la referencia a los clientes minoristas, que serán, *sensu contrario*, aquellos cuyo nivel de conocimientos y experiencia no resultan suficientes como para adoptar por sí mismos decisiones de inversión, y no pueden valorar adecuadamente los riesgos que asumen. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se refiere a ellos como «*aquellos con menos conocimientos y experiencia en los mercados de valores*»⁷⁶. Tanto la MiFID I, como la MiFID II definen esta figura de manera residual con respecto al cliente profesional⁷⁷. Ambas Directivas se refieren a él como «*todo cliente que no sea cliente profesional*». Definición acogida y no modificada por nuestro TRLMV en el artículo 204. Ahora bien, esta parca definición nada tiene que ver con el grado de protección conferido. De hecho, el nivel de protección dispensado a esta figura es, y así lo veremos a lo largo de este trabajo, el mayor disponible y, en cualquier caso, muy superior al existente para las restantes categorías de clientes.

Conviene destacar que estas tres categorías de clientes expuestas no son estancas. Ya hemos hecho referencia a la posibilidad que asiste a las entidades consideradas profesionales *ex lege* de requerir un trato no profesional. Pues bien, a ello debe sumarse la posibilidad, previa solicitud, de renunciar de forma expresa al tratamiento como cliente minorista. Dicha renuncia queda condicionada a que la ESI efectúe una adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, valorando si, a la luz de las operaciones previstas, este es capaz de tomar sus propias decisiones de inversión y comprender los riesgos de las mismas. Como parte de esta evaluación, la empresa deberá comprobar, asimismo, si el cliente solicitante de la renuncia cumple, al menos, dos de los requisitos fijados. De forma más precisa, dichos requisitos hacen referencia a que el cliente: (i) haya realizado significativas operaciones en el mercado de valores con una periodicidad de más de diez por trimestre, durante los cuatro trimestres anteriores; (ii) que el valor del efectivo y de los valores depositados sea superior a 500.000 euros; o, (iii) que el cliente haya ocupado un cargo profesional en el sector financiero que requiriese de conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos, durante al menos un año⁷⁸.

Puestas en relación las referidas categorías de inversores con el restrictivo concepto de consumidor, es evidente que no todas las clases de inversores previstas encajan en sus límites. De hecho, quedan descartados tanto los inversores profesionales, como las contrapartes elegibles.

Como resultado, el usuario de servicios financieros que responde a la vez a la descripción de consumidor, cliente e inversor, es aquel que opera en un ámbito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión y, además, carece de los conocimientos y

⁷⁶ Vid. “Clasificación de inversores: profesionales y minoristas”, disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Profesionales-Minoristas.aspx>.

⁷⁷ Vid. Artículo 4.1.10 MiFID I y artículo 4.1.11 MiFID II.

⁷⁸ Vid. Anexo II de la MiFID II, artículo 206 TRLMV, y artículo 59 RD 1464/2018.

experiencia necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar los riesgos de las mismas⁷⁹.

Ahora bien, esta progresiva asimilación de las figuras del inversor minorista con la del consumidor que hemos constatado, se encuentra necesitada de algunas reflexiones por nuestra parte.

En primer lugar, hemos de señalar que, al menos a nivel europeo, el acoplamiento de la figura del inversor minorista bajo el paraguas proteccionista del consumidor puede llegar a implicar cierta contradicción. Si efectivamente se establece tal paralelismo a fin de extender el manto proteccionista de uno, –consumidor– sobre otro –inversor minorista–, no debe olvidarse que, de acuerdo a lo dispuesto en la Directiva sobre prácticas comerciales desleales, el perfil del consumidor medio tomado como referencia a la hora de aplicar la normativa proteccionista, hace referencia a un sujeto normalmente informado, así como razonablemente atento y perspicaz⁸⁰. Huelga decir que esta caracterización difiere de la realidad de los inversores minoristas. Por lo que la protección reforzada de los usuarios de servicios de inversión debe atender a las peculiaridades de la figura del inversor minorista y, en consecuencia, abordar una normativa protectora específica. Un cuerpo normativo propio de naturaleza sectorial que garantizaría su aplicación a los inversores con independencia de si son, además, consumidores.

Esta cuestión nos lleva a una segunda reflexión que se incardina en torno a la diseminación de la protección de los inversores minoristas. Asunto necesitado de una ineludible labor armonizadora que habría de encaminarse hacia la articulación de un régimen propio de la contratación mobiliaria cuya aplicación prioritaria ponga fin a la actual dispersión⁸¹.

Tal y como avanza el propio título de este trabajo, nuestra investigación se centrará en la protección dispensada a estos inversores minoristas en el seno del mercado de valores. Categoría que ostenta el mayor nivel de protección disponible, dada su especial situación de desigualdad con respecto a los proveedores de servicios de inversión, y sobre la que

⁷⁹ En esencia, de acuerdo con el TRLGDCU, el inversor puede ser o no consumidor, dependiendo del destino al que se deriven los productos contratados (actividad profesional o no). Por su parte, desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores, un cliente considerado no consumidor puede ser, a su vez, cliente minorista.

⁸⁰ Un perfil desarrollado de acuerdo con la labor interpretativa que de dicho concepto ha sido realizada por el TJUE. *Vid.* Considerando 18 de la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) núm. 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸¹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, ... *ob. cit.*, p. 17, ed. electrónica. En un sentido similar, ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Hacia un estatuto del inversor”, ... *ob. cit.*, p. 10, aboga por el desarrollo de un derecho especial del consumidor financiero. Un mayor desarrollo de esta cuestión se contiene *infra* apartado 3: La incidencia de otros bloques normativos en la protección del inversor minorista, pp. 40 y ss.

recayeron los mayores perjuicios, fruto de la desacertada comercialización de productos y servicios financieros.

II. PANORÁMICA DE LA EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA PROTECCIONISTA DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL MERCADO DE VALORES

Resulta manifiesto que una de las características que ha acompañado a los mercados financieros, principalmente en este último siglo, ha sido su constante evolución hacia productos más sofisticados. La permeabilidad de las Bolsas y los mercados a los cambios socio-económicos, ha alentado la necesidad de nuevos horizontes regulatorios que provean de medidas diseñadas *ex novo* o de remedios correctivos de las existentes.

En este contexto, en el ámbito del mercado de valores se han sucedido numerosos cambios normativos, algunos de ellos tan recientes que han obligado a una constante actualización de este trabajo. Todos ellos orientados al constante fomento de la transparencia, la lealtad y la información, en la búsqueda de una mejor y más eficiente protección de los inversores en general y los minoristas en particular. Así las cosas, a continuación abordaremos, si bien de manera acotada y de forma concisa, la evolución de la diversa normativa proteccionista existente desde el periodo que hemos denominado pre-MiFID, y que comprende la normativa emanada inmediatamente antes de la aprobación de la MiFID I, hasta el momento de cierre de este trabajo.

La finalidad de esta panorámica reside en abordar desde esta sede preliminar, tal y como nos pronunciaremos más adelante pero ya anticipamos, algunas reflexiones acerca de la dispersión normativa que reviste el régimen de tutela de los inversores minoristas.

Sin perjuicio del enfoque sintético que adoptaremos, debemos precisar que las principales líneas maestras del nutrido grupo de normas al que nos referiremos, se contemplan en el Anexo I de este trabajo, al que nos remitimos para un planteamiento más detallado.

1. Periodo pre-MiFID

Así las cosas, en el periodo pre-MiFID, esto es, antes que las reformas europeas supusieran una profunda renovación del marco legislativo en nuestro país, la protección del cliente inversor minorista se articulaba, principalmente, en torno a la Ley 24/1988, de 28 de julio, (LMV-1988)⁸², en su redacción vigente hasta diciembre de 2007⁸³. Asimismo, resultaban de aplicación las previsiones del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, (RD

⁸² Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁸³ Fecha en la que se transpuso la Directiva MiFID

629/1993)⁸⁴, la Directiva 93/22/CEE (DSI)⁸⁵; la Orden de 25 de octubre de 1995 (Orden-1995)⁸⁶ y la Circular 1/1996, (Circular 1/1996)⁸⁷.

2. Periodo post-MiFID

El interés de los inversores minoristas en obtener una mayor rentabilidad de sus operaciones fue uno de los factores catalizadores de la intensificación de la comercialización de productos financieros. A raíz de ello aparecieron nuevos productos y servicios, en muchos casos, complejos y de difícil entendimiento para el público al que estaban dirigidos. Asimismo, aumentó la comercialización transfronteriza y quedó patente la progresiva difusión de los límites entre productos de índole bancaria, del mercado de valores o de seguros. En fin, los productos de inversión fueron evolucionando sin una regulación temprana, lo que supuso un inmejorable caldo de cultivo para el aumento del arbitraje regulatorio⁸⁸.

Los riesgos inherentes de tal deriva económica no se hicieron esperar y se manifestaron para los inversores en operaciones sobre productos inidóneos para su perfil; lo que redundó en un riesgo reputacional para las entidades, precisamente por la permisibilidad de dichas actuaciones, amén de un impacto en su solvencia. Todo lo cual no hizo sino poner en peligro la estabilidad de todo el sistema financiero de la Unión.

Por todo ello, y en un escenario económico todavía libre de los estragos de la crisis que se gestaba, se hizo necesaria una regulación armonizada de las actividades que se ponían al servicio del inversor para garantizar la protección de este. En este ámbito las Directivas precedentes habían quedado manifiestamente superadas por las circunstancias y fueron sustituidas por el paquete normativo conocido por el reiterado acrónimo MiFID I⁸⁹.

⁸⁴ Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

⁸⁵ Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

⁸⁶ Orden de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

⁸⁷ Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la Comisión Nacional Del Mercado de Valores, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del Mercado de Valores.

⁸⁸ En este sentido, CARRASCOSA MORALES, A., “La Directiva MiFID y la comercialización de productos financieros”, *Jornadas del Grupo de Responsables de Formación de Entidades Financieras (GREF)*, La Coruña, 16 de junio de 2006, disponible en http://www.gref.org/nuevo/socios/docs2p_priv/cnmv_jun06.ppt.

Es preciso aclarar que el arbitraje regulatorio implica el aprovechamiento de las debilidades de la normativa vigente para evadir su aplicación y, en consecuencia, operar fuera del sector regulador.

⁸⁹ Es preciso recordar que el paquete normativo MiFID I se encuentra integrado tanto por la propia Directiva 2004/39/CE, como por las subsiguientes normas de desarrollo. En particular, 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 del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva (Directiva 2006/73/CE); y el Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la

La MiFID I fue desarrollada a *posteriori* tanto por la Directiva 2006/73/CE⁹⁰, como por el Reglamento 1287/2006⁹¹.

Posteriormente, el 20 de diciembre de 2007 se publicó la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, (LMV-2007)⁹², incorporándose al ordenamiento español, entre otras, la Directiva MiFID I. Determinados aspectos de la mencionada Directiva 2006/73/CE fueron desarrollados ulteriormente en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (RD 217/2008)⁹³.

Consecuencia de los múltiples cambios experimentados por la LMV se hizo necesario un texto refundido. A esta necesidad respondió el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, (TRLMV-2015)⁹⁴. No hay que olvidar que este texto refundido nació con vocación de modificación, pues en el horizonte próximo ya se empezaban a dibujar los futuros cambios que serían necesarios para acoger las modificaciones que traería la Directiva MiFID II⁹⁵.

En todo caso, el paquete normativo MiFID II quedó compuesto por dos normas de nivel uno, la Directiva MiFID II y Reglamento MIFIR⁹⁶; por normas de segundo nivel, de las que destacan la Directiva Delegada 2017/593⁹⁷ y un amplio listado de Reglamentos

información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva (Reglamento 1287/2006).

A esta concepción integradora de toda la normativa señalada estaremos cuando hagamos mención expresa al *paquete normativo MiFID I*, mientras que cuando nos refiramos a la MiFID I lo estaremos haciendo, singularmente, a la Directiva 2004/39/CE.

⁹⁰ 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 del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

⁹¹ Reglamento (CE) núm. 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.

⁹² Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modificaba la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁹³ Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

⁹⁴ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

⁹⁵ De hecho, en el propio preámbulo se recogía «(...) *este trabajo de refundición permite preparar la normativa del mercado de valores de cara a esas inminentes reformas, anticipando las futuras modificaciones y creando un texto que facilite la labor del legislador en el momento de la transposición de las normas europeas*».

⁹⁶ Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012.

⁹⁷ Directiva Delegada 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

Delegados⁹⁸; y, finalmente, por normas de tercer nivel, esto es, Directrices y Recomendaciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)⁹⁹. La fecha de aplicación de la MiFID II, prevista inicialmente para el 3 de enero de 2017, fue pospuesta un año por la Comisión debido a los grandes desafíos técnicos que supondría para los Estados miembros¹⁰⁰. En nuestro país, sin embargo, y a pesar del señalado aplazamiento, no se ha podido evitar acumular un retraso adicional. Situación que ha supuesto que la Comisión Europea haya llevado a España ante el TJUE por no transponer la normativa comunitaria¹⁰¹. Existiendo, por tanto, una situación de urgente y

gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

⁹⁸ Entre ellos, el Reglamento Delegado 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, al que haremos referencia más adelante; y sobre el que volveremos más adelante, o el Reglamento Delegado 2017/566 de la Comisión en materia de normas técnicas de regulación sobre la proporción entre órdenes no ejecutadas y operaciones para prevenir anomalías en las condiciones de negociación; el Reglamento Delegado 2017/568 de la Comisión sobre normas técnicas de regulación relativas a la admisión de instrumentos financieros a negociación en mercados regulados; el Reglamento Delegado 2017/569 de la Comisión en materia de normas técnicas de regulación relativas a la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros...etc.

⁹⁹ También denominada ESMA por sus siglas en inglés *European Securities and Markets Authorities*. Sobre su función supervisora *vid.* BELANDO GARIN, B., *La supervisión del Mercado de Valores europeo*, Aranzadi-Thomson Reuters, Valencia, 2020.

¹⁰⁰ En efecto, tanto desde la AEVM, como desde las autoridades nacionales y las partes interesadas, se constataron importantes problemas de ejecución técnica que desaconsejaban el mantenimiento de la fecha inicial de aplicación fijada para el 3 de enero de 2017. En concreto, se observaron grandes dificultades para la recogida de los datos necesarios para la aplicación de las normas, lo que podría afectar, entre otras cuestiones, a la notificación de las operaciones o al marco de transparencia. Si bien los preceptos encaminados a la protección de los inversores no se encontraban directamente perjudicados, y se podría haber planteado una aplicación parcial, esta idea fue rechazada sobre el argumento de que una aplicación escalonada podría generar un ambiente de confusión y un aumento de los costes innecesario. *Vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros, el Reglamento (UE) núm. 596/2014, sobre el abuso de mercado, y el Reglamento (UE) núm. 909/2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, en lo que respecta a determinadas fechas*, 10 de febrero de 2016, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2016:0057:FIN:ES:PDF>. Contrasta este razonamiento con la actuación llevada a cabo en nuestro país donde sí se optó por una adaptación fragmentada del ordenamiento como constata la sucesiva aprobación del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores; el presente 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; y Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

¹⁰¹ *Vid.* COMISIÓN EUROPEA, *July infringements package: key decisions*, 19 de julio de 2018, disponible en https://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-4486_en.htm.

extraordinaria necesidad, la transposición de la MiFID II se inició mediante el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre (RD Ley 14/2018)¹⁰².

La definitiva transposición del paquete normativo MiFID II fue finalmente completada por el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, (RD 1464/2018)¹⁰³. Las novedades introducidas en torno a la protección del inversor minorista quedan recogidas en la disposición final cuarta donde se procede a realizar una profunda reforma del RD 217/2008.

3. La incidencia de otros bloques normativos en la protección del inversor minorista

Hemos visto que, en el ámbito de los servicios de inversión, la protección del inversor minorista se asienta en las diversas normas señaladas. Sin embargo, con independencia de dichos Reglamentos y Directivas, en los que se aborda el régimen de tutela desde una noción de Derecho público, no puede desconocerse la incidencia que, sobre la contratación financiera, tiene también el Derecho contractual y el Derecho de consumo, conformándose un entorno en el que conviven, bajo unos fines determinados, esto es, proteger a los inversores, normas de Derecho público y privado¹⁰⁴.

La trascendencia del Derecho privado contractual, en este aspecto, cobró especial relevancia a raíz de la crisis financiera que supuso, entre otras muchas cuestiones, la evidencia de la desacertada labor de comercialización de instrumentos financieros llevada a cabo por las ESI. Una vez constatada la desatención de un importante número de obligaciones previstas, precisamente, para garantizar la mayor protección de los intereses de los minoristas, se suscitó un nuevo dilema. En concreto, valorar las consecuencias y los remedios contractuales, propios del ámbito civil, que habrían de ser de aplicación con ocasión del incumplimiento de unas obligaciones contenidas en una norma encargada de regular la actividad de los mercados de instrumentos financieros.

¹⁰² 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.

¹⁰³ Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

¹⁰⁴ BELANDO GARÍN, B., *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Civitas, Madrid, 2004, p. 25; VERCHER MOLL, J., “La perspectiva del inversor-consumidor del mercado de valores, en particular, el servicio de reclamaciones y el defensor del cliente”, en *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor* (BELANDO GARÍN, B., Dir., y ANDRÉS SEGOVIA, B., Coord.), Aranzadi, 2017, p. 74.

Esta disyuntiva formó parte del planteamiento de una cuestión prejudicial ante el TJUE, en la que se requería su pronunciamiento al respecto de unas cláusulas abusivas contenidas en un contrato de naturaleza financiera. Al respecto de la solicitada invalidez de dichas cláusulas, o lo que es lo mismo, ante el requerimiento de pronunciamiento al TJUE sobre las consecuencias derivadas de derechos individuales de un acto, la Sentencia emitida¹⁰⁵ subrayó que tales apreciaciones «*corresponden a la competencia de otro órgano jurisdiccional*». Y, a mayor abundamiento, añadía que «*corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales que deben derivarse de la inobservancia, por parte de una empresa de inversión que ofrece un servicio de inversión, de las exigencias de evaluación establecidas en el artículo 19, apartados 4 y 5, de la Directiva 2004/39, relativa a los mercados de instrumentos financieros, respetando los principios de equivalencia y efectividad*».

De esta forma, entra en la esfera de la regulación nacional y, en consecuencia, del Derecho privado de contratos, la valoración de los remedios contractuales que sean oportunos. Por lo que, reiteramos, la protección del inversor minorista integra también estas previsiones.

A su vez, este halo proteccionista se complementa con la normativa del Derecho de consumo, aplicada en nuestro país como aditamento a legislación sectorial financiera. Sirva de ejemplo de esta injerencia la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, cuya Exposición de Motivos recoge que la misma se aplicará «*a aquellos contratos en que el prestamista concede o se compromete a conceder a un consumidor un crédito bajo la forma de pago aplazado, préstamo, apertura de crédito o cualquier medio equivalente de financiación*». En este sentido, el artículo 2.1 añade que «*se entenderá por consumidor la persona física que, en las relaciones contractuales reguladas por esta Ley, actúa con fines que están al margen de su actividad comercial o profesional*». La existencia de una legislación sectorial específica no impide la aplicación, con fines proteccionistas, de las disposiciones del TRLGDCU. De esta forma, no cabe duda del espíritu de transversalidad del TRLGDCU, cuyo carácter complementario en este caso, no excluye la aplicación de cualesquiera otros mandatos proteccionistas de índole sectorial¹⁰⁶.

4. Reflexiones sobre la dispersión normativa

Si bien es cierto que a nivel sectorial tanto la MiFID I como la MiFID II han supuesto, en principio, un reforzamiento de la protección de los inversores minoristas, no puede

¹⁰⁵ TJUE, Sentencia de 30 mayo de 2013, caso Genil 48 SL/ Comercial Hostelería de Grandes Vinos, S.L./ Bankinter SA/ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., C-604/2011, (ECLI:EU:C:2013:344).

¹⁰⁶ En este sentido, TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 63, 1996, pp. 569 y ss., para quien debe existir integración entre las normas de protección de los inversores y las de protección de los consumidores. De esta forma cualquier carencia de la normativa sectorial puede ser suplida por remisión a la normativa genérica.

desconocerse que, con análoga finalidad pueden señalarse otros *corpus* normativos de muy diversa conformación. Nos referimos, a la protección dispensada en virtud del Derecho de consumo, así como a la que deriva del Derecho de obligaciones y contratos, cuya principal manifestación en defensa de los intereses de los inversores minoristas ha sido la aplicación de la doctrina del error vicio¹⁰⁷.

Es así que debemos hablar de una proyección jurídico-privada y jurídico-pública de la normativa aplicable, de tal suerte que la protección de los inversores se integra, no solo con la normativa financiera de carácter administrativo, sino también con aquella que deriva del Derecho privado contractual y el Derecho de consumo. Por lo que, en definitiva, la atomizada panoplia normativa a la que queda sujeta la protección del inversor minorista a día de hoy, ha dado lugar a una disparidad de pronunciamientos judiciales en los que se han valorado consecuencias contractuales de muy diversa índole en función de la casuística¹⁰⁸, debido, sin duda, al confuso panorama imperante. Qué duda cabe que esta amalgama se opone, en fin, a la necesaria seguridad jurídica que debería esperarse del ordenamiento¹⁰⁹.

Como consecuencia de tales apreciaciones, y en línea con lo defendido por un autorizado sector de la doctrina¹¹⁰, consideramos que la armonización del régimen de la contratación mobiliaria debería situarse al frente de las políticas legislativas. A tales efectos, sería de rigor emprender un proceso de unificación en el que se contemple la delimitación y obligaciones de los contratos, se concreten los deberes de las partes, así como que se refieran las consecuencias derivadas del incumplimiento de tales deberes, se aclaren los restantes remedios jurídicos a disposición de los inversores y, en última instancia, se activen mecanismos que garanticen la claridad y comprensión de los contratos tipo¹¹¹.

Con todo, somos conscientes, que en oposición a esta propuesta puede argumentarse que, en materia de protección de inversores, las cuestiones contractuales se dirimen con arreglo a la normativa nacional, por lo que, un nuevo régimen jurídico como el planteado,

¹⁰⁷ Aunque también puede citarse el cálculo del plazo de caducidad de la acción.

¹⁰⁸ Entre ellas, nulidad del contrato, indemnización de daños y perjuicios, falta de transparencia, incumplimiento contractual, error como vicio del consentimiento...

¹⁰⁹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", ... *ob. cit.*, pp. 11 y ss., ed. electrónica, y ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 141, 2016, pp. 4 y ss., ed. electrónica.

¹¹⁰ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", ... *ob. cit.*, pp. 17 y ss., ed. electrónica; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "Hacia un estatuto del inversor", ... *ob. cit.*, p. 10; CARRASCO PERERA, A., *La perversión del paradigma de la información (¡mas información!) protectora del consumidor financiero*, 9 de junio de 2015, disponible en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/06/La-perversión-del-paradigma-de-la-información-más-información-protectora-del-consumidor-financiero-a-proposito-de-un-reciente-trabajo-de-Fernández-de-Araoz-Angel.pdf>; y, bajo ciertas puntualizaciones como la necesaria armonización simultánea de las las consecuencias contractuales, VALPUESTA GASTAMINZA, E., "Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española", ... *ob. cit.*, p. 298.

¹¹¹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", ... *ob. cit.*, pp. 17 y ss., ed. electrónica.

supondría ampliar las competencias de la Unión que, actualmente, están limitadas en materia contractual privada, a fin de emprender una labor armonizadora respecto de las consecuencias contractuales derivadas del incumplimiento de unas obligaciones de Derecho comunitario¹¹². Sin embargo, este camino, aparentemente largo, ya se ha comenzado a trazar, al menos, desde una perspectiva académica. Debe citarse a este respecto, el trabajo llevado a cabo por numerosos especialistas en Derecho privado europeo, con el objetivo de configurar un marco común de referencia para toda la Unión¹¹³.

¹¹² VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 298.

¹¹³ Sobre el marco común de referencia para el Derecho privado europeo o *Draft Common Frame of Reference* (DCFR), *vid.*, entre otros, EIDENMÜLLER, H., FAUST, F., GRIGOLEIT, H. C., JANSEN, N., WAGNER, G., ZIMMERMANN, R., “El marco común de referencia para el Derecho privado europeo (cuestiones valorativas y problemas legislativos)”, *Anuario de Derecho Civil*, núm. 4, vol. 62, 2009, pp. 1461 y ss.; STUDY GROUP ON A EUROPEAN CIVIL CODE, *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law*, 2009, disponible en https://www.law.kuleuven.be/personal/mstorme/2009_02_DCFR_OutlineEdition.pdf; INFANTE RUIZ, F. J., “Entre lo político y lo académico: un *Common Frame of Reference* de derecho privado europeo”, *Revista para el Análisis del Derecho InDret*, núm. 2, 2008; GÓMEZ POMAR, F., “The Empirical Missing Links in the Draft Common Frame of Reference”, *Revista para el Análisis del Derecho InDret*, núm. 1, 2009; y VALPUESTA GASTAMINZA, E., “La propuesta de normativa común de compraventa europea (CESL), un paso más hacia la unificación del Derecho de contratos en la Unión Europea, lastrado por la protección al consumidor”, *Cuadernos de Derecho Transnacional*, núm. 1, vol. 5, 2013.

CAPÍTULO II. EL DEBER DE INFORMACIÓN

I. BREVE CONSIDERACIÓN PREVIA

Antes de adentrarnos en el desarrollo de este capítulo es preciso realizar desde estas líneas iniciales una importante precisión. Y es que en este estudio de los deberes de información de las entidades para con sus clientes, no podemos ignorar el incontestable hecho de que esta materia ha sido abordada en innumerables trabajos de diversa índole y magnífica exposición¹¹⁴. Volver a incidir en la exposición de esta obligación mediando tan poco

¹¹⁴ Entre los que destacan como más recientes, y entre otros muchos, AGÜERO ORTIZ, A., *El «protocolo MiFID II» y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Tesis doctoral, Universidad de Castilla La-Mancha, 2018, disponible en <https://ruidera.uclm.es/xmlui/handle/10578/18494>; “Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017; BERROCAL LANZAROT, A. I., “Los deberes de información en la comercialización de productos de inversión. Las consecuencias de su incumplimiento”, *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad*, núm. 12, 2018; BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019; CANDELARIO MACÍAS, M. I., “¿A vueltas sobre el derecho de información como herramienta gerencial y de supervisión social?”, *Cuadernos de la Maestría en Derecho*, núm. 1, 2011; CARRASCO PERERA, A., *Guía de obligaciones de información al inversor en el marco de la directiva MiFID*, Centro de Estudios de Consumo, 23 de julio de 2013, disponible en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2013/07/PROTOCOLO-MIFID-FINAL.pdf>; DE LA MAZA GAZMURI, I., *Los límites del deber precontractual de información*, Cizur Menor, Navarra, 2010; FERRANDO VILLALBA, L., “Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 13, 2013; HERNÁNDEZ PAULSEN, G., *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Marcial Pons, Madrid, 2014; IÑIGUEZ ORTEGA, P., “Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017; LÓPEZ ALONSO, L., y GUILLÉN MONGUE, P., “Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión”, *Actualidad Civil*, núm. 4, 2017; MAYORGA TOLEDANO, M. C., “Información, diligencia y responsabilidad contractual: clientes minoristas versus participaciones preferentes”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 2, 2013; MERCADAL VIDAL, F., “Los deberes precontractuales de información en la contratación de servicios de inversión. (Reflexiones en torno a las sentencias del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 8 y 10 de septiembre de 2014)”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 295, 2015; MUÑIZ ESPADA, E., “Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información”, ... *ob. cit.*; PÉREZ GUERRA, C., “El deber de información en la contratación de productos estructurados”; *La Ley Mercantil*, núm. 40, 2017; PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., “Obligación de información y evaluación en la adquisición de productos de inversión según la normativa pre MIFID: suficiencia de la información verbal y no necesidad de evaluación formal si la entidad ya conocía el perfil del inversor”, *Revista Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 110, 2019; PINO ABAD, M., “El deber de información de las entidades financieras y la protección jurídica del usuario inversor de swap”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 151, 2018; PULIDO BEGINES, J. L., “El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, 2013; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, Universidad de Granada, Granada, 2011; SERRA RODRÍGUEZ, A., “La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado”, ... *ob. cit.*; y VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*

tiempo entre dichos trabajos y el presente, sería caer en una reiteración innecesaria. Sin embargo, no hacer ninguna referencia sería un descuido imperdonable a sabiendas de la magnitud que supone el deber de información con carácter general. Por ello, emprenderemos este apartado desde un enfoque sumario, aportando al debate nuestra perspectiva en todo cuanto no se haya dicho.

II. INTRODUCCIÓN

Queda fuera de toda duda que la protección del inversor, y en particular del minorista, es un pilar clave en la regulación nacional y europea de los mercados financieros, toda vez que la operativa en estos sectores se basa, desde el punto de vista de estos potenciales inversores, en la confianza¹¹⁵. Sin embargo, sabido es que en el sector financiero subsiste indefectiblemente una asimetría informativa que se manifiesta en la mayor cantidad de información que disponen las ESI en comparación con sus clientes¹¹⁶.

¹¹⁵ Es preciso distinguir, como punto de partida, entre la confianza que muestran los inversores hacia el mercado, de aquella que ostentan respecto del intermediario financiero. Sobre la primera, es evidente que en un contexto regulatorio, garantizar un adecuado funcionamiento de las infraestructuras del mercado es crucial, por lo que la actividad legislativa y de supervisión se configuran en torno a la protección de un bien público. Por su parte, garantizar la confianza de los inversores hacia los intermediarios financieros, trascendiendo para ello las previsiones del Derecho privado, podría llegar a resultar excesivamente paternalista en tanto que, *a priori*, ello no comportaría problemas económicos más allá de la afección reputacional de la entidad. Sin embargo, los conocidos escándalos financieros han demostrado que esto no siempre es así. Baste recordar cómo el impacto de la pérdida de confianza en los intermediarios financieros se extendió hacia todo el sector. Circunstancia que evidenció y propició unas necesarias reformas legislativas con las que recuperar la confianza perdida a través de unas reforzadas obligaciones de información con las que promover la consecución de un mercado más eficiente. En este sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “El principio de transparencia en el Derecho Mercantil”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor José María Muñoz Planas (PILOÑETA ALONSO, L. M., IRIBAREN BLANCO, M., Coord.)*, Aranzadi – Cizur Menor, Navarra, 2011, pp. 99 y ss., nos recuerda que un adecuado funcionamiento de los mercados requiere de la conjunción de diversos principios fundamentales tales como el principio de libertad de empresa, el de libertad de competencia, o el de protección de los consumidores. Entre ellos figura en lugar preeminente el principio de transparencia, que se manifiesta justamente mediante «*la imposición de unos mecanismos que ofrezcan información suficiente sobre quienes participan en el mercado, sobre los bienes objeto del tráfico en el mismo y sobre las operaciones*». Adicionalmente *vid.* NIEMEYER, J., “An economic analysis of securities market regulation and supervision: Where to go after the Lamfalussy report?”, *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, núm. 482, 2001, p. 22 y ss., disponible en <https://www.researchgate.net/publication/5095454> Where to Go after the Lamfalussy Report - An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision.

¹¹⁶ En referencia a esta, resulta oportuna la cita del profesor Sánchez Andrés que calificaba el mercado de valores, otrora oscurantista, como «*el reino del azar en el que penetramos con los ojos vendados*», SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La articulación conceptual del Derecho del Mercado de Valores: mitos y teorías”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, ... ob. cit.*, p. 166.

Relacionado con la asimetría informativa y, desde una perspectiva económica, se ha puesto de manifiesto la existencia de mercados en los que los consumidores pueden juzgar -oportunamente y *ex ante*- la calidad de los productos/servicios que adquieren; otros en los que solo es posible valorar la calidad tras su consumo; y, finalmente, otros, en los que no es posible ni siquiera valorarla *ex post*. Dentro de los primeros se encuentran los mercados de telefonía móvil o de productos de marroquinería, por citar ejemplos evidentes. Tanto para uno como para otro sector existe suficiente información a disposición de los consumidores que puede ser examinada sin mayores problemas por el interesado. Dentro de los segundos, en los que la calidad del producto no puede ser comprobada antes de su consumo, se encuentran los mercados de los viajes o los restaurantes. Y, finalmente, en los últimos, en los que la calidad del producto no puede comprobarse ni siquiera tras su consumo, están los mercados de consulta médica y de servicios de inversión. En ambos

Con carácter general, la asimetría informativa puede ser definida en los márgenes de un contrato financiero, como aquella situación en la que el intermediario y/o emisor cuenta con información que el inversor ignora¹¹⁷ y a la que, además, no le resulta sencillo acceder. Es evidente que, sobre la base de su experiencia, recursos materiales, dotación económica, relación con los emisores, etc., las entidades financieras van a disponer de considerables cuotas de información de calidad. Desde la perspectiva de los inversores minoristas, superar las asimetrías informativas sin ninguna clase de apoyo normativo resultaría extremadamente costoso. En primer lugar, por el evidente gasto económico que supondría la recopilación de toda la información necesaria. Y, en segundo lugar, porque aun disponiendo de la misma, nada garantizaría su correcta asimilación sin un previo proceso de adecuación¹¹⁸.

Así las cosas, el paradigma de la información se ha instaurado como clave de bóveda en la protección de los inversores, y en especial de los minoristas. Prueba de ello está en el abultado número de Directivas y Reglamentos orientados a tales fines, formando un *continuum* que bien podría considerarse un «*corpus con identidad propia*»¹¹⁹. De esta forma, la transparencia informativa se sitúa, en el entramado normativo de tutela de los inversores minoristas, como un instrumento esencial para su protección¹²⁰ por una serie

casos no es posible comprobar la calidad del servicio prestado, de tal forma que depositamos nuestra confianza en la información, formación y experiencia de quien lo suministra. Se advierte, en definitiva, la existencia de tres grupos de bienes/servicios divididos, según nuestro orden expositivo, en bienes de inspección o búsqueda, bienes de experiencia y bienes de confianza. Es precisamente en este último grupo, el de los bienes de confianza, donde la asimetría informativa adquiere una dimensión notable ya que resulta extremadamente difícil para el consumidor medio comprobar la calidad del producto o servicio adquirido tanto *ex ante*, como durante o *ex post*. No ocurre lo mismo, sin embargo, en el ámbito de los bienes de inspección o de experiencia donde el riesgo es asumido por el vendedor y no por el comprador, llegando a establecerse diversos mecanismos para asegurar a este último la calidad esperada. Entre los más relevantes figura, tal y como señala, AKERLOF, G. A., “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, núm. 3, vol. 84, 1970, pp. 488 y ss., la garantía de los productos o el establecimiento de rigurosos controles de calidad por parte de los propios empresarios en aras de dotar de un mejor *pedigri* a los productos asociados a su marca.

Valga recordar que el citado artículo, entre otros, del profesor Akerlof, en el que demuestra los problemas económicos que puede originar la asimetría informativa, le supuso ganar el Premio Nobel de Economía en 2001, junto a Michael Spence y Joseph E. Stiglitz.

¹¹⁷ PULIDO BEGINES, J. L., “El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID”, ... *ob. cit.*, p. 6, ed. electrónica; BEBCZUK, R. N., *Información asimétrica en mercados financieros*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2000, p. 17.

¹¹⁸ CHOI, S. J., “A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries”, *Berkeley Business Law Journal*, núm. 1, vol. 1, 2004, pp. 45 y ss.

¹¹⁹ En este sentido, MAYORGA TOLEDANO, M. C., “La protección del inversor minorista en el Reglamento UE 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 16, 2015, p. 1, ed. electrónica. En cualquier caso, no puede negarse la relación de dependencia que se establece entre el inversor y el suministrador de servicios financieros. Una dependencia que se manifiesta a través de unas elevadas necesidades de información cuya función es, justamente, salvar esa asimetría. A título ejemplificativo de lo expuesto, *vid.* la propia Directiva MiFID II, el Reglamento MiFIR, el Reglamento Delegado 2017/565, la Directiva 2010/73 o el Reglamento 2017/1129.

¹²⁰ BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios”, ... *ob. cit.*, p. 308; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, ... *ob. cit.*, pp. 11 y ss., entre otros.

de razones, algunas ya adelantadas, pero que es preciso recoger de forma sistemática: (i) favorecen la adopción de decisiones de inversión fundamentadas y racionales; (ii) procuran un mercado más eficiente en el que los precios se fijan de forma adecuada y, en consecuencia, se produce una eficiente asignación de capitales; (iii) resulta económicamente más rentable en tanto que limita las búsquedas de información; (iv) promueve la creación de mercados éticos y competitivos, en los que se reduce la asimetría de información; (v) puede influir en la reducción de la volatilidad de los mercados, en muchas ocasiones disparada por una información sesgada; (vi) promueve la disciplina del mercado; y (vii) disminuye el fraude¹²¹.

Ahora bien, las obligaciones de información, y las consecuencias de su vulneración¹²², que recaen sobre los intermediarios financieros emanan no solo de la regulación específica del mercado de valores, sino de la normativa reguladora de los contratos financieros en el Derecho de obligaciones y contratos, de la regulación de las condiciones generales de la contratación¹²³ y de las disposiciones del TRLGDCU. En cualquier caso, no puede olvidarse que el deber general de informar que pesa sobre las ESI se fundamenta en el principio general de la buena fe, entendido como un valor supranacional difundido en todo nuestro entorno económico y cultural. Implica, como sabemos, un deber de lealtad extensible a los tratos preliminares y a la fase decisiva de formación del contrato, y se manifiesta, en este caso, en la concreta necesidad de *«proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran en este caso los concretos riesgos que comporta el producto financiero que se pretende contratar»*¹²⁴.

No obstante, debe puntualizarse que las necesidades informativas del inversor minorista no se agotan en los momentos previos a la realización del servicio de inversión negociado, esto es, la fase precontractual, antes bien, se extienden tanto al momento mismo de perfeccionamiento del contrato, como al periodo posterior. En otras palabras, las obligaciones de información del intermediario para con su cliente subsisten en tanto lo haga la propia inversión que las ha originado. Razón por la que debemos analizar la información que debe suministrarse a los inversores minoristas en función de la concreta fase de desarrollo contractual en la que se inserten las obligaciones que supone, lo que conlleva el estudio crítico de sus implicaciones en las fases precontractual y

¹²¹ Por todas *vid.* AVGOULEAS, E., “The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform”, *European Company and Financial Law Review*, núm. 4, vol. 6, 2009, p. 8, ed. electrónica.

¹²² Consecuencias que van desde multas sancionadoras, nulidad de cláusulas contractuales o de todo el contrato y la responsabilidad por daños y perjuicios, como se verá a lo largo de este trabajo.

¹²³ Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación.

¹²⁴ STS 840/2013, de 20 de enero de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:354). *Vid.* también, FERRANDO VILLALBA, L., “Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe (a propósito de la STS de 18 de abril de 2013)”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm.10, 2014; DE LOS MOZOS, J. L., *El principio de la buena fe*, Bosch, Barcelona, 1965; DÍEZ PICAZO, J. L., *La doctrina de los actos propios: un estudio crítico sobre la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Civitas - Thomson Reuters, Navarra, 2014; y WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1986

postcontractual. Se impone, no obstante lo dicho, la necesidad de abordar previamente y con espíritu reflexivo, el análisis de sus generalidades.

III. GENERALIDADES EN TORNO AL DEBER DE INFORMACIÓN

1. Periodo pre-MiFID

Si bien es cierto que a raíz de las transposiciones de los paquetes normativos MiFID I y II, el deber de información ha venido adquiriendo una relevancia cada vez mayor, no puede decirse que en el periodo anterior, al que nos referimos como pre-MiFID, no existieran ciertas previsiones que señalaremos seguidamente de forma somera¹²⁵.

Así, el artículo 79 e) de la LMV-88¹²⁶ recogía, como principio y requisito que debían cumplir las ESI cuando recibieran y ejecutaran órdenes o asesoraran a sus clientes, la obligación de mantenerles siempre informados¹²⁷.

El RD 629/1993, por su parte, expuso la necesaria claridad, concreción y comprensión que debía revestir la información facilitada a los clientes, sobre todo cuando la misma se ofreciera tras una liquidación de operaciones o servicios. Lo más relevante en términos informativos de este RD 629/1993 fue la previsión de un anexo en el que quedó recogido un *Código general de conducta de los mercados de valores*, que regulaba expresamente la información que habría que suministrar a los clientes. De esta forma quedaban sentadas una serie de obligaciones para las ESI. Entre ellas, debían suministrar a sus clientes toda la información de la que dispusieran y fuera relevante. Asimismo, deberían disponer de sistemas de información periódicos. Toda la información que se suministrase a los clientes debía ser clara, precisa, suficiente y entregada a tiempo. En ella se haría hincapié en los riesgos y debería basarse en criterios objetivos. Recaía sobre las ESI la obligación de informar a sus clientes rápidamente de cualquier incidencia, así como comunicarles cualquier vinculación económica que mantuviese la entidad con otras empresas.

¹²⁵ Para un estudio en profundidad del deber de información en la normativa pre-MiFID *vid.* AGÜERO ORTIZ, A., *El «protocolo MiFID II» y los remedios aplicados a los contratos de inversión, ... ob. cit.*

¹²⁶ Es preciso recordar que emplearemos la abreviatura LMV-88 para referirnos a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su versión vigente hasta diciembre de 2007. Se hace esta aclaración pues desde la entrada en vigor del primer texto legislativo, publicado en el BOE el 29 de julio de 1988, hasta la modificación efectuada el 20 de diciembre de 2007 por la Ley 47/2007, se sucedieron veintiocho reformas de la norma. Como quiera que citar todas las versiones del articulado resultaría desmesurado, consideramos oportuno referirnos únicamente a la última versión de la LMV vigente antes de la transposición de la MiFID I.

¹²⁷ Artículo 79 e) de la LMV-88: «Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberán atenerse a los siguientes principios y requisitos: e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados».

A nivel europeo, la DSI estableció unas normas de conducta que, entre otras cuestiones, obligaban a las entidades a transmitir de forma adecuada la información procedente en el marco de las negociaciones con los clientes¹²⁸.

De cuanto acabamos de exponer se extrae, en definitiva, la existencia de un deber de información de naturaleza diluida y, en consecuencia, excesivamente vago en su específico contenido¹²⁹. Jurisprudencialmente hablando, sin embargo, este espíritu innegablemente ambiguo o indefinido de la normativa pre-MiFID no parece haber sido advertido por jueces y tribunales. En este sentido, en un sinnúmero de resoluciones judiciales se alega la existencia de unos elevados estándares informativos que, con anterioridad a la transposición de la MiFID I, se traducían en la imposición a las ESI de unas obligaciones informativas detalladas en las que se precisara no solo el riesgo de la operación planteada, sino también las circunstancias de las que este dependía, así como los operadores económicos a los que se asociaba tal riesgo¹³⁰.

No podemos, a pesar de lo advertido por el TS, compartir íntegramente la tesis referida. Baste una rápida lectura de los citados artículos para comprobar que las obligaciones impuestas por la normativa, aplicables por razón del momento en que se celebraron los contratos, adolecen de los necesarios detalles. Tanto más evidentes cuando dicho contenido normativo es comparado con el posteriormente previsto en la MiFID. Lógicamente no puede sostenerse la existencia de un vacío normativo con anterioridad a la MiFID, pero de ahí a concluir que tales exigencias, en nuestra opinión excesivamente genéricas¹³¹, conforman *elevados estándares informativos* es querer dotar de una profundidad inexistente a las previsiones pre-MiFID. Dicho de otro modo, interpretar como se hace el articulado de la LMV-1988, el RD 629/1993, la DSI, o de la Circular 1/1996, a la luz del espíritu de la normativa MiFID supone extender a aquellos unos efectos jurídicos exorbitantes propios de un régimen desarrollado *a posteriori*¹³².

¹²⁸ Vid. Artículos 10 a 12 de la DSI.

¹²⁹ En este sentido, Vid. LÓPEZ ALONSO, L., y GUILLÉN MONGE, P., “Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión”, *Actualidad Civil*, núm. 4, 2017, pp. 2 y ss., ed. electrónica.

¹³⁰ Entre otras muchas vid. con carácter ejemplificativo, la STS 460/2014, de 10 septiembre (ECLI:ES:TS:2014:4339) y STS 560/2015, de 28 octubre (ECLI:ES:TS:2015:4583).

¹³¹ Tal y como sostienen BALLESTEROS GARRIDO, J. A., y PÉREZ GUERRA, M., “La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 299, 2016, p. 10, ed. electrónica, cuando señalan que «Estas normas (se refieren a los deberes informativos previstos en la normativa pre-MiFID) ya contenían unas exigencias rigurosas, aunque un tanto imprecisas en el detalle».

En similar sentido, VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 292, sostiene que «De todos modos, posiblemente el Tribunal Supremo se exceda en su fervor al reconocer estos precedentes. Ciertamente ya había obligaciones de este tipo, pero la normativa MiFID las puso mucho más de manifiesto, y las desarrolló con mucha más precisión y detalle».

¹³² Vid. MERCADAL VIDAL, F., “Los deberes precontractuales de información en la contratación de servicios de inversión. (Reflexiones en torno a las sentencias del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 8 y 10 de septiembre de 2014)”, ... *ob. cit.*, p. 610, quien sostiene que es posible que el TS tienda a interpretar la normativa informativa pre-MiFID con un carácter que «va más allá de lo que, guste

Y, sin embargo, es justamente esto lo que se ha venido haciendo con el propósito de extender a estas situaciones los mismos efectos contractuales que cabrían esperarse de aquellos casos en los que el incumplimiento de los deberes de información ha tenido lugar en el periodo MiFID I. Nos referimos a la prolongación de la doctrina del error como vicio del consentimiento, y más concretamente a la doctrina de la presunción del error prevista inicialmente en la celeberrima Sentencia del TS (STS) de 20 de enero de 2014 donde se estableció dicha presunción como consecuencia contractual del incumplimiento de los deberes de información, a aquellos casos en los que la contratación se ha efectuado antes de la vigencia de la MiFID I. Generalizando, en fin, una conclusión harto excepcional, como es la presunción de un consentimiento viciado por el incumplimiento de unas diligencias informativas previstas pero no reforzadas en la normativa vigente en ese momento¹³³.

Distinto habría sido, tal y como se hace en la citada Sentencia de enero de 2014, partir de las obligaciones informativas que derivan del deber general de actuar conforme a la buena fe, más que del incumplimiento de unos deberes pre-MiFID necesitados de mayores puntualizaciones. Sin perjuicio del mayor desarrollo que requiere la cuestión y que abordaremos en el apartado IV de este mismo capítulo, baste por ahora citar la parte del texto de la STS de 20 de enero de 2014 referida a la buena fe al manifestar que *«todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate. Este principio general es una consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe, que se contiene en el art. / CC y en el derecho de contratos de nuestro entorno económico y cultural, reflejo de lo cual es la expresión que adopta en los Principios de Derecho Europeo de Contratos (The Principles of European Contract Law -PECL- cuyo art. 1:201 bajo la rúbrica "Good faith and Fair dealing" ("Buena fe contractual"), dispone como deber general: "Each party must act in accordance with good faith and fair dealing" ("Cada parte tiene la obligación de actuar conforme a las exigencias de la buena fe"). Este genérico deber de negociar de buena fe conlleva el más concreto de proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran en este caso los concretos riesgos que comporta el producto financiero que se pretende contratar»*¹³⁴.

Tampoco puede dejar de mencionarse, a mayor abundamiento, que se parte igualmente en los pronunciamientos judiciales, cuyo tenor no compartimos, de la desatención de unas obligaciones –las informativas–, especialmente relevantes para los inversores

o no, en ella se establece, aproximándola al régimen jurídico que entró en vigor solo en un momento ulterior al de la celebración de los contratos en cuestión».

¹³³ Volveremos más adelante sobre la doctrina del error como vicio del consentimiento, *vid.* Primera Parte, Capítulo III, apartado IV: Controversias generadas por la defectuosa aplicación de los deberes de evaluación de idoneidad y/o conveniencia: la doctrina del error vicio.

¹³⁴ *Vid.* STS 840/2013, de 20 de enero (ECLI: ES:TS:2014:354).

minoristas¹³⁵. Categoría esta simplemente esbozada en los Considerandos de la DSI¹³⁶, pero no desarrollada sino hasta la transposición de la MiFID I. Con lo que, asimismo, no es posible hablar de unos deberes de información intensificados por dirigirse a cubrir las necesidades de un perfil que no se encontraba previsto en la norma, por mucho que en la operativa propia de las entidades, estas sí atendieran a una clasificación propia de los clientes. Así las cosas, las obligaciones de información en la normativa pre-MiFID oscilaban en torno a una concepción única de cliente que abarcaba tanto a profesionales como a minoristas.

2. Periodo MiFID I

Al abrigo de la denominación que hemos dado a este apartado, haremos referencia conjunta a las novedades introducidas en materia informativa por el paquete normativo MiFID I, así como a la transposición de las mismas a nuestro ordenamiento¹³⁷. Labor que abordaremos, como es propio, con espíritu crítico cuando sea necesario.

Debemos partir, por tanto, del estudio del contenido del artículo 19 MiFID I, cuyo primer apartado recoge la obligación impuesta a las ESI de actuación honesta, imparcial y profesional, en el mejor interés de los clientes. Asimismo, se establece, respecto de toda clase de información que se suministre al inversor, incluso la de carácter publicitario la cual habrá de identificarse como tal, la necesidad de que sean imparciales, claras y no engañosas¹³⁸. Sobre las generalidades que debe cumplir el deber de información, continúa el apartado tercero del mismo artículo advirtiendo que, habrá de proporcionarse de manera comprensible al cliente, efectivo o potencial, información adecuada sobre la ESI y sus servicios, los centros de ejecución de órdenes, gastos y costes asociados, así como

¹³⁵ Constituye un ejemplo paradigmático la tantas veces citada STS 559/2015, de 27 de octubre (ECLI: ES:TS:2015:4451) en la que se señala «Dicho de otro modo, en la contratación de estos contratos financieros con **inversores minoristas** o no profesionales, con independencia de cómo se denomine el contrato y de si van ligados a una previa operación financiera, como es el caso, o son meramente especulativos, regían los deberes de información de la normativa pre MiFID». En el mismo sentido, la STS 694/2016, de 24 de noviembre, (ECLI: ES:TS:2016:5233) vuelve a reiterar que «constituye jurisprudencia constante de esta sala que tanto bajo la normativa MiFID (en concreto el art. 79 bis.3 LMV), como bajo la pre-MiFID (el art. 79 LMV y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo), en la comercialización de productos complejos por parte de las entidades prestadores de servicios financieros a **inversores no profesionales** existe una asimetría informativa, que impone a dichas entidades financieras el deber de suministrar al cliente una información comprensible y adecuada de las características del producto y los concretos riesgos que les puede comportar su contratación. Aunque por sí mismo el incumplimiento de los reseñados deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio en la contratación del producto financiero, la previsión legal de estos deberes, que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con **clientes minoristas**, incide en la apreciación del error».

¹³⁶ Específicamente el Considerando refería que «uno de los objetivos de la presente Directiva es garantizar la protección de los inversores; que, a tal efecto, resulta conveniente tener en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional».

¹³⁷ Sin perder de vista que nos referiremos exclusivamente a las generalidades de la obligación de información, dejando para el siguiente apartado, el análisis de las concretas disposiciones previstas con carácter precontractual, contractual y postcontractual.

¹³⁸ Artículo 19.2 MiFID I.

información sobre los instrumentos financieros y estrategias de inversión que se propongan. Respecto de esta última, deberían incluirse tanto orientaciones como advertencias apropiadas sobre los riesgos. La finalidad de estas provisiones informativas, a día de hoy de sobra conocidas, es contribuir a la comprensión de la naturaleza y riesgos de las operaciones, permitiendo mediante este recurso, la adopción de decisiones plenamente conscientes.

La confianza depositada en las obligaciones informativas de las entidades para con sus clientes, refuerza la caracterización del inversor minorista como un sujeto racional, autónomo, capaz de asimilar el conjunto de datos que se le provee y sobre ellos efectuar elecciones informadas. Se asienta el paradigma de la información como el eje central de las políticas de tutela de los inversores minoristas.

En todo caso, y retomando el hilo de nuestro discurso, debemos continuar apuntando que el desarrollo posterior de las obligaciones de información quedó recogido en la Directiva 2006/73/CE, donde se establecieron de forma más concreta los requisitos que debía revestir la información que se proporcionase a los inversores. Unos requisitos que, además, debían atender, y aún hoy lo hacen, en primer lugar, al perfil del cliente, resultando más rigurosos cuando se trate de un minorista¹³⁹, y, en segundo lugar, al riesgo asociado a los instrumentos financieros¹⁴⁰.

Así las cosas, el artículo 27 de la citada Directiva 2006/73/CE acogió las condiciones que debe cumplir la información para poder considerarla imparcial, clara y no engañosa. A tales efectos y de forma sumaria, se advierte que deberá ser exacta, suficiente, presentada de forma que sea comprensible por el grupo de clientes a los que se dirige, debiendo procurar que en ella no se ensalcen los beneficios de una operación sin referirse igualmente a los riesgos de la misma, por lo que no podrá encubrirse, minimizarse u ocultarse advertencias o declaraciones importantes (art. 27.2).

Es evidente que el requisito por el que la ESI debía garantizar que la información fuese comprendida por el miembro promedio del grupo al que se dirige, plantearía, y aun hoy lo sigue haciendo, importantes desafíos para las entidades que, en un contexto transfronterizo y paneuropeo, pueden llegar a ofertar sus instrumentos y servicios financieros a una pluralidad de inversores de diferentes capacidades. Determinar entre ellos quién se instituye como adalid de la categoría de inversores minoristas no ha sido, ni es, labor sencilla.

Respecto a la información susceptible de generar en el inversor unas expectativas superiores a la realidad, esto es, cuando se establezcan comparaciones, se citen resultados

¹³⁹ Debemos recordar que la delimitación entre inversores minoristas, profesionales y contrapartes elegibles se estableció en la MiFID I. *Vid. vid.* Primera Parte, Capítulo I, apartado 4: Las diversas categorías de clientes y su relación con el concepto de consumidor.

¹⁴⁰ Similar circunstancia sucede respecto de la diferenciación entre productos financieros complejos y no complejos, también prevista inicialmente en la MiFID I.

pasados o futuros, vemos que se optó por un enfoque restrictivo y sometido al cumplimiento de ciertos parámetros. Así, cuando en la información se establezcan comparaciones, bien entre los propios instrumentos o servicios, bien entre las personas que los prestan, esta deberá ser pertinente, imparcial y equilibrada, especificando las fuentes, y aludiendo a los hechos o hipótesis empleados para hacer la comparación (art. 27.3). Del mismo modo, si quisiesen citarse resultados anteriores, la información habría de cumplir una serie de condiciones entre las que figura que dicha referencia no sea el elemento más destacado de la comunicación, así como una advertencia en la que se ponga sobre aviso al inversor minorista que los «*resultados anteriores no son un indicador fiable de resultados futuros*» (art. 27.4)¹⁴¹. Al hilo de lo anterior, si las referencias versaran sobre resultados futuros, en lugar de pretéritos como era el caso anterior, la información a ofrecer no deberá basarse en datos históricos de naturaleza simulada, ni podrá hacerse referencia a los mismos¹⁴².

Sin poner en duda la labor tuitiva de la MiFID I desde la perspectiva de la información, lo cierto es que se esperaba del inversor el desarrollo de unas capacidades que no poseía. Enfrentarse con éxito a los datos suministrados y comprender adecuadamente referencias financieras sofisticadas, superó con creces las cualidades descodificadoras de quienes, si se nos permite el recurso al vocabulario popular, resultó incapaz de “separar el grano de la paja”. Es innegable que pese a los esfuerzos europeos por facilitar la comprensión de la información, el escenario final fue de profunda confusión.

La Directiva MiFID I, como sabemos, fue incorporada a nuestro ordenamiento a través de la Ley 47/2007, cuyas previsiones modificaron la entonces vigente normativa del mercado de valores, añadiendo un Capítulo I al Título VII. Del nuevo texto resultante, hoy derogado, nos interesa particularmente el artículo 79 bis por ser donde quedaron fijadas las disposiciones señaladas del artículo 19 de la MiFID I relativas al deber de información, si bien manifestándose la necesidad de desarrollo reglamentario de las

¹⁴¹ Asimismo también se establece que en los resultados históricos se incluyan datos relativos a los cinco años inmediatamente anteriores, debiendo indicar tanto el periodo de referencia como la fuente de la información. En caso de que los datos aludieran a resultados expresados en otra divisa, habrá de advertirse al cliente sobre las posibles fluctuaciones que puede experimentar el rendimiento de la moneda en cuestión. Finalmente, como parte de la cita de resultados anteriores, y en caso de que esta hiciese referencia a importes brutos, deberá constar igualmente el efecto de comisiones, honorarios u otras cargas. *Vid.* Artículo 27.4 Directiva 206/73. De igual forma, es posible también que los resultados históricos sobre un instrumento o un índice financiero sean de carácter simulado, en cuyo caso a tenor de lo dispuesto en el artículo 27.5, «*deberán basarse en los resultados históricos reales de uno o más instrumentos financieros o índices financieros que sean idénticos, o subyacentes, al instrumento financiero del que se trate*», debiendo, en cualquier caso, advertir de forma visible que ello no constituye un indicador fiable de resultados futuros.

¹⁴² En la misma línea, continúa el artículo 27.6 señalando que dichos datos futuros «*deberán basarse en supuestos razonables respaldados por datos objetivos*», advirtiendo de forma visible que dichas «*previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros*».

mismas¹⁴³. Exigencia que se vería colmada en los artículos 60 a 70 del RD 217/2008, con el que, además, se completaba la transposición de la Directiva 2006/73/CE¹⁴⁴.

3. Periodo MiFID II

Debe completarse este apartado en el que hemos examinado las generalidades del deber de información con las previsiones que, respecto a la misma, se contienen en la MiFID II. Esta última producto de la refundición parcial de la MiFID I como consecuencia de las constatadas debilidades evidenciadas por la crisis financiera que, además, vinieron a unirse a la evolución de los mercados financieros y el aumento del número de inversores minoristas que intervienen en ellos¹⁴⁵.

En particular, vuelve a reiterarse, ahora en el artículo 24.3 MiFID II, la necesaria imparcialidad, claridad y carácter no engañoso que debe revestir a toda la información que se facilite a los inversores minoristas, incluyendo igualmente las comunicaciones publicitarias que deberán identificarse como tales. Se considerará que una información es engañosa si tiende a confundir a sus destinatarios, sin importar que quien la emita la considere engañosa o pretenda que lo sea. Asimismo, quedan incluidas las comunicaciones comerciales debido a su gran poder disuasorio entre los inversores minoristas, entre quienes sería muy difícil contrarrestar *a posteriori* y mediante la distribución de información obligatoria, la influencia inicial ejercida por aquellas.

Nótese que de conformidad con lo dispuesto en el Considerando 73 del Reglamento Delegado 2017/565¹⁴⁶, se contempla, como excepción a esta provisión de información, que la ESI haya suministrado al cliente una copia del folleto informativo siempre que este haya sido redactado y publicado de acuerdo con las directrices de la Directiva 2003/71¹⁴⁷, y la ESI es, además, responsable de la información que dicho folleto contenga.

¹⁴³ Dicha previsión en concreto se recoge en el primer párrafo del artículo 79 LMV-2007 cuyo tenor literal advierte que «*las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo*».

¹⁴⁴ Esquemáticamente hablando y desde el punto de vista de las generalidades que debe cumplir la información a suministrar a los inversores minoristas, las previsiones señaladas en el artículo 27 de la Directiva 2007/73/CE, quedaron recogidas en el artículo 60 RD 217/2008 en su versión antes de la entrada en vigor del Real Decreto 1464/2018.

¹⁴⁵ *Vid.* Considerandos 3 y 4 MiFID II donde se menciona la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, así como de los mercados extrabursátiles. Objetivos que se alinean con las previsiones de aumentar la transparencia y la protección de los inversores, al tiempo que también se procede a reforzar la confianza, así como abordar los ámbitos no regulados.

¹⁴⁶ Reglamento Delegado 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

¹⁴⁷ Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

Adicionalmente, el artículo 24.5 MiFID II, también prevé la ya mencionada referencia a la comprensibilidad de la información que deberá permitir a los clientes, tanto actuales como potenciales, comprender la naturaleza y riesgos del servicio y/o instrumento financiero, de tal forma que puedan tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa.

La MiFID II fue completada, con respecto al deber de información, por el Reglamento Delegado 2017/565, cuyo artículo 44 recoge con mayor detalle las generalidades a las que nos hemos venido refiriendo. De la lectura simultánea del encabezamiento del mencionado artículo y su apartado 1, es posible inferir que las ESI que proporcionen información en la que se satisfacen las condiciones establecidas en los apartados 2 a 8 del Reglamento Delegado 2017/565, cumplen también con los citados requisitos del artículo 24.3 MiFID II (imparcialidad, claridad y certeza), por lo que las condiciones establecidas en una y otra disposición deben leerse e interpretarse de manera coherente¹⁴⁸.

Queda indicado en el citado precepto que aquella información que se dirija tanto a clientes minoristas como profesionales deberá, además de incluir el nombre de la ESI que la emite, ser exacta y ofrecer, de forma imparcial y visible, referencia a los riesgos del servicio o producto. A tales efectos, deberá emplear para ello una fuente tipográfica cuyo tamaño sea, como mínimo, igual al de la fuente predominante. Nos resulta llamativo a este respecto que para referirse al tamaño de la letra en que deberán expresarse los riesgos, no se haga referencia a las mismas dimensiones que se hayan utilizado o se vayan a utilizar para referirse a los beneficios. Y es que podría suceder que los beneficios se expresaran en una tipología mayor, empleando otra de menores dimensiones para referirse a los riesgos siempre que esta concuerde con la fuente predominante en toda la información facilitada.

La referencia a los riesgos, en todo caso, se interpretará en sentido amplio y deberá recoger de manera clara y visible los inconvenientes y deficiencias cuando se haga mención de los beneficios potenciales del servicio o instrumento financiero¹⁴⁹.

Asimismo, continúa señalando el artículo 44 del Reglamento Delegado 2017/565, la información ha de ser suficiente y deberá poder ser comprendida por cualquier integrante medio del grupo al que se dirige. En otras palabras, la información deberá poder ser entendida bien por el inversor minorista medio, bien por el inversor profesional medio.

Resulta imprescindible detenernos en este punto y analizar con mayor detalle una serie de cuestiones que, en nuestra opinión, resultan relevantes a la luz de lo apuntado.

¹⁴⁸ BRENNCKE, M., “Commentary on MiFID II conduct of business rules, Arts 21- 30 MiFID II”, en *Financial services law* (LEHMANN, M., y KUMPAN, C., Eds.), Hart Publishing, Oxford, Reino Unido, 2017, pp. 21 y ss.

¹⁴⁹ *Vid.* Considerando 67 del Reglamento Delegado 2017/565.

En primer lugar, debemos señalar que pese a la suficiencia que expresamente se dispone respecto de la información que suministrarán las ESI a sus clientes *ex* artículo 44.2 d) del Reglamento Delegado 2017/565, no se incluye a continuación ninguna otra especificación aclaratoria, por lo que el interrogante que subsiste y no se aclara es para qué debe ser “suficiente” la información que se proporcione¹⁵⁰.

En segundo lugar, hemos de referirnos a la extensión a los inversores profesionales de los requisitos de imparcialidad, claridad y veracidad de la información. Una novedad que se contrapone a lo previsto en MiFID I, y más concretamente en la Directiva 2006/73/CE, donde se advertía que los requisitos de información resultaban menos rigurosos para los clientes profesionales habida cuenta de su mayor capacidad, salvo escasas excepciones, de identificar por sí mismos aquella información que necesitaran para adoptar sus propias decisiones de inversión¹⁵¹. Adviértase, no obstante, que dichos requisitos del artículo 44 del Reglamento Delegado 2017/565, se incardinan en exclusiva en torno a los inversores minoristas y profesionales. Las contrapartes elegibles solo formarán parte del reforzamiento de los deberes informativos en cuanto a la divulgación de los costes y gastos. Así, tanto en el Considerando 74 del Reglamento Delegado 2017/565 se prevé que las ESI deberán informar a las contrapartes elegibles de *«todos los costes y gastos establecidos en el presente Reglamento cuando, con independencia del servicio de inversión prestado, el instrumento financiero en cuestión tenga un derivado implícito y vaya a ser distribuido a sus clientes»*. No obstante, es posible pactar una limitación de los requisitos siempre que con ello no se contravenga lo dispuesto en el artículo 24.4 MiFID II (art 50.1 *in fine* del Reglamento Delegado 2017/565).

En tercer lugar, y como quiera que nuestro objeto de estudio se circunscribe en exclusividad al inversor minorista, hemos de detenernos con voluntad reflexiva en el concreto requisito de la información, previsto en el mencionado artículo 44 del Reglamento Delegado 2017/565, que señala que la misma deberá resultar comprensible *«para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige, o para los receptores probables de la información»*. Esta cuestión nos suscita una serie de interrogantes. No obstante, procede inicialmente alabar la referencia a la figura del inversor minorista medio. Qué duda cabe que un enfoque proteccionista que comprenda las vulnerabilidades y necesidades de un grupo en particular de inversores, permite mejorar la tutela ofrecida, en lugar de si se optara por un modelo único para todos¹⁵². A día de hoy, en los mercados modernos conviven una pluralidad heterogénea de inversores cuyas particularidades justifican un marco tuitivo diferenciado¹⁵³.

¹⁵⁰ En relación con esta falta de determinación BRENNCKE, M., “Commentary on MiFID II conduct of business rules, Arts 21- 30 MiFID II”, ... *ob. cit.*, pp. 26, y *Regelung der Werbung im Bank- und Kapitalmarktrecht*, Schulthess y Nomos, Zurich, 2013, pp. 732 y ss.

¹⁵¹ *Vid.* Considerando 44 Directiva 2006/73/CE.

¹⁵² En análogo sentido, GENTILE, M., LINCIANO, N., LUCARELLI, C., y SOCCORSO, P., “Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise”, *Quaderni di finanza*, núm. 82, 2015, p. 55, disponible en <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf82.pdf/58dc22f8-504b-4bad-9679-610306359dfc>

¹⁵³ LIN, T. C. W., “Reasonable Investor(s)”, *Boston University Law Review*, vol. 95, 2015, p. 504.

Sin embargo, a falta de mayores concreciones, nos planteamos, ¿qué características debe revestir un inversor minorista para ser considerado como integrante medio de su grupo? En particular, ¿quién es el inversor minorista medio?

El establecimiento de la figura de un integrante medio de un determinado grupo, instaurada como eje de referencia regulatoria, no es un asunto excesivamente novedoso. De hecho, en la Directiva sobre prácticas comerciales desleales, se tomaba como referencia «*al consumidor medio, que, según la interpretación que ha hecho de este concepto el Tribunal de Justicia, está normalmente informado y es razonablemente atento y perspicaz, teniendo en cuenta los factores sociales, culturales y lingüísticos*»¹⁵⁴. Más en el ámbito financiero, empero, no está claro cuál es el perfil del inversor minorista medio, así como qué conocimientos se esperan como mínimo de él.

Es preciso destacar que una abultada cantidad de estudios ha venido demostrando que, con carácter general, el nivel de conocimientos financieros de los inversores es muy bajo¹⁵⁵. Una conclusión dolorosamente evidente tanto a nivel europeo como nacional, donde el escaso discernimiento en esta materia se tradujo en comportamientos crediticios perjudiciales, como la excesiva acumulación de deudas o la solicitud de préstamos con altos costes. Amén, claro está, de todos los abusos sufridos por parte de las entidades comercializadoras¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Considerando 18 Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) núm. 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo. En este línea en su artículo 5.2 se establece que se considerará una práctica comercial como desleal si esta «*distorsiona o puede distorsionar de manera sustancial, con respecto al producto de que se trate, el comportamiento económico del consumidor medio al que afecta o al que se dirige la práctica, o del miembro medio del grupo, si se trata de una práctica comercial dirigida a un grupo concreto de consumidores*». Directiva 2005/39/CE que fue transpuesta a nuestra Ley de Competencia Desleal a través de la Ley 29/2009 y, en relación con el aspecto que ahora tratamos, *vid.* su extenso artículo 4.

¹⁵⁵ Como muestra orientativa, *vid.* los trabajos de HASTINGS, J. S., MADRIAN, B. C., y SKIMMYHORN, W. L., “Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper núm. 18412, 2012, pp. 9 y ss., quienes se muestran particularmente preocupados por el número de personas que adoptan decisiones financieras poco óptimas, así como por los efectos que ello puede llegar a provocar en el mercado. LUSARDI, A., y MITCHELL, O. S., “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper núm. 18952, 2013, pp. 2 y ss., plantean que de la observación de la operativa diaria en los mercados se desprende que muy pocas personas poseen los extensos conocimientos financieros necesarios para formular y ejecutar planes complejos. Añadiendo además que, entre las múltiples razones, es posible identificar el precio que supone la adquisición de tales conocimientos. Por su parte, STOLPER, O. A., y WALTER, A., “Financial literacy, financial advice, and financial behavior”, *Journal of Business Economics*, vol. 87, núm. 5, 2017, pp. 583 y ss., advierten que la falta de conocimientos financieros puede llegar a significar para los inversores una notable pérdida de oportunidad que se manifiesta en el desaprovechamiento de inversiones financieras recomendadas.

¹⁵⁶ No puede ignorarse que los comportamientos de los inversores influyen de manera directa en la estabilidad de los mercados financieros, dando lugar a un círculo vicioso que se inicia, como hemos dicho, con una desacertada operación de inversión, que da lugar a una errónea fijación de los precios, lo que a su vez propicia la deficiente asignación de capitales.

Así las cosas, hemos de cuestionarnos si en la MiFID II se ha tenido en cuenta este perfil de inversor poco instruido o si, por el contrario, se ha tomado como referencia, esto es, como inversor minorista medio, a una figura poco acorde con la realidad.

En la búsqueda de respuesta a este interrogante, hemos de avanzar que en la letra de la propia Directiva se incorporan supuestos en los que se presume un nivel de conocimientos financieros para el inversor minorista medio que pueden resultar muy superiores a los que realmente ostentan. Para ilustrar esta conclusión preliminar es preciso remitirnos al contenido del artículo 25.4 MiFID II cuyo tenor prevé la prestación del servicio de solo ejecución o *execution-only* sin necesidad de someter al inversor minorista a las pruebas de idoneidad o conveniencia¹⁵⁷. Al estudio pormenorizado de estas hemos dedicado el siguiente capítulo de este trabajo, sin perjuicio de lo cual debemos mencionar que la evaluación de idoneidad es requerida cuando se preste el servicio de asesoramiento o gestión de carteras, mientras que la evaluación de la conveniencia será preceptiva cuando se preste cualquier otro. La finalidad de ambas evaluaciones, idoneidad y conveniencia, es la obtención de información acerca de los conocimientos y experiencia de los clientes en el ámbito de la inversión. Sin embargo, el servicio de solo ejecución o *execution-only* constituye una excepción, pues podrá ser prestado sin necesidad de evaluar de ninguna forma al cliente siempre que se cumplan los requisitos del artículo 25.4 MiFID II. Lógicamente y dado el limitado nivel de protección que este servicio comportará para los inversores, el propio artículo restringe los instrumentos financieros respecto de los cuales podrá prestarse el servicio de solo ejecución o *execution-only* [art. 25.4 a) MiFID II]. Es así que solo podrá brindarse en relación con instrumentos financieros no complejos. Esta particular coyuntura nos permite concluir que en MiFID II se presupone que el inversor minorista medio posee un nivel mínimo de conocimientos financieros tal que, excluida la necesidad de evaluación de conveniencia, le permitirían, como mínimo, comprender la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros no complejos únicamente consultando la información exigida en el artículo 24, apartados 4 y 5 de la MiFID II¹⁵⁸.

A la vista de cuanto antecede, no podemos compartir este planteamiento de la MiFID II que reconoce en los inversores minoristas unas capacidades cognoscitivas mínimas que les permitirían comprender los pormenores de la inversión en instrumentos financieros no complejos, solamente basándose en la información que se les suministra, de tal suerte que sobre la entidad no recaería más obligación que la de, precisamente, poner a su disposición tal información en los casos de prestación del servicio de solo ejecución o *execution-only*.

¹⁵⁷ Sobre el servicio de solo ejecución o *execution-only*, *vid.* Capítulo III, apartado II.5: Ejecución, recepción y transmisión de órdenes de clientes. El servicio de solo ejecución o *execution-only*. En cuanto a las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, *vid.* Capítulo III, apartado II: La evaluación de la idoneidad y conveniencia en MiFID II.

¹⁵⁸ En este mismo sentido, BRENNCKE, M., “The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation”, *European Business Organization Law Review*, núm. 4, vol. 19, 2018, pp. 866 y ss.

Así las cosas, en la definición de las características del inversor minorista medio hemos de poner en duda el enfoque regulatorio mantenido hasta ahora, y por el que se aglutinan bajo la categoría de inversores minoristas a todos aquellos inversores que no son contrapartes elegibles, o no encajan en los criterios de los profesionales. Repárese en que mientras la categoría de cliente profesional, así como la de contraparte elegible, se encuentran detalladas en la MiFID II, la de cliente minorista se constituye de forma residual, siendo considerado como tal aquel cliente que no sea profesional. De esta forma se constituye una clase de inversores –los minoristas–, tan heterogénea como abstracta, que engloba no solo a inversores individuales, sino también aquellas empresas que no cumplen con los criterios cuantitativos para ser consideradas como perfil profesional, y de la que se espera, *ex artículo 44.2 d)* del Reglamento Delegado 2017/565, que resulte un integrante medio.

Tan importante como proteger a todos los inversores, es reconocer que no todos son iguales y, por lo tanto, no todos precisan el mismo tipo de protección. De ahí que, en nuestra opinión, sea necesario definir diversas tipologías de inversores minoristas que se alejen de la actual concepción de *talla única*. Desde luego es una opción que parece plausible desde múltiples ángulos que pasamos a detallar a continuación.

En primer lugar, es evidente que se trata de una opción que resulta acorde a los tiempos actuales en los que el constante desarrollo tecnológico está atrayendo a los mercados a inversores de muy diverso perfil. Ello daría la oportunidad al regulador de reexaminar la anticuada y excesiva amplitud del concepto de inversor minorista hoy mantenida, en favor de una concepción mucho más detallada y en la que se reconozcan, a su vez, los diferentes perfiles y grados de vulnerabilidad que conviven bajo esta amplia categoría.

En segundo término, una subdivisión de la categoría de los inversores minoristas como la que sostenemos resulta actualmente sumamente necesaria en tanto que la sofisticación y experiencia de estos revisten gran heterogeneidad. En esencia, e informativamente hablando, no presentarán las mismas necesidades quien acumula años de experiencia respecto de quien se inicia en estas lides. Una excesiva adaptación de la información para hacerla comprensible al inversor menos experimentado, podría resultar insuficiente para aquel más versado. Mientras que una información orientada a quien posee ya ciertas destrezas, podría ser harto complicada de entender para quien no las posee. De hecho, la fórmula del *inversor medio* también podría implicar que quien se encuentra en la parte más baja de la escala de conocimientos y experiencia, no llegara a comprender la verdadera naturaleza de la operación.

En tercer lugar, esta propuesta que a primera vista podría parecer una empresa de gran envergadura y dificultad, en la que habría que recoger y analizar grandes partidas de datos, no es en realidad un ejercicio tan ímprobo. Piénsese que la mayoría de los inversores emplean unas pautas comerciales específicas, de las que es posible extraer sin demasiada dificultad, unas características objetivas de sus hábitos de consumo e

inversión¹⁵⁹. Pero es que, a mayor abundamiento, dichos datos ya se encuentran a disposición de las ESI y, por si fuera poco, el increíble avance de la tecnología de *big data* permitiría un procesamiento adecuado de grandes volúmenes de datos.

En cuarta instancia, esta división que defendemos no supondría un hecho nuevo para las ESI si tenemos en cuenta que la MiFID II contempla la posibilidad rebajar el nivel de protección de aquellos inversores minoristas que renuncien expresamente a su tratamiento como tal, siempre que se cumplan determinados requisitos¹⁶⁰. Siguiendo esta misma senda, las ESI podrían modular sus obligaciones en función del tipo de inversor minorista del que se trate.

En quinto lugar, aunque estrechamente relacionada con la anterior, podría decirse que a nivel nacional ya se han tenido en cuenta, si bien no de forma taxativa, diversas tipologías de inversores minoristas a fin de determinar la existencia o no de un error capaz de viciar el contrato. Así, por ejemplo, en la STS del Pleno de 8 de septiembre de 2014¹⁶¹ se negó la existencia de error invalidante a una inversora minorista con un perfil de riesgo avanzado, familiarizada con los productos financieros de mayor rentabilidad y riesgo, dotada de suficientes conocimientos y experiencia y que, además, siempre actuaba con la ayuda de un asesor financiero. En este caso en concreto, entendió el TS que no se daban condiciones de asimetría informativa. Pronunciamento que, en similares términos, se repite en la STS de 28 de septiembre de 2018, donde se entendió que la experiencia y capacitación profesional del demandante, que había sido empleado de un banco, habiendo llegado incluso a ser director de una sucursal, se oponía a la prestación de un consentimiento viciado por falta de información¹⁶². En ambos casos, los actores fueron clasificados por el TS como inversores *equivalentes* a los inversores profesionales.

Esta asimilación realizada por el TS contrasta con lo declarado por el TJUE en su reciente Sentencia de 3 octubre 2019¹⁶³. La finalidad de este pronunciamiento residía en determinar la naturaleza de consumidor de quien, a la sazón, estudiante y trabajadora a tiempo parcial, poseía conocimientos respecto de los instrumentos financieros complejos con los que operaba, emitía órdenes compra de forma activa y personal, y además, manejaba cantidades de notable envergadura. Nótese de lo dicho hasta ahora que, en virtud de la doctrina de nuestro Alto Tribunal, un perfil como el descrito habría sido equiparado a un inversor profesional. Senda que, sin embargo, no sigue el TJUE que considera que la protección como consumidora de la actora, proveniente del contrato concertado con la ESI demandada, no se encuentra limitada a: cuantías determinadas, por lo que nada aporta para rebatir tal condición, la de consumidora, que las operaciones

¹⁵⁹ AVGOULEAS, E., “The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform”, ... *ob. cit.*, pp. 36 y ss., ed. electrónica.

¹⁶⁰ Dichos requisitos ya fueron expuestos en el Capítulo I, apartado 4: Las diversas categorías de clientes y su relación con el concepto de consumidor.

¹⁶¹ STS 458/2014, de 8 septiembre (ECLI:ES:TS:2014:3813).

¹⁶² STS 537/2018 de 28 septiembre (ECLI:ES:TS:2018:3355).

¹⁶³ TJUE, Sentencia de 3 de octubre de 2019, caso Jana Petruchová/FIBO Group Holdings Limited, C-208/18, (ECLI:EU:C:2019:825).

llevadas a cabo comportaran altas sumas de capital; naturaleza arriesgada de los productos contratados, que en nada obsta a la clasificación como consumidor de quien los adquiera; los conocimientos y experiencia del cliente, que no deben entenderse como elementos definitorios de la categoría de consumidor, pues será consumidora la persona física que actúe con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión; el comportamiento activo, que tampoco debe ser tenido en cuenta para destruir la presunción de consumidora de la actora toda vez que no se exige «*un comportamiento particular por parte del consumidor en cumplimiento de un contrato celebrado para un uso ajeno a su actividad profesional*»¹⁶⁴.

Lo que ahora nos ocupa, a la luz del contraste de las posturas sostenidas por el TS y el TJUE, es una cuestión harto trascendental, por lo que es imprescindible detenernos y abordar con mayor detalle y visión crítica esta duplicidad de criterios.

Como puede colegirse de la lectura de los argumentos ofrecidos por el TJUE, el concepto de consumidor perfilado en este caso resulta, desde nuestra modesta opinión¹⁶⁵, demasiado encorsetado, estricto o incluso intransigente¹⁶⁶. Hemos de tener en cuenta que, en el contexto comunitario el concepto de consumidor responde, tal y como señalamos *ut supra*¹⁶⁷, a una persona física cuya actuación o propósito es ajeno a su actividad profesional. Un concepto que, como también vimos, no hacía referencia a las personas jurídicas, al contrario de lo que sucede en el ámbito nacional en el que sí están previstas a renglón seguido de aquellas. En todo caso, lo que ahora nos interesa hacer notar es la rigidez interpretativa del TJUE que desatiende cualesquiera otras circunstancias que pudieran incidir en la concepción de consumidor para atender solamente a una lectura *ad pedem litterae* del término. Descartados los argumentos de cuantía, asiduidad y riesgo de las operaciones, al Tribunal tan solo interesa si el uso es personal o profesional. Es preciso traer a colación con voluntad recapituladora que en los casos de contratos con doble finalidad, debe atenderse al vínculo existente entre el contrato y la actividad profesional

¹⁶⁴ Por consiguiente, concluye el TJUE, «*aunque corresponde al órgano jurisdiccional remitente determinar si la Sra. Petruchová –la actora–, en sus relaciones contractuales con FIBO –la ESI–, ha actuado efectivamente al margen e independientemente de toda actividad profesional, y extraer las correspondientes consecuencias en lo atinente a la calidad de “consumidor” de aquella, procede observar que, en principio, factores como el valor de las operaciones efectuadas en virtud de contratos CFD, la importancia de los riesgos de pérdidas económicas que conlleva suscribir tales contratos, los eventuales conocimientos o experiencia de la Sra. Petruchová en el sector de los instrumentos financieros o incluso su comportamiento activo en la realización de tales operaciones carecen de pertinencia, por sí solos, a los efectos de dicha calificación*».

¹⁶⁵ Opinión compartida por ROMERO GARCÍA-MORA, G., “La condición de consumidor en los casos de actividad inversora. La discordancia entre la reciente doctrina del TJUE (STJUE 3 octubre 2019, Petruchová, as. C-208/18) y la jurisprudencia del TS”, *Diario La Ley*, núm. 9528, 2019, pp. 1 y ss., ed. electrónica. En contra, PAREDES PÉREZ, J. I., “La noción de consumidor a efectos de la aplicación de los foros de protección del Reglamento de Bruselas I bis a litigios relativos a instrumentos financieros y de inversión”, *La Ley Unión Europea*, núm. 75, 2019, pp. 1 y ss., ed. electrónica.

¹⁶⁶ Huelga recordar que estas opiniones deben entenderse en el contexto en que se generan, esto es, de estudio, análisis y reflexión, en fin, de investigación. Así, nada tienen de peyorativas sino que deberán ser contempladas como acicate al debate jurídico que es, precisamente, la razón que subyace a trabajos de esta envergadura.

¹⁶⁷ *Vid.* Nota al pie núm. 48.

de quien lo suscribe. Un vínculo que, de ser insignificante o marginal, supone el reconocimiento de la condición de consumidor. Sin embargo, en el ámbito del pronunciamiento que ahora examinamos ninguna circunstancia fue tomada en cuenta, pese a que de la frecuencia con la que operaba la Sra. Petruchová, los conocimientos que poseía y las cifras de capital que estaba dispuesta a arriesgar, podría haberse establecido un nexo más que reforzado con el ejercicio profesional de la actividad de inversión¹⁶⁸. A nuestro juicio, todas estas eventualidades debieron ser tenidas en cuenta por el Tribunal para negar la naturaleza de consumidora a quien, por otra parte, no insta el proceso judicial por una falta de información sufrida o por las consecuencias de una omisión de los deberes evaluadores de la ESI, sino que lo hace porque sus beneficios percibidos podían haberse visto triplicados. En resumen, el apartado 78 de la Sentencia del TJUE (STJUE) sostiene que para calificar de consumidor a una persona física «(...) *carecen de pertinencia, por sí solos, factores tales como el valor de las operaciones efectuadas en virtud de contratos CFD, la importancia de los riesgos de pérdidas económicas que implica suscribir tales contratos, los eventuales conocimientos o experiencia de dicha persona en el sector de los instrumentos financieros o su comportamiento activo en la realización de las referidas operaciones*», por lo que, de acuerdo a tal planteamiento nos preguntamos ¿qué habría de valorarse entonces? De conformidad con el razonamiento del TJUE en este caso en concreto, y respondiendo al interrogante, parece que solo se ha de valorar el hecho de que la actuación se enmarque o no en el contexto de la actividad específica del cliente. Una interpretación que consideramos puede dar lugar a situaciones esquivas pues, en puridad, el concepto de consumidor debería comprender también aquellas otras actuaciones del individuo que se producen en el ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional aunque esta no sea la ostentada por el sujeto¹⁶⁹. Y, dado el cúmulo de circunstancias descritas y que conforman el *íter* operacional propio de quien se dedica a la inversión de forma profesionalizada, sostenemos que la Sra. Petruchová debió haber sido calificada como inversora profesional, *ergo* no consumidora.

Desde luego el asunto no presenta pacífica solución, sobre todo si los contrastamos con la doctrina de nuestro TS. En este sentido, además de las SSTs antes mencionadas, consideramos oportuno citar la Sentencia del Pleno de 16 de enero de 2017 en la que se relaciona la figura del consumidor con el ánimo de lucro. Valga recordar que el ánimo de lucro es una característica excluyente de la condición de consumidor únicamente aplicable a las personas jurídicas. Con todo, el TS que expone de forma admirable que:

¹⁶⁸ Adviértase esta *profesionalidad* que sostenemos de lo dispuesto en apartado 18 de la STJUE: «*Aunque se pueden efectuar operaciones en el mercado FOREX con capitales propios, la Sra. P. se sirvió de la posibilidad de operar mediante 'lotes', de un valor de 100.000 dólares estadounidenses (USD) —aproximadamente 88.000 euros— cada uno, utilizando el efecto de apalancamiento. Este mecanismo le permitió negociar con más fondos de los que tenía a su disposición. De este modo, cuando abría una posición al comprar la divisa de base contrataba un préstamo con FIBO, que reembolsaba al cerrar la posición con la operación de venta de la divisa de base*». De hecho, un día después de la firma del contrato, la Sra. Petruchová compró 35 lotes de yen japonés. Bastan unos simples cálculos para determinar que una estudiante, trabajadora a tiempo parcial, operó a crédito 3,5 millones de dólares.

¹⁶⁹ ROMERO GARCÍA-MORA, G., “La condición de consumidor en los casos de actividad inversora. La discordancia entre la reciente doctrina del TJUE (STJUE 3 octubre 2019, Petruchová, as. C-208/18) y la jurisprudencia del TS”, ... *ob. cit.*, pp. 5 y ss., ed. electrónica.

«En efecto, a diferencia de lo que ocurre con las directivas comunitarias que solo se refieren a personas físicas, tras dicha reforma –se refiere a la operada en el TRLGDCU– se sigue distinguiendo entre consumidor persona física y consumidor persona jurídica, pero se añade que el ánimo de lucro es una circunstancia excluyente solo en el segundo de los casos. Es decir, se introduce un requisito negativo únicamente respecto de las personas jurídicas, de donde cabe deducir que la persona física que actúa al margen de una actividad empresarial es consumidora, aunque tenga ánimo de lucro.

No obstante, sin apartarse de dicha regulación, cabría considerar que el ánimo de lucro del consumidor persona física debe referirse a la operación concreta en que tenga lugar, puesto que si el consumidor puede actuar con afán de enriquecerse, el límite estará en aquellos supuestos en que realice estas actividades con regularidad (comprar para inmediatamente revender sucesivamente inmuebles, acciones, etc.), ya que de realizar varias de esas operaciones asiduamente en un período corto de tiempo, podría considerarse que, con tales actos, realiza una actividad empresarial o profesional, dado que la habitualidad es una de las características de la cualidad legal de empresario, conforme establece el art. 1.1º CCom».

Así las cosas, queda por ver todavía los efectos que este último pronunciamiento del TJUE tendrá sobre la doctrina del TS, si bien es posible aventurar, en contra de lo deseable por nuestra parte, una modificación por parte de nuestro Alto Tribunal sobre la base del principio de primacía del Derecho de la Unión Europea.

Como corolario de lo expuesto, convendría, a nuestro juicio y por cuantas razones hemos dado, abogar por una clasificación exhaustiva de los inversores minoristas que atienda a su experiencia inversora, educación financiera, recursos económicos disponibles para invertir, trayectoria, e incluso perfil psicológico. De lo que se trata es de adaptar el marco tuitivo, y en especial el informador, a los diferentes perfiles y vulnerabilidades que se agolpan bajo la categoría de inversores minoristas. Entendemos que esta labor daría como resultado un régimen proteccionista mucho más exacto al cual orientar los esfuerzos legislativos, más que intentar determinar las características de un inversor minorista medio que podría no comprender las diferentes realidades que conviven bajo un término tan amplio.

En el ámbito de la información las medidas hasta ahora adoptadas de simplificación y adaptación a la capacidad cognoscitiva de un sujeto medio, pueden no ser la mejor opción o, al menos, no la más adecuada para asegurar un completo entendimiento de la misma. Es así que propugnemos, en lugar de una divulgación uniforme, la previsión de modelos de información variados en función del concreto inversor minorista al que se dirijan. Establecer, diversos formatos informativos ayudaría a reducir las consecuencias perjudiciales e imprevistas de una formulación genérica¹⁷⁰, como puede ser la contratación desinformada, bien porque no se han llegado a comprender los datos

¹⁷⁰ Entendida en este caso como uniforme para todos los inversores minoristas.

facilitados, bien porque la simplicidad de los mismos ha favorecido conclusiones erróneas en el inversor.

Siguiendo con los requisitos que debe cumplir la información en virtud de las previsiones del artículo 44 del Reglamento Delegado 2017/565, debe mencionarse que esta no encubrirá, minimizará u ocultará aquellas declaraciones o advertencias que sean importantes. Finalmente, y salvo pacto en contrario, deberá facilitarse siempre en la misma lengua y de forma actualizada.

En cuanto a la información en la que se comparen servicios o personas que los prestan, así como instrumentos financieros, no se incluyen novedades respecto a lo recogido, y ya mencionado, en el artículo 27.3 de la Directiva 2006/73/CE. Circunstancia que se repite sin prácticamente ninguna diferencia sustancial cuando la información indique resultados anteriores de un instrumento financiero (art. 44.4 del Reglamento Delegado 2017/565), haga referencia a resultados históricos simulados (art. 44.5 del Reglamento Delegado 2017/565) o contenga datos sobre resultados futuros (art. 44.6 del Reglamento Delegado 2017/565). Precisamente la ausencia de cambios, en especial respecto de la advertencia que deberá dirigir la ESI a sus clientes cuando en la información que les faciliten se recojan resultados anteriores, nos suscita una crítica. Debido a la escasa capacidad predictiva que pueden llegar a ofrecer los resultados anteriores, la advertencia que sobre ello debe hacerse a los clientes, nos resulta particularmente laxa. Alertar que *«las cifras se refieren al pasado y de que los resultados anteriores no son un indicador fiable de resultados futuros»* [art. 44.4 d) del Reglamento Delegado 2017/565], nos resulta francamente insuficiente y, desde luego, con poco potencial como para disuadir a un inversor minorista que puede concluir que aunque las cifras pasadas no sean un indicador fiable reflejan, a fin de cuentas, la constancia en los resultados. Se requiere, por tanto, la valoración de advertencias en términos más tajantes¹⁷¹.

En cualquier caso y con independencia del contenido de la información, nótese el cambio en la técnica legislativa empleada y, más concretamente, el recurso al Reglamento Delegado en lugar de a la Directiva, hasta entonces utilizada. Mientras que la Directiva obliga al Estado destinatario a la obtención de un resultado pero dejando en manos de las autoridades nacionales la elección de la forma y de los medios, el Reglamento Delegado se presenta como un acto jurídico sin carácter legislativo que completa o modifica elementos no esenciales de un acto legislativo, en este caso la Directiva MiFID II. En todo caso, no debe olvidarse que frente a la Directiva, el Reglamento es obligatorio en todos sus elementos, así como directamente aplicable, esto es, sin necesidad de

¹⁷¹ BRENNCKE, M., “The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation”, ... *ob. cit.*, p. 875 sugiere la siguiente: *«Do not expect the fund's quoted past performance to continue in the future. Studies show that mutual funds that have outperformed their peers in the past generally do not outperform them in the future. Strong past performance is often a matter of chance»*. (*«No esperes que el rendimiento pasado del fondo continúe en el futuro. Los estudios muestran que los fondos de inversión que han superado a sus pares en el pasado generalmente no los superan en el futuro. Un buen rendimiento pasado es a menudo una cuestión de azar»*).

transposición¹⁷², por lo que constituye, a nuestro parecer, una opción más acorde en tanto que sus disposiciones resultan más detalladas y no dejan margen de valoración.

En el ámbito nacional, la transposición de la MiFID II quedó en manos del RD Ley 14/2018¹⁷³ modificativo, además, del TRLMV. En este sentido, el artículo único 49 reformó el contenido del artículo 209 TRLMV relativo al deber general de información, advirtiendo que «*las entidades que presten servicios y actividades de inversión deberán mantener en todo momento adecuadamente informados a sus clientes, de conformidad con lo dispuesto en esta ley, sus disposiciones de desarrollo y el Reglamento Delegado (UE) 2017/565, de la Comisión de 25 de abril de 2016*»¹⁷⁴. De lo expuesto transcende que algunas disposiciones quedaron pendientes de desarrollo reglamentario, empresa abordada posteriormente por el RD 1464/2018 donde, en su disposición final cuarta, también se acomete una profunda reforma del RD 217/2008¹⁷⁵.

IV. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL

Concluido el estudio de las generalidades de la información que debe ponerse a disposición de los inversores minoristas, es preciso continuar con el examen de la concreta información que, con carácter precontractual deberá suministrarse a aquellos.

Sin perjuicio de lo anterior, debemos partir de una puntualización inicial a fin de responder, de manera esquemática y en el ámbito financiero, qué debe entenderse por información precontractual. En este sentido, se incluye tanto aquella revestida de sus ropajes *clásicos*¹⁷⁶, como la otra información que, suministrada a través de las

¹⁷² Vid. Artículos 288 y 290 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

¹⁷³ Y es que la MiFID II ya había sido objeto de transposición parcial mediante el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

¹⁷⁴ El contenido del artículo 209 TRLMV se completa, asimismo, con tres apartados más en los que se dispone que (i) «*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*»; (ii) «*a los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará con suficiente antelación información conveniente con respecto a la empresa de servicios y actividades de inversión, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, los centros de ejecución de órdenes y todos los costes y gastos asociados*»; y (iii) «*reglamentariamente se desarrollará lo previsto en este artículo y, en especial, el contenido de la información a proporcionar a los clientes*».

¹⁷⁵ Sobre las generalidades concernientes al deber de información, vid. artículo 77 RD 217/2008.

¹⁷⁶ Nos referimos a la información proporcionada al amparo de las negociaciones preliminares, esto es, aquella información que se provee en el seno de las actuaciones que los interesados emprenden con el objetivo de establecer, concretar y discutir los pormenores del contrato. Sin perjuicio de las dificultades teórico-prácticas que plantean los tratos preliminares toda vez que, en puridad, no constituyen actos jurídicos en sentido estricto, pero tampoco resultan actuaciones irrelevantes, lo cierto es que la información que en su virtud se proporcione adquiere una innegable trascendencia en la formación de la voluntad contractual y, en fin, en la prestación posterior de un consentimiento sin errores. En este sentido, DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Tomo I: Introducción teoría del contrato*, Thomson Civitas, Navarra, 2007, pp. 311 y ss.; GARCÍA VICENTE, J. R., “Comentario al artículo 60 TRLGDCU”, en *Comentario del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias* (BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 768 y ss.; GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de*

comunicaciones publicitarias¹⁷⁷ o en el curso de la provisión del servicio de asesoramiento¹⁷⁸, contienen un «*indudable sustrato informativo*»¹⁷⁹. Esta concepción inclusiva de la información precontractual ya se encontraba prevista en la MiFID I, cuyos artículos 19.2 y 19.4 contenían sendas referencias tanto a una como a otra¹⁸⁰, en tanto que elementos capaces de conformar la voluntad del cliente. Se advierte, en definitiva, una provisión de información de naturaleza anterior a la contratación y cuya finalidad es influir en la voluntad del receptor.

Así las cosas, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 24.4 MiFID II (art. 209.3 TRLMV), las ESI deberán facilitar a sus clientes, con antelación suficiente, información acerca de la propia entidad, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión que se propongan, así como información relativa a los centros de ejecución de órdenes y sobre los costes y gastos asociados.

Sin perjuicio del posterior desarrollo exhaustivo que haremos a continuación, debemos señalar de forma previa, que la información sobre los instrumentos financieros y sobre las estrategias de inversión se referirá a la categoría específica de clientes a los que se orientan, esto es, minoristas o profesionales, así como a los riesgos asociados a través de

información, La Ley, Madrid, 1994, pp. 11 y ss.; y MORENO-LUQUE CASARIEGO, C., “Protección previa a la contratación de bienes y servicios”, en *Derecho de los consumidores y usuarios* (DE LEÓN ARCE, A. y GARCÍA GARCÍA, L. M., Coord.), tomo I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2007, p. 197.

¹⁷⁷ Es notorio que mediante los mensajes publicitarios se puede llegar a ofrecer al consumidor un conocimiento previo del bien o servicio anunciado basado en la información que se pone a su disposición. Lógicamente, sin embargo, no deben confundirse ambas figuras por mucho que los mensajes publicitarios puedan llegar a contener importantes partidas informativas. Sin detenernos en exceso en la diferenciación entre una y otra, merece la pena señalar que, frente a la objetividad típicamente aséptica de la información, el mensaje publicitario se manifiesta premeditadamente manipulado para sugerir la intención del receptor. En esta misma línea, la publicidad cumple una función comercial, mientras que la información una naturaleza exclusivamente difusora. *Vid. MARTÍN GARCÍA, M^a. L., La publicidad. Su incidencia en la contratación*, Dykinson, Madrid, 2002, pp. 34 y ss. Sobre las notas diferenciadoras entre la publicidad y la información propiamente dicha, *vid. también MORENO-LUQUE CASARIEGO, C., “Protección previa a la contratación de bienes y servicios” ... ob. cit., pp. 198 y ss.*

¹⁷⁸ En el ámbito financiero, desde luego, no resulta tarea sencilla deslindar la provisión de información del servicio de asesoramiento. Sucede que a través de la puesta a disposición del cliente de información subyace, con mucha frecuencia, un consejo o asesoramiento implícito. Circunstancia tanto más evidente en el trato dispensado a los inversores minoristas, la mayoría incapaces de determinar cuándo se le está proporcionando información y cuándo se le está aconsejando. En cualquier caso, y sin perjuicio del estudio de la figura del asesoramiento contenido en el Capítulo IV, pp. 207 y ss., podemos indicar de forma preliminar que la diferencia entre uno y otro radica, *grosso modo*, en el mayor rigor que se espera de la labor de asesoramiento que no puede limitarse simplemente a la facilitación de información, sino que debe tener en cuenta las particulares circunstancias del cliente para, en consecuencia, asesorarle. En este sentido, GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, ... *ob. cit.*, pp.119 y ss.

¹⁷⁹ HERNÁNDEZ PAULSEN, G., *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, ... *ob. cit.*

¹⁸⁰ En este sentido, y como hemos señalado en el apartado anterior el artículo 19.2 MiFID I se refería al carácter imparcial, claro y no engañoso que debe tener la información y las comunicaciones publicitarias que se suministren a los clientes minoristas. Por su parte, el artículo 19.4 señalaba que para poder recomendar al cliente las operaciones más convenientes, esto es, informarle de las mismas en el seno del servicio de asesoramiento o gestión de carteras, la ESI debía obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencias de este. Sobre la información a suministrar en la prestación del servicio de asesoramiento de inversión, *vid. Capítulo IV: El servicio de asesoramiento en materia de inversión*, y en concreto el apartado II: Información sobre el servicio de asesoramiento en materia de inversión.

orientaciones y advertencias. La información sobre los costes y gastos asociados incluirá, a su vez, aquellos que se deriven bien del servicio de inversión, bien de servicios auxiliares, incorporando en caso de proceder, el coste del asesoramiento, del instrumento financiero finalmente recomendado, así como la forma en la que el cliente deberá pagarlo. Por lo que se refiere a la información sobre los costes y gastos no relacionados directamente con el riesgo de mercado subyacente, esta deberá presentarse de forma agregada a fin de que el cliente pueda advertir el coste total, si bien podrá solicitar un desglose de los mismos.

Surge de lo expuesto un primer interrogante en torno a qué debe entenderse por *suficiente antelación*. A este respecto, la propia MiFID II¹⁸¹ advierte que, en su determinación, la ESI deberá tener en cuenta una serie de circunstancias. Entre ellas, (i) la urgencia de la situación, pues ciertamente el ritmo frenético de la operativa del mercado de valores puede determinar que, en ocasiones, las decisiones de inversión hayan de tomarse con premura; (ii) el tiempo que requiere el propio cliente para leer y comprender la información relevante que se le ha suministrado con carácter previo, y es que, como ya dijimos no todos los inversores minoristas responden a un perfil único¹⁸²; y (iii) la complejidad del instrumento o servicio financiero en cuestión, cuyo mayor o menor grado puede influir igualmente en el tiempo que requerirá el inversor minorista para examinar la información.

No se establece para las ESI, en definitiva, un periodo mínimo de anticipación, de forma que la determinación final del plazo de tiempo *suficiente* queda en manos de la entidad que, a la sazón, deberá ponderar los requisitos mencionados (urgencia, capacidades del cliente y complejidad del producto). En todo caso, la volatilidad de los mercados o la próxima finalización de un periodo de contratación, no deberían obstar a que la entidad disponga para el cliente un plazo *suficiente* para analizar la información y tomar una decisión¹⁸³.

Es cierto que la determinación de un periodo intermedio no garantiza en ningún caso que el inversor vaya a cumplir con sus deberes de forma diligente, examinando los datos expuestos y valorando la viabilidad de la inversión pretendida, pero sí contribuye a salvaguardar el deber de información que recae sobre las ESI¹⁸⁴. Razón por la que, a

¹⁸¹ Vid. Considerando 83 MiFID II.

¹⁸² Vid. apartado III.3: Periodo MiFID II.

¹⁸³ Así queda dispuesto por la CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II*, 27 de enero de 2020, p. 23 y ss., disponible en https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII_27ene2020.pdf.

¹⁸⁴ En este sentido, la STS 549/2015, de 22 octubre (ECLI:ES:TS:2015:4617), recuerda que «cuando no existe la obligación de informar, no puede imputarse el error a la conducta omisiva de una de las partes porque no facilitó la información a la contraria, simplemente no contribuye a remediarlo, por lo que no tiene consecuencias jurídicas (siempre que actúe conforme a las exigencias de la buena fe, lo que excluye por ejemplo permitir, a sabiendas, que la contraparte permanezca en el error). Pero cuando, como ocurre en la contratación de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de la naturaleza y los riesgos de los productos y servicios de inversión, para que el potencial cliente pueda adoptar una decisión inversora reflexiva y fundada, en tal caso, la omisión

nuestro juicio, debería establecerse un margen temporal pues es evidente que no mediará el mismo tiempo de reflexión, y más importante aún, de examen y asimilación, si la información se entrega un día o unas horas antes de realizar la operación, que si se entrega mediando, al menos, una semana.

El planteamiento de un periodo de *reflexión*, obligatorio como el que sostenemos, solventaría situaciones en las que se presiona al futuro inversor para que decida sobre la operación proyectada, inhibiendo con ello cualquier posibilidad de asimilación y comparación de la información proporcionada. Obsérvese que la fijación de este periodo intermedio adquiere especial interés cuando quien debe pronunciarse se enfrenta a decisiones patrimonialmente trascendentales, desde un punto de partida poco experimentado, y en las que las emociones pueden llegar a influir notoriamente¹⁸⁵.

No somos ajenos al principal argumento en contra que podría verse contra esta propuesta, y que es precisamente la pérdida de oportunidades de inversión que un plazo determinado puede dar lugar. Pero no puede olvidarse que tratándose de inversores minoristas, y tras los efectos de la pasada crisis, es conveniente, quizás en actitud paternalista, reforzar no solo sus derechos, sino también sus deberes como inversor, evitando que un impulsivo espíritu inversor acarree futuras pérdidas.

El reto se encuentra, por tanto, en la concreción de un plazo lo suficientemente equilibrado como para dar por satisfecho, en este concreto aspecto, el deber de información de la ESI, al tiempo que su cumplimiento no suponga una excesiva carga temporal para el inversor. En este sentido y conscientes de la naturaleza meramente *posibilista* de nuestro planteamiento, sugerimos la siguiente modificación del precepto, de tal suerte que *«se proporcione a los clientes o posibles clientes con suficiente antelación y en cualquier caso en un plazo no inferior a -- horas antes de la contratación o provisión del servicio financiero, información conveniente con respecto*

de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente, determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable, porque es dicha parte la que merece la protección del ordenamiento jurídico frente al incumplimiento por la contraparte de la obligación de informar de forma imparcial, veraz, completa, exacta, comprensible y con la necesaria antelación que le impone el ordenamiento jurídico».

¹⁸⁵ En este sentido, HOWELLS, G., “The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information”, *Journal of Law and Society*, núm. 3, vol. 32, 2005, pp. 365 y ss., y SUNSTEIN, C. R., y THALER, R. H., “Libertarian Paternalism is not an Oxymoron”, *University of Chicago Law Review*, núm. 4, vol. 70, 2003, pp. 1187 y ss. En el ámbito nacional HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El plazo de reflexión en la contratación de préstamos hipotecarios: instrumentos para su garantía”, *InDret Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 4, 2017, p. 7, sostiene en relación con los contratos de préstamo hipotecario, que debe garantizarse para el consumidor *«un periodo de reflexión, en el que, estando en posesión de toda la información verdaderamente relevante para adoptar una decisión razonada mediante la entrega del propio texto del contrato que se le va a presentar a la firma, junto con un resumen en formato estandarizado, pueda valorar con calma la oferta completa que le realiza el prestamista y compararla con otras obtenidas de distintos oferentes de crédito».* En el mismo sentido, DÍAZ ALABART, S., y ÁLVAREZ MORENO, M. T., “La Directiva 2014/17, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con consumidores para bienes inmuebles de uso residencial”, en *La protección del consumidor en los créditos hipotecarios* (DÍAZ ALABART, S., Dir., REPRESA POLO, M. P., Coord.), Editorial Reus, Madrid, 2015, pp. 46 y ss.

a la empresa de servicios de inversión, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, los centros de ejecución de órdenes y todos los costes y gastos asociados»¹⁸⁶ (el resaltado es nuestro y se corresponde con el texto a añadir). De esta forma, no solo se fija un determinado intervalo de tiempo de carácter mínimo que las entidades habrán de respetar, a fin de que otorgar al cliente un plazo concreto para el examen de la información, sino que además esta iniciativa resta subjetividad al cumplimiento por parte de las ESI de su obligación de provisión de información, permitiéndoles respaldar, mediante el transcurso del plazo determinado, que han satisfecho su deber informativo en términos de antelación¹⁸⁷.

Forzoso es reconocer la dificultad que subyace a nuestra propuesta, pues el lapso temporal que proponemos debe tener en cuenta: (i) el método de entrega de la información, ya que existe una diferencia temporal reseñable entre un envío postal y una disposición digital; (ii) la longitud de la información facilitada, que podría determinar la previsión de un mayor tiempo de lectura; (iii) el periodo de comprensión de la información que se asocia a la complejidad de la operación proyectada; y (iv) el tipo de cliente al que se dirige.

Existen, no obstante, circunstancias en las que prima la urgencia y el tiempo es esencial, por lo que un requisito temporal mínimo como el sugerido, podría retrasar innecesariamente o incluso llegar a invalidar una transacción para el cliente. Para estos concretos casos, podrían llegar a preverse cláusulas que, en forma de advertencia, recogieran la voluntad del inversor minorista de proceder a la contratación antes del transcurso del periodo de tiempo mínimo y suficiente para el examen de la información proporcionada¹⁸⁸.

Avanzando en nuestra exposición, y respecto de las generalidades de la información precontractual que deben facilitar las ESI a sus clientes, debe mencionarse que el citado artículo 24.4 MiFID II se completa con lo dispuesto por el artículo 46 del Reglamento

¹⁸⁶ Propuesta de redacción alternativa del artículo 24.4 MiFID II.

¹⁸⁷ En efecto, no resulta baladí la reducción de la conflictividad que una propuesta como la sostenida podría suponer. Y es que en numerosas ocasiones, la suficiencia respecto a la antelación con que la ESI proporcionó la información precontractual al cliente, ha sido objeto de litigación. *Vid.* entre otras, STS 460/2014, de 10 de septiembre (ECLI:ES:TS:2014:4339) donde, puesto en duda el cumplimiento de tal deber, advierte el TS que «la información clara, correcta, precisa y suficiente sobre el producto o servicio de inversión y sus riesgos ha de ser suministrada por la empresa de servicios de inversión al potencial cliente no profesional cuando promueve u oferta el servicio o producto, con suficiente antelación respecto del momento en que se produce la emisión del consentimiento, para que este pueda formarse adecuadamente. No se cumple este requisito cuando tal información se ha omitido en la oferta o asesoramiento al cliente en relación a tal servicio o producto, y solo se facilita en el momento mismo de firma del documento contractual, inserta dentro de una reglamentación contractual que por lo general es extensa».

¹⁸⁸ Estas advertencias ya se encuentran previstas con ocasión de la evaluación de la idoneidad y la conveniencia a cuyo estudio en el capítulo III nos remitimos. Baste por ahora con señalar que cuando la ESI, en el seno de la prestación de un servicio distinto al asesoramiento o la gestión de carteras, y sobre la base de la información recibida sobre los conocimientos y experiencia del cliente, objetivos de inversión y situación financiera, determine que un producto o servicio de inversión no es conveniente para el inversor minorista, deberá advertirle de su opinión. Asimismo, en caso de que la señalada información no llegue a facilitarse a la ESI, esta deberá advertirle de su imposibilidad para determinar si el servicio o producto le es conveniente. *Vid.* Artículo 25.3 MiFID II.

Delegado 2017/565, apartados 1 a 4. En este sentido, y con idéntica vocación antecesora a la contratación, se recoge que la ESI deberá suministrar al inversor minorista las condiciones de los acuerdos previos a la prestación de los servicios de inversión o auxiliares, así como aquella información, reiterativa en este caso pues coincide con la señalada por el artículo 24.4 MiFID II (art. 209.3 TRLMV), sobre la ESI¹⁸⁹, los instrumentos financieros¹⁹⁰, y sobre los costes y gastos conexos¹⁹¹. En todo caso, dicha información se facilitará, bien en soporte duradero, bien mediante un sitio *web*¹⁹².

1. Información relativa a las diversas categorías de clientes

Como ya se ha subrayado¹⁹³, tras la definitiva transposición de la MiFID I quedaron establecidos diferentes niveles de protección de los inversores, tanto mayores cuanto más inexperto resultara el cliente. Así, la mayor protección se encuentra prevista para los inversores minoristas. Sin embargo, lo que ahora nos ocupa es la información precontractual que la ESI deberá suministrar a sus clientes relativa precisamente a su clasificación, ya como inversores profesionales o contrapartes elegibles, ya como minoristas.

En efecto, corresponde a las ESI poner en conocimiento de sus clientes, nuevos o ya existentes, su clasificación como minoristas, profesionales o contrapartes elegibles, acompañando tal notificación con la información relativa al derecho que les asiste de solicitar una clasificación distinta (art. 45 del Reglamento Delegado 2017/565 y art. 203 TRLMV). Con todo, la ESI podrá, en atención a lo solicitado por el cliente o por iniciativa propia, (i) tratar como profesional o minorista a un inversor que pueda clasificarse como contraparte elegible (art. 30.2 MiFID II), y (ii) tratar como minorista a un cliente profesional (Anexo II, sección I, MiFID II).

No cabe duda que esta obligación no presenta mayores implicaciones con los nuevos clientes, a quienes se informará oportunamente de su categoría, pero en cuanto a los clientes ya existentes nos preguntamos, ¿deberán las ESI informarles sobre su categorización aun cuando ya fueron encuadrados en un determinado perfil de acuerdo con las previsiones de MiFID I? En este sentido, resulta esclarecedor el contenido del artículo 60.3 del RD 217/2008, donde se especifica que aquellas clasificaciones efectuadas antes de la entrada en vigor del RD y de acuerdo a parámetros y procedimientos similares a los previstos en MiFID II (posteriormente transpuestos al TRLMV y al mismo RD 217/2008), no se verán afectadas automáticamente. Así las cosas, podemos inferir que la notificación de su categoría a los clientes ya existentes en la ESI,

¹⁸⁹ *Vid. infra* apartado 2.

¹⁹⁰ *Vid. infra* apartado 3.

¹⁹¹ *Vid. infra* apartado 4.

¹⁹² De optar por la segunda opción prevista, esto es, facilitar la información a través de un portal *web*, deberán cumplirse las condiciones del artículo 3.2 Reglamento Delegado 2017/565.

¹⁹³ *Vid.* Capítulo I, apartado 4: Las diversas categorías de clientes y su relación con el concepto de consumidor.

solo será necesaria en caso de que tal categoría haya cambiado con la MiFID II. Lo que podría llegar a sucederle, *v. gr.* a ciertas autoridades públicas locales o municipios clasificados en principio como clientes profesionales en la MiFID I, y transformados ahora en clientes minoristas con la MiFID II.

2. Información específica de la entidad y los servicios que ofrece

De conformidad con lo dispuesto de forma genérica en el artículo 24.4 MiFID II y en los apartados 1 a 4 del artículo 46 del Reglamento Delegado 2017/565 (art. 209.3 TRLMV), entre la información precontractual que la ESI deberá suministrar a sus clientes, tanto efectivos como potenciales, figura aquella concerniente a la propia entidad y los servicios que ofrece.

Con esta finalidad, el artículo 47 del Reglamento Delegado 2017/565 prevé para las ESI la obligación de informar a sus clientes acerca de (i) su nombre, dirección y datos de contacto, al objeto de facilitar la comunicación con sus clientes; (ii) lenguas vehiculares para la recepción de documentos e información; (iii) formas a través de las cuales se llevará a cabo la comunicación entre la ESI y su cliente, así como el envío y la recepción de órdenes; (iv) autorización de la entidad; (v) previsión de actuación a través de un agente vinculado; (vi) naturaleza, periodicidad y calendario de los informes sobre el funcionamiento del servicio; (vii) en caso de que la ESI posea instrumentos financieros de sus clientes, sucinta descripción de las medidas adoptadas para su protección, incluyendo al respecto reseña relativa a la existencia de sistemas de garantía de depósitos o indemnización de los inversores; (viii) breve descripción de la política adoptada en materia de conflictos de intereses, y, finalmente; (ix) en caso de que así lo solicite el cliente, información más detallada sobre la mencionada política de conflictos de intereses.

En caso de prestar al cliente el servicio de gestión de carteras, además de lo anterior, las ESI deberán informar sobre los siguientes aspectos: el método y la periodicidad con la que se valorarán los instrumentos financieros disponibles en la cartera del cliente; la delegación, en caso de haberla, de la gestión discrecional de los instrumentos financieros o fondos del cliente; los parámetros de referencia que se utilizarán para comparar los resultados de la cartera; los tipos de instrumentos financieros que podrán incluirse en la cartera, así como las operaciones que pueden llevarse a cabo; y, finalmente, los objetivos de gestión, el nivel de riesgo que puede llegar a asumirse en la gestión discrecional y, en general, cualquier limitación a dicha discrecionalidad.

3. Información relativa a la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros y su salvaguardia

Continuando con nuestro análisis de la información precontractual que deberá suministrar la ESI a sus clientes, y en relación con la relativa a los instrumentos financieros y su salvaguardia, queda dispuesto en los artículos 48 y 49 del Reglamento Delegado 2017/565 [art. 77.1 b) RD 217/2008, 209.3 y 210.1 TRLMV] que se deberá facilitar a los clientes una descripción general tanto de la naturaleza, como de los riesgos asociados a los instrumentos financieros en función de la categoría del cliente (minorista, profesional o contraparte elegible). De ello resulta que el nivel de especificidad de la información variará según se trate de un cliente minorista o un profesional. Adaptación cuyo trasfondo reside en las sustanciales consecuencias patrimoniales que pueden llegar a tener las operaciones financieras para quienes se presentan legos en la materia, por lo que la información que se ponga a su disposición deberá acomodarse a su experiencia y competencia¹⁹⁴.

A tales efectos, en la referida descripción deberán constar (i) las características del instrumento financiero en concreto; (ii) su funcionamiento; (iii) los resultados del mismo en diferentes condiciones de mercado, las cuales habrán de ser tanto negativas como positivas; y, (iv) de forma detallada, los riesgos inherentes al instrumento, tal y como se recogen a continuación.

Resulta especialmente relevante advertir que, como novedad contenida en la MiFID II, las obligaciones de información se extienden también a aquellas situaciones en que la ESI vende o presta asesoramiento a sus clientes en relación con depósitos estructurados¹⁹⁵.

Volviendo sobre la información relativa a los instrumentos financieros, la descripción de los riesgos incluirá, en primer lugar, la relativa a aquellos considerados conexos al instrumento financiero, lo que, a su vez, comprende una explicación del apalancamiento y sus efectos¹⁹⁶, el riesgo de pérdida total de la inversión y los riesgos derivados de la insolvencia del emisor. En segundo lugar, se hará mención a la volatilidad de los precios de los instrumentos, así como a la posible existencia de limitaciones en su negociación. En tercer término, la información sobre los riesgos incluirá la relativa a obstáculos o

¹⁹⁴ En este sentido, FERRANDO VILLALBA, M. L., “Anulación de los contratos de swap por defectuosa información al cliente”, en *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Universidad de Valencia, Valencia, 2010, p. 378, quien también añade que dicha adaptación solo será posible en tanto previamente se haya obtenido información del propio cliente en virtud de la cual determinar la conveniencia e idoneidad del contrato proyectado. También EMBID IRUJO, J. M., “La cuenta corriente bancaria”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 65, p. 136.

¹⁹⁵ Así resulta de lo previsto en el artículo 1.4 b) MiFID II.

¹⁹⁶ De forma global, el apalancamiento hace referencia a la relación existente entre el capital que forma parte del haber del propio inversor y aquel otro que, en forma de crédito, ha solicitado para llevar a cabo la operación financiera. «Un apalancamiento 1:4 implica que cada 5 euros invertidos 1 euro lo ponemos de nuestro capital y 4 nos los ha prestado una entidad financiera», vid. MARTÍNEZ ÁLVAREZ, J. A., y CALVO GONZÁLEZ, J. L., *Banca y mercados financieros*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, p. 443.

restricciones a la desinversión. Finalmente, en cuarto lugar, deberá referirse que, con independencia del coste de adquisición de los instrumentos, el cliente podría tener que asumir también otros compromisos financieros y obligaciones como consecuencia de la operativa.

En aquellos casos en los que el instrumento financiero se compone de dos o más instrumentos o servicios distintos, habrá de facilitarse al cliente una descripción de la naturaleza jurídica del instrumento y sus componentes, así como de la forma en que la interacción puede llegar a incidir en los riesgos de la inversión.

Si el instrumento incorporase una garantía o protección del capital, se suministrará al cliente información sobre el alcance y naturaleza de las mismas.

Resta por indicar que si la ESI proporciona información a un cliente minorista, efectivo o futuro, sobre un instrumento financiero que conforma una oferta pública en ese momento y sobre la que se ha publicado un folleto, la entidad deberá advertir al cliente del lugar en el que tiene a su disposición el mismo.

En cuanto a la salvaguardia de instrumentos financieros o fondos pertenecientes a clientes por parte de la ESI, deberá informarse al cliente de los casos en los que el servicio sea prestado por un tercero. Asimismo, si los instrumentos del cliente pueden depositarse en una cuenta global de un tercero, habrá de poner en conocimiento del cliente este hecho y los riesgos resultantes. Lo mismo sucederá, en términos informativos, en caso de que no sea posible diferenciar los instrumentos financieros de los clientes en poder de un tercero de aquellos otros titularidad de dicho tercero.

Si las cuentas en las que se contengan los instrumentos financieros o fondos del cliente fuesen a estar sujetas a un ordenamiento jurídico extracomunitario, se informará sobre la posible variación que puedan sufrir los derechos del inversor.

Asimismo, deberá informarse al cliente de la existencia y las condiciones de cualquier derecho de garantía o retención que pueda tener la ESI sobre los instrumentos o fondos.

En último lugar, y si se pretendiesen llevar a cabo operaciones de financiación de valores relacionadas con instrumentos financieros mantenidos por cuenta del cliente, la ESI deberá informar de forma clara, completa y precisa sobre las obligaciones.

4. Información sobre costes y gastos conexos

La información sobre los costes y gastos conexos cumple con una función de esencial importancia para el inversor minorista. Se instituye como piedra angular del proceso de decisión y selección de inversión. Más allá de la naturaleza y riesgos de la operación, al inversor minorista le preocupa, en esencia, cuánto le va a costar la operación proyectada,

por lo que el impacto de esta información puede, en definitiva, llegar a suponer la diferencia entre una decisión positiva o una reconsideración de la inversión. Sin olvidar que disponer de esta información puede, al mismo tiempo, facilitar las comparaciones de ofertas similares.

Antes de adentrarnos en el estudio de la información que deberá procurar la ESI a sus clientes en materia de costes y gastos conexos, detallada en el artículo 50 del Reglamento Delegado 2017/565, es preciso recordar que, en virtud del artículo 24.4 c) MiFID II se introdujeron una serie de requisitos adicionales sobre tal información. Y es que bajo la MiFID I, aunque se contemplaban ciertos aspectos en materia de transparencia de costes, estos revestían un nivel muy simple y, por tanto, incapaz de extenderse sobre todo el espectro de gastos, lo que a menudo suponía la existencia de costes ocultos¹⁹⁷.

En particular, en el indicado artículo 24.4 c) MiFID II se recoge que los costes y gastos cuya causa no se deba a la existencia de un riesgo de mercado subyacente¹⁹⁸ habrán de figurar de forma agregada, esto es, acumulada, de tal suerte que el cliente pueda comprender el coste total, pudiendo, no obstante, solicitar un desglose de los conceptos.

Tras este mandato, así como los anteriores descritos, subyace el reiterado principio de transparencia que debe acompañar la actividad de los operadores en el mercado financiero y, en virtud del cual, debe procederse a la divulgación de las diferencias entre el precio de una posición para la empresa y el precio que deberá satisfacer el cliente, lo que incluye la revelación de cuantos incrementos o descuentos sean oportunos¹⁹⁹. No podemos pasar por alto que se trata de un requerimiento informativo novedoso.

Centrando nuestra exposición en el análisis de lo preceptuado en el artículo 50 del Reglamento Delegado 2017/565, y como ya anticipamos cuando hicimos mención a los requisitos que debía cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa (art. 44 del Reglamento Delegado 2017/565), las contrapartes elegibles solo participarán de la intensificación de los deberes informativos cuando estos se refieran a los costes y gastos conexos. Así ha quedado dispuesto, además de en el Considerando 74 del Reglamento Delegado 2017/565, en el artículo 50.1 del mismo cuerpo normativo. Se prevé, no obstante, la posibilidad de pactar una aplicación limitada de estos requisitos informativos,

¹⁹⁷ En este sentido, *vid.* artículo 33 Directiva 2006/73/CE donde, en relación con la información que habría de suministrarse a los clientes en materia de costes y gastos conexos, tan solo se incluía, (a) el precio total que debía pagar el cliente, incluyendo honorarios, comisiones, costes, gastos conexos e impuestos; (b) en caso de que el precio total tuviera que ser pagado, por entero o una parte, en moneda extranjera, indicación de la misma, así como del contravalor y costes aplicables; (c) advertencia sobre el posible surgimiento de otros costes relacionados con operaciones vinculadas al instrumento o al servicio de inversión; y, (d) modalidades de pago.

Puestas en relación la información sobre costes y gastos previstas en la Directiva 2006/73/CE y la que a continuación analizaremos, contemplada en el Reglamento Delegado 2017/565, resulta patente el reforzamiento de los requisitos informativos.

¹⁹⁸ El riesgo subyacente de mercado al que se refiere el artículo citado comprende las variaciones del valor del capital invertido originadas por las variaciones del valor de los activos subyacentes. *Vid.* Considerando 79 del Reglamento Delegado 2017/565.

¹⁹⁹ *Vid.* Considerando 79 del Reglamento Delegado 2017/565.

siempre que los instrumentos financieros en cuestión no tengan derivados implícitos²⁰⁰ y la contraparte elegible no se proponga ofrecerlos a sus clientes.

Similar situación ocurre respecto de los inversores profesionales, con quienes también será posible pactar una aplicación limitada de los requisitos informativos en materia de costes y gastos conexos, siempre que no se le preste servicio asesoramiento o gestión de cartera, o el instrumento financiero incluya derivados implícitos.

Sea como fuere, tanto en la divulgación *ex ante* como *ex post* de la información sobre los costes y gastos, la ESI incluirá (a) la totalidad de aquellos, cobrados por la ESI o por terceros, derivados de los servicios de inversión o auxiliares que se hayan prestado al cliente, y (b) la totalidad de los relacionados con la producción, así como con la gestión de los instrumentos financieros (art. 50.2 Reglamento Delegado 2017/565).

Es imprescindible detenernos en este punto y adentrarnos, momentánea y brevemente, en la exposición de una cuestión que consideramos relevante para comprender el verdadero alcance del artículo 50.2 Reglamento Delegado 2017/565. A tales efectos, estimamos preciso deslindar las figuras de los productores, los distribuidores y los proveedores del servicio de suministro de datos²⁰¹, pues de su actividad surgirán una serie de costes que habrán de ser notificados al inversor.

Los productores son aquellos emisores de instrumentos financieros cuya actividad, generalmente, no incluye la distribución a los inversores finales. Sus ingresos provienen de las comisiones iniciales, de gestión y de rendimiento que sufragan, directa o indirectamente, los inversores. La divulgación de sus costes [art. 50.2 b) Reglamento Delegado 2017/565] permite calcular el precio de compra y mantenimiento del producto. Los distribuidores, por su parte, son quienes comercializan los productos financieros a los inversores finales. Sus ingresos dependen de los honorarios y comisiones que asumen

²⁰⁰ Sobre los instrumentos de deuda que incorporan derivados implícitos nos remitimos a AEVM, *Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados* (ESMA/2015/1787), 4 de febrero de 2016, p. 6, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_es.pdf, y donde se precisa que «debe interpretarse un derivado implícito como un componente de un instrumento de deuda que causa que la totalidad o parte de los flujos de efectivo de un instrumento se modifiquen de acuerdo con una o varias variables definidas».

²⁰¹ En virtud de lo dispuesto en el artículo 4.1.63 MiFID II, un proveedor de servicios de suministro de datos puede constituirse como un Agente de publicación autorizado (APA), un Proveedor de información consolidada (PIC) o un Sistema de información autorizado (SIA). A través del primero –APA–, se presta «el servicio de publicación de informes de transparencia post-negociación en nombre de las ESI». El segundo –PIC–, «es el autorizado a prestar el servicio de recopilación de informes de transparencia post-negociación de mercados regulados, SMN, SOC y APA y de consolidación de los mismos en un flujo de datos electrónicos continuo, que proporcione información sobre precios y volúmenes para cada instrumento financiero». Por el tercero, –SIA– «se presta el servicio notificación del detalle de las operaciones a las autoridades competentes o a ESMA en nombre de las ESI». CNMV, *Proveedores de Datos*, disponible en http://cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/MiFID-Proveedores-Datos.aspx. Vid. también el Reglamento Delegado 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos.

los inversores, así como de los incentivos que reciben de los productores²⁰². La información sobre sus costes se recoge en el artículo 50.2 a) Reglamento Delegado 2017/565. Finalmente, los proveedores de servicios de suministro de datos son quienes suministran información a los distribuidores proveniente de diversas fuentes²⁰³.

Siendo indiscutible que estas nuevas provisiones informativas repercutirán positivamente en los clientes, y en especial en los minoristas, sería oportuno plantearse también si del cumplimiento de estos deberes se esperan beneficios para los demás actores del mercado. La respuesta, sin pretender entrar en profundidad, parece ser negativa. Las razones son múltiples pero pueden resumirse en torno a una idea central. La nueva configuración de costes prevista en MiFID II y el Reglamento Delegado 2017/565, supondrá para productores, distribuidores y proveedores de servicios de suministro de datos, la divulgación del impacto que sus costes internos tienen en el rendimiento general de sus productos. Habrán de revelar sus costes de forma concisa y estandarizada lo que, vista la cuestión desde el punto de vista de la competencia, redundará en una mayor exposición de sus estrategias de mercados y costes operacionales internos, lo que puede socavar cualquier ventaja competencial basada en una reducción de los mismos.

En otro orden de cosas, debemos continuar señalando que, con voluntad esclarecedora, el último párrafo del señalado artículo 50.2 Reglamento Delegado 2017/565, remite al Anexo II de la norma donde quedan determinadas las concretas partidas de los costes (*v. gr.* gastos recurrentes y no recurrentes relacionados con la prestación de un servicio de inversión, gastos relacionados con los servicios auxiliares, gastos auxiliares...), así como una listado ejemplificativo y abierto de los tipos de costes incluidos en cada una de ellas (comisiones de depósito, de gestión, de asesoramiento, de intermediación, de investigación...).

En dicho Anexo II se identifican los costes agrupados en dos categorías coincidentes con las previstas en el propio artículo 50.2 Reglamento Delegado 2017/565. Así, por un lado figuran los costes por los servicios de inversión y/o auxiliares [art. 50. 2 a)] y, por otro, los relacionados con el instrumento financiero [art. 50. 2 b)].

De forma general, el contenido de la información que debe figurar en cada una de las partidas del Anexo II, se concreta en torno a cuatro bloques principales²⁰⁴.

²⁰² Sobre los honorarios, *vid.* Capítulo IV, apartado IV: Honorarios, comisiones y beneficios no monetarios.

²⁰³ *Vid.* Nota al pie núm. 201. Por todos, (productores, distribuidores y proveedores de servicios de suministro de datos), *vid.* GÖB, W., “Disclosure of costs and charges under Article 24 MiFID II”, *Journal of Securities Operations & Custody*, núm. 1, vol. 10, 2017, p. 19. *Vid.* también Capítulo V: Vigilancia y control de los instrumentos financieros, pp. 234 y ss., donde vuelve a incidirse en la labor de productores y distribuidores.

²⁰⁴ *Vid.* GÖB, W., “Disclosure of costs and charges under Article 24 MiFID II”, ... *ob. cit.*, pp. 21 y ss.

El primero de ellos incluye los costes más simples y fáciles de determinar, toda vez que se trata de conceptos no susceptibles de variación con el tiempo y capaces de ser establecidos *ex ante* de forma estable²⁰⁵.

El segundo de los bloques comprende los gastos cuya cuantía depende de la actividad del propio inversor. Un ejemplo esclarecedor de estos gastos está en las comisiones de custodia, cuyo montante final dependerá de los activos que deban custodiarse. A más activos, mayor coste, por lo que la cuantía definitiva es directamente proporcional al dinamismo del inversor²⁰⁶.

En el tercer bloque de gastos se alojarán las partidas que requieren de una labor previa de estimación. Y es que un importante porcentaje de los gastos se basan en parámetros transformables con el tiempo, de manera que resulta en exceso complicado ofrecer una visión precisa de los importes finales, por lo que debe recurrirse a la estimación de los mismos. Es el caso, *v. gr.* de aquellos costes que varían en función de los precios del mercado²⁰⁷. Para salvar esta eventualidad en cuanto a su determinación, el artículo 50.8 Reglamento Delegado 2017/565 dispone que la ESI habrá de utilizar los costes reales y anteriormente soportados como cifra aproximativa de los futuros. Si dichos datos no estuviesen disponibles, se espera de las entidades una labor estimatoria razonable de la cifra de costes²⁰⁸.

El último de los bloques abarca una serie de costes influenciados por el propio instrumento financiero. Para su determinación, basada también en previsiones, la entidad deberá estimar aproximativamente el rendimiento del instrumento y, afianzada en tales hipótesis, aportar unas cuantías de costes²⁰⁹. Se espera, en consecuencia, que la entidad vele por una aplicación coherente de sus estimaciones y no ofrezca resultados exaltadamente positivistas o convenientemente encubridores según la ocasión lo requiera a fin de hacer parecer más atractivos sus instrumentos y/o servicios en el mercado.

²⁰⁵ El Anexo II se refiere a ellos como *gastos no recurrentes*, e incluye, entre otras, las comisiones de depósito, las de rescisión de contrato, la comisión inicial de gestión, la de distribución, así como los costes de traslado de cuentas.

²⁰⁶ Estos gastos son recogidos en el Anexo II como *gastos recurrentes*, comprendiendo las comisiones de gestión, asesoramiento o las de custodia.

²⁰⁷ En el Anexo II esta partida de costes se corresponde con la denominada *costes relacionados con las operaciones* y abarca, entre otros, las comisiones de intermediación, los gastos de entrada y salida pagados al gestor del fondo, las comisiones de la plataforma, los incrementos, los impuestos sobre actos jurídicos documentados, el impuesto sobre transacciones, y los gastos de cambio de moneda.

²⁰⁸ De ello se desprende que la ESI deberá tener en consideración el tipo de instrumento financiero, el coste del mismo, el tamaño de la transacción, la comisión que se deberá pagar por ejecutar la orden, así como los derechos de timbre pagados por el cliente. Asimismo, si el servicio implicara una relación continua con el cliente, se deberá adicionar, la duración de la misma o el periodo cubierto por la estimación, la cantidad media invertida, los instrumentos financieros incluidos y las características de las transacciones que serán realizadas. *Vid.* AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ... ob. cit.*, pp. 86 y ss.

²⁰⁹ Se recogen en el Anexo II bajo el calificativo de *gastos accesorios* y se refieren a las comisiones de rentabilidad.

De todo cuanto acabamos de exponer nos surge una importante reflexión, ¿será capaz de comprender el inversor minorista esta maraña de datos acumulados? Es evidente que no, y precisamente por ello ha quedado previsto reiteradamente en las normas que dicha información se proporcione de forma agregada, es decir, totalizada²¹⁰. A este respecto se manifestó la AEVM en su documento de preguntas sobre la protección de los inversores en MiFID II y MiFIR, señalando que «*los costos y cargos agregados se totalizarán y se expresarán tanto en efectivo como en porcentaje*»²¹¹. Se ofrecía en dicho documento un ejemplo meramente orientativo de cómo habrían de figurar los costes, y que incluimos a continuación por resultar, en nuestra opinión, una interesante opción de presentación capaz de facilitar la labor de los inversores minoristas y propiciar la comparación de instrumentos y productos.

Servicios de inversión y/o servicios auxiliares	1.500 €	1,5%
Pagos percibidos de terceros por la ESI	500 €	0,5%
Instrumentos financieros	1.500 €	1,5%
Total de costes y gastos conexos	3.500 €	3,5%

Fuente: AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* (ESMA35-43-349), 4 de diciembre de 2019, p. 85.

De este acercamiento a la naturaleza de los costes y gastos conexos resulta palpable que no se trata de una tarea simple o nimia para la ESI. Muy al contrario, es una cuestión sometida a un intenso debate actual²¹², teniendo en cuenta el importante peso que esta manifestación de la transparencia puede llegar a suponer en la operativa diaria de las entidades. Para aliviar tal carga, se ha planteado la posibilidad de dar cumplimiento a las mencionadas obligaciones informativas precontractuales mediante la remisión del inversor a la página *web* de la entidad en la que estará disponible para su consulta, un listado de costes relativo a operaciones estandarizadas.

Sin embargo, tal posibilidad, a todas luces menos gravosa para las ESI, solo podrá ser utilizada respecto de los instrumentos financieros que no incorporan costes de producto. Dicho de otro modo, solamente se podrá remitir al cliente para que consulte los costes de una operación en el listado de operaciones estandarizadas de la *web* de la entidad, si el instrumento financiero en cuestión no contiene los gastos recogidos en el cuarto bloque de partidas antes expuesto. Entre dichos instrumentos financieros se encuentra la renta variable, así como los derivados negociados en mercados organizados. Corresponde a la ESI garantizar que en los listados estandarizados la información sobre los costes conste

²¹⁰ Vid. Artículo 24.4 c) *in fine* MiFID II, artículo 50.2 *in fine* del Reglamento Delegado 2017/565 y artículo 77.1 c) RD 217/2008.

²¹¹ AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* (ESMA35-43-349), 4 de diciembre de 2019, p. 85, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>.

²¹² Basten como ejemplo las recientes modificaciones de los documentos de Preguntas y Respuestas tanto de la AEVM, realizada en diciembre de 2019, como de la CNMV, completada en enero de 2020, donde la cuestión de la determinación de los costes y gastos ha estado muy presente. Vid. AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ... ob. cit.*, y CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II ... ob. cit.*

de manera clara, de forma que el cliente quede informado con el mismo grado de exactitud que en la opción alternativa²¹³.

Rescatando otros hilos de la exposición del contenido de la información sobre costes y gastos conexos, que habíamos dejado inconclusa, debe quedar apuntado que cuando una parte de los costes y gastos deba satisfacerse en moneda extranjera, la ESI deberá indicar cuál es esta y cuál es el tipo de cambio y demás costes aplicables (art. 50.3 Reglamento Delegado 2017/565).

Asimismo, cuando en el documento de datos fundamentales (DDF)²¹⁴ para el inversor de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) no se recojan los costes y gastos de productos, corresponde a la entidad calcular y revelar dichos costes aplicables (art. 50.4 Reglamento Delegado 2017/565). Y es que, si bien este DDF, al que más adelante nos referiremos en mayor profundidad, debe proporcionar información sobre los costes y gastos, lo cierto es que en su contenido no se recogen todas las partidas citadas anteriormente. Es el caso, *v. gr.* de los costes de transacción que pueden generarse de la operativa de los OICVM. Debido, precisamente, a esta naturaleza informativa incompleta, corresponde a la entidad calcular aquellos costes no previstos, poniéndose en contacto, de ser necesario, con las sociedades de gestión de los OICVM para obtener la información pertinente.

Esta obligación informativa previa en materia de costes y gastos asociados que hemos venido analizando en este apartado, deberá ser atendida por la ESI cuando recomiende o venda a sus clientes instrumentos financieros, así como cuando preste cualquier servicio de inversión y se encuentre sujeta a la obligación de suministrar el DDF para el inversor de un OICVM o de un producto empaquetado o basado en seguros (art. 50. 5 Reglamento Delegado 2017/565). Sin embargo, al igual que en anteriores ocasiones, el contenido del precepto requiere de algunos comentarios y matizaciones en orden a facilitar su verdadero alcance.

Es así que, de conformidad con la letra del precepto, nos cuestionemos si dicha información deberá ser suministrada con ocasión de una transacción concreta o, por el contrario, bastará una divulgación genérica de la misma.

Si atendemos, de una parte a lo dispuesto en el artículo 24.4 MiFID II, y de otra al propio artículo 50.2 Reglamento Delegado 2017/565, es posible concluir que dicha información debe divulgarse en relación con una operación en concreto. Solo respecto de una transacción determinada o de un servicio de inversión o auxiliar específico podrán derivarse los costes y gastos de los cuales habrá que informar al cliente o futuro cliente.

²¹³ CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II ... ob. cit.*, pp. 32 y ss., y AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ... ob. cit.*, pp. 91 y ss.

²¹⁴ A su estudio, junto con el de la nota de síntesis, dedicamos el apartado IV de este mismo capítulo.

Esta especificación de los costes y gastos, requeridos siempre en relación con una operación concreta, puede llamar a equívocos si se contraponen con lo previsto en el Considerando 78 del Reglamento Delegado 2017/565. En efecto, en el preámbulo del Reglamento se revela que la información *ex ante* sobre los costes conexos al instrumento financiero, así como aquellos derivados del servicio auxiliar, pueden basarse en importes orientativos de la inversión. Sin embargo, y a renglón seguido se zanja cualquier duda cuando continúa precisando que, con independencia del carácter ejemplificativo del importe de la inversión, los costes y gastos por su parte, sí habrán de ser los reales que el cliente habría de soportar. O lo que es lo mismo, la cifra de costes y gastos siempre será real, no pudiendo, por tanto, ofrecerse un montante orientativo de ellos.

Ahora bien, recuérdese la opción analizada que permitiría a las ESI remitir al inversor a su página *web* para la consulta del listado de costes relativo a operaciones estandarizadas. En este sentido, debemos precisar que a través de tal opción, válida cuando el instrumento financiero no incluya costes de producto, habrán de recogerse los montos y porcentajes en cuantía idéntica a si hubiesen sido suministrados al inversor con ocasión de una transacción individualizada. Por tanto, la información en las tablas, además de clara, comprensible y actualizada, no podrá consistir en folletos que recojan largas listas de tarifas que puedan aplicarse a un abanico de clientes²¹⁵.

De conformidad con lo apuntado, consideramos oportuno plantearnos igualmente cuál será el régimen informativo sobre costes y gastos con ocasión de la prestación, por parte de la ESI, del servicio de gestión de cartera. Un servicio que supondría para la entidad la constante transmisión de información respecto de cada una de las decisiones que adoptara en nombre del cliente²¹⁶.

En atención a tal eventualidad específica, poco económica en términos monetarios y temporales, la lógica y la práctica del mercado invitan a concluir que no es preciso poner en conocimiento del cliente todos los costes y gastos derivados de todas las operaciones, sino que bastará con informarle precontractualmente sobre dichos costes y gastos antes de que la ESI comience a prestarle el servicio²¹⁷. Circunstancia en la que, nuevamente, la calidad y exhaustividad de la información se tornan fundamentales.

Prosiguiendo con la información sobre costes y gastos que deberá suministrar la ESI a su cliente en función del servicio de inversión o auxiliar prestado, no puede olvidarse que en aquellos casos en los que la ESI no recomienda ni vende al cliente un instrumento financiero, así como cuando no se encuentra obligada a facilitarle un DDF, deberá, no

²¹⁵ Vid. AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ... ob. cit.*, pp. 91 y ss.

²¹⁶ Cabe recordar que este servicio consiste, como sabemos, en la «*la gestión discrecional e individualizada de carteras según mandato de los clientes, cuando las carteras incluyan uno o más instrumentos financieros*» (art. 4.1.8 MiFID II).

²¹⁷ De manera más concreta, la información sobre los costes y gastos del servicio de gestión de carteras tendrá en cuenta el valor de los activos, así como la cartera prevista según el perfil del cliente.

obstante, informarle sobre todos los costes y gastos del servicio (art. 50.6 Reglamento Delegado 2017/565).

Por otra parte, cuando los servicios de inversión y auxiliares que se presten al cliente provengan de más de una ESI, es preciso que cada una de ellas proporcione información sobre los costes y gastos. De esta forma, una ESI que recomiende o venda a sus propios clientes los servicios prestados por otra, deberá sumar a sus costes y gastos los provenientes de la otra empresa (art. 50.7 Reglamento Delegado 2017/565).

Finalmente, hemos de cuestionarnos otro supuesto que, por particular que resulte, no puede ser desdeñado. Se trata de la revelación de costes cuando al prestar el servicio de asesoramiento se cubren instrumentos o servicios no incluidos bajo el régimen MiFID II. Como solución a esta disyuntiva, no prevista por la AEVM ni por la CNMV, planteamos dos opciones. De un lado, la ESI podría incluir tales costes en el listado disponible en su página *web*, con las limitaciones antes impuestas. De otro lado, la entidad podría recurrir, quizás la solución más óptima, a la entrega de dos documentos separados en los que se contengan los costes y gastos que originará el instrumento o servicio financiero amparado en la MiFID II, así como aquellos resultantes de los productos ajenos a la Directiva.

La finalidad subyacente a la revelación de costes y gastos, con independencia del mayor fomento de la transparencia, se sustancia en propiciar decisiones de inversión maduras al calor de una información sumamente relevante para los clientes. Se espera que de su consulta precontractual el futuro inversor sea capaz de comprender el impacto de los costes en la operación planeada. Para facilitarles esta labor, la ESI deberá suministrarles una ilustración en la que se refleje, además del efecto que los costes y gastos totales tendrán sobre la rentabilidad de la inversión prevista, los picos o fluctuaciones previstos en los costes, así como una descripción de la propia ilustración (art. 50.10 Reglamento Delegado 2017/565).

A la luz de la importancia que reviste esta ilustración para los clientes, se echa en falta la previsión de mayores detalles por parte del regulador. Tanto es así, que la CNMV ha tenido que cubrir dicha carencia en su documento de *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II*, donde al respecto sugiere que para los servicios de inversión distintos de la gestión de carteras, la forma apropiada de facilitar la ilustración podría ser detallando una rentabilidad anual orientativa del producto, lo que permitiría la comparación de costes. No obstante, y para que ello sea posible, se requiere, lógicamente cierta coherencia en los datos, por lo que tanto la rentabilidad como los costes habrán de referirse al mismo periodo y las cifras se expresarán sobre la misma base²¹⁸.

En la misma línea, y pese a que la CNMV no lo prevé, consideramos que respecto el servicio de solo ejecución o *execution-only*²¹⁹, tampoco es necesario facilitar al cliente la

²¹⁸ CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II ... ob. cit.*, p. 38.

²¹⁹ Sobre el servicio de solo ejecución o *execution-only*, *vid.* Capítulo III, apartado II. 5: Ejecución, recepción y transmisión de órdenes de clientes. El servicio de solo ejecución o *execution-only*.

mencionada ilustración cuya función es permitir una visión generalista, totalizadora, y sobre todo *ex ante* de los efectos de los costes sobre el rendimiento de la operación, cuando, en este caso, no caben esperarse otros rendimientos. En otras palabras, si el objetivo de la ilustración es que los clientes puedan evaluar el impacto de los costes sobre el rendimiento durante el plazo que tienen previsto mantener la inversión, en el caso de la prestación de un servicio de solo ejecución o *execution-only*, tal función no es necesaria y no aportaría beneficios adicionales en tanto que no se espera ninguna otra rentabilidad futura del instrumento²²⁰.

5. Información sobre la política de ejecución de órdenes

Una vez analizada la información que deberá suministrarse al inversor respecto de la entidad y los servicios que ofrece, los instrumentos financieros, los costes y gastos, así como sobre las diversas categorías de clasificación de los clientes, resta, en atención al orden previsto en el artículo 24.4 MiFID II, referirnos a aquella que deberá versar sobre la política de ejecución de órdenes. Sin embargo, debemos puntualizar que su tratamiento se enfocará en este apartado desde una perspectiva generalista toda vez que su estudio en profundidad se aborda en el Capítulo VI de este trabajo.

Así las cosas, debe quedar apuntado que la política de ejecución de órdenes se adecuará a la categoría de instrumentos financieros y al tipo de servicio prestado, debiendo incluir, *ex artículo 66 del Reglamento Delegado 2017/565*, (i) una explicación de la importancia que la ESI otorga a los factores recogidos en el artículo 27.1 MiFID II²²¹; (ii) un listado de los centros de ejecución que la ESI utiliza; (iii) una enumeración de los factores que tiene en cuenta la entidad para seleccionar uno u otro centro de ejecución; (iv) de qué manera se estima que los factores de la ejecución (precio, costes, rapidez, probabilidad...) forman parte de las medidas oportunas a fin de obtener el mejor resultado posible para el cliente; (v) en caso de ser necesario, información relativa a la ejecución de órdenes fuera de un centro de negociación; (vi) una advertencia clara y visible que alerte al cliente que, ante una instrucción específica suya, la ESI no podrá adoptar las medidas que tenía previstas para los elementos afectados por dicha instrucción; y (vii) se completará la información con un resumen del proceso por el que se seleccionan los centro de ejecución, así como las estrategias de ejecución.

²²⁰ En este sentido, AEVM, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ... ob. cit.*, p. 95.

²²¹ En este sentido, la ESI deberá valerse de los criterios del artículo 64 del Reglamento Delegado 2017/565 para determinar la importancia que otorgará, y de la que deberá informar al cliente, a los factores previstos en el artículo 27.1 MiFID II. Baste por el momento con mencionar que dichos factores son el precio, los costes, la rapidez, las probabilidades de ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza, o cualquier otra consideración. Mientras que los criterios que deberá barajar la ESI son las características del cliente, las características de la orden, de los instrumentos financieros, así como las características de los centros de ejecución a los que se dirija dicha orden.

En cualquier caso, nótese la errata que contiene el artículo 66.3 a) del Reglamento Delegado 2017/565, cuyo contenido remite equívocamente, respecto de los citados criterios, al artículo 59 del mismo cuerpo legal, en lugar del artículo 64 que es donde ciertamente figuran.

Huelga decir que como parte de estas medidas encaminadas a combatir el carácter genérico y uniforme que suele acompañar a la información sobre la política de ejecución de órdenes, cuando la ESI invite a sus clientes a elegir un determinado centro de ejecución, deberá ofrecer información imparcial, clara y no engañosa, de tal suerte que con ella se evite que el cliente se decante por un centro u otro basándose únicamente en la política de precios aplicada por la empresa, sin llegar a tener en cuenta ningún otro elemento.

6. Información en una comunicación publicitaria

Frente a las obligaciones de información genéricas, las comunicaciones publicitarias han captado una atención limitada tanto en la MiFID II, como en el Reglamento Delegado 2017/565²²². Ello a pesar de las conclusiones alcanzadas en el informe de la Comisión sobre vulnerabilidad de los consumidores, en el que la comunicación publicitaria fue identificada como la principal de las cinco manifestaciones básicas de la especial debilidad de los consumidores²²³.

Por otra parte, tampoco puede ignorarse el hecho de que los inversores minoristas no leen, ni mucho menos comparan, la información que se les proporciona a través de los folletos informativos. En su lugar, prefieren la consulta de documentos más livianos y breves como las comunicaciones publicitarias. Circunstancia que ha sido aprovechada en numerosas ocasiones por las empresas para influir en las decisiones de los inversores a través de la explotación de los sesgos conductuales que, con suma frecuencia, inciden en los procesos deductivos de aquellos²²⁴. Nos referiremos de forma detallada a los sesgos conductuales en el Capítulo III, sin embargo, es preciso apuntar desde ahora que diversas investigaciones han demostrado que los procesos de toma de decisiones de los inversores minoristas no siguen una senda racional tal y como planteaba el ideal neoclásico. Antes bien, se encuentran influenciados por una serie de circunstancias de naturaleza irracional. En efecto, sucede que a menudo los inversores minoristas se ven especialmente influenciados por ciertos *atajos* cerebrales que pueden, asimismo, ser explotados en el

²²² Limitación en cuanto a su regulación que también se extiende a la Directiva 2009/65 (art. 77).

²²³ Las otras causas identificadas de vulnerabilidad de los consumidores fueron (i) el riesgo sustancialmente superior de obtener resultados negativos, (ii) poseer características que limiten su capacidad de maximizar el bienestar, (iii) presentar dificultades para obtener o asimilar información, y (iv) manifestar incapacidad o imposibilidad de comprar, elegir o acceder a productos adecuados. *Vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Consumer vulnerability across key markets in the European Union*, enero de 2016, pp. XVII y ss., disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consumers-approved-report_en.pdf.

²²⁴ En este sentido, recuérdese el material publicitario que se ponía a disposición de los inversores minoristas antes de la entrada en vigor de la MiFID I, cuyo contenido ponía el foco casi en exclusividad en las ventajas y el rendimiento esperado del producto, sin recaer en sus riesgos o en los costes y gastos. A este respecto *vid.* los casos de *Credit Suisse* y *Yorkshire Building Society* cuya engañosa promoción de productos financieros culminó con millonarias multas impuestas por la FCA en Reino Unido. FCA, *Financial Conduct Authority fines Credit Suisse and Yorkshire Building Society for financial promotions failures*, 16 de junio de 2014, disponible en <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/financial-conduct-authority-fines-credit-suisse-and-yorkshire-building-society>.

material publicitario que se le suministre a fin de obtener de ellos una decisión de inversión poco eficiente²²⁵.

Sin embargo, esta especial coyuntura y su incidencia en los inversores minoristas no parece haber sido tomada en cuenta por el regulador europeo, cuyo régimen proteccionista sigue obcecado en el paradigma de la información, lo que queda patente con la intensificación de los requisitos informativos en MiFID II. En otras palabras, se presta demasiada atención a la cantidad de información que debe suministrarse al cliente, y se descuida la forma en la que este gestiona dicha información, a menudo influenciado por unos sesgos que no se han llegado a valorar.

En este sentido, el artículo 46.5 del Reglamento Delegado 2017/565 indica que las comunicaciones publicitarias deberán ser coherente con la posterior información que la ESI suministre a los clientes en el curso de la prestación del servicio de inversión o auxiliar. Cuando en la comunicación publicitaria se haga una oferta para cumplimentar un acuerdo acerca de un instrumento financiero, un servicio de inversión o auxiliar, con cualquier persona que atienda a la propaganda, así como cuando, a *sensu contrario*, dicha comunicación invite a que cualquier persona realice una oferta para la celebración de un acuerdo sobre un instrumento financiero, servicio de inversión o auxiliar, deberá incluirse en la misma la información pertinente sobre la propia ESI, la concerniente a los instrumentos financieros y la relativa a los costes y gastos.

Nótese del contenido de la norma recogida, dos cuestiones relevantes. En primer lugar, la brevedad con la que se zanja el tratamiento de las comunicaciones publicitarias. No olvidemos que mediante este recurso puede llegar a suministrarse a los inversores minoristas importantes cantidades de información precontractual cuya naturaleza no debería ser ignorada, más allá de que la misma, además podrá integrar el contrato²²⁶.

Una segunda cuestión de notable trascendencia que se incardina además con nuestro argumento, es el descuidado enfoque de las pautas de comportamiento de los inversores minoristas. Si, como venimos sosteniendo y, en última instancia, avalan importantes

²²⁵ Sin perjuicio de su posterior estudio, vale la pena mencionar de forma general pero teniendo en cuenta su relación directa con las comunicaciones publicitarias, el sesgo del anclaje y el efecto halo. El primero se manifiesta otorgando mayor valor a la información que se ha obtenido antes, desechando por tanto cualesquiera otros datos que posteriormente puedan llegar a contradecir los primeros. Este sesgo puede ser aprovechado para emitir comunicaciones publicitarias incompletas, así como excesivamente positivas sin recaer en los riesgos que realmente implica la operación, a fin de crear en el cliente una primera impresión de rentabilidad. El segundo de los sesgos mencionados se revela cuando se emiten juicios basados únicamente en una cualidad o dato que en modo alguno representa la totalidad del objeto de juicio. En el ámbito financiero y de la publicidad puede aprovecharse para conseguir del inversor minorista una calificación positiva de los instrumentos o servicios en función de unos escasos datos proporcionados de forma oportunista, como pueden ser los pasados resultados de la entidad.

²²⁶ Con todo, no olvidamos, que la integración en el contrato del contenido de la promoción y publicidad, establecida en el artículo 61 TRLGDCU, resulta de incuestionable aplicación a las comunicaciones comerciales de instrumentos financieros, tal como se desprende del artículo 59 del mismo cuerpo legal. En cualquier caso, en el aspecto concreto que estamos tratando su utilidad será escasa.

estudios científicos²²⁷, la publicidad puede llegar a valerse de los sesgos conductuales de los clientes a los que se dirige, ejerciendo en ellos una influencia distorsionante en la toma de decisiones, entendemos que habría sido, y sigue siendo, necesario abordar la cuestión no solo desde el aspecto formal que actualmente prevalece, sino también desde estos otros ángulos igualmente influyentes en los procesos decisorios de los inversores menos avezados.

En cambio, los numerosos escándalos en torno a la deficiente comercialización de instrumentos y servicios financieros fueron atajados en la normativa europea, al menos en lo relativo a los deberes de información, desde un plano meramente normativo.

Lo anterior no quiere decir que el actual enfoque normativo resulte errado, sino más bien insuficiente. Razón por la que, desde este planteamiento abogamos por un marco proteccionista más completo en el que se reconozcan los límites de la provisión de información a los inversores minoristas, al tiempo que se incorporan los resultados de las investigaciones en materia de comportamiento cuyas conclusiones suelen cimentarse en torno a una simplificación, estandarización y mejor visualización de la información²²⁸.

V. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN POSTCONTRACTUAL

A lo largo de la vigencia del contrato que une a la ESI con el cliente, subsisten una serie de deberes informativos de naturaleza *ex post* que pasamos a analizar. A tales efectos, resulta conveniente partir de las disposiciones del artículo 25.6 MiFID II, que precisa la obligación de las ESI de proporcionar a los clientes informes adecuados sobre el servicio prestado. En ellos se incorporarán comunicaciones periódicas a los clientes, se hará

²²⁷ En este sentido *vid.* los trabajos de ACKERT, L. F. y DEAVES, R., *Behavioral finance. Psychology, Decision-Making, and Markets*, South-Western Cengage Learning, Estados Unidos, 2009; BARBER, B. M., ODEAN, T., y ZHENG. L., “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows”, *Journal of Business*, núm. 6, vol. 78, 2005, pp. 2095 y ss.; BERTRAND, M., KARLAN, D., MULLAINATHAN, S., SHAFIR, E., y ZINMAN J., “What’s Advertising Content Worth? Evidence from a Consumer Credit Marketing Field Experiment” *The Quarterly Journal of Economics*, núm. 1, vol. 125, 2010, pp. 263 y ss.; BRENNCKE, M., “The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation”, ... *ob. cit.*, pp. 853 y ss.; CAPON, N., y FITZSIMONS, G. J., “An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision”, *Journal of Financial Services Research*, núm. 10, 1996, pp. 59 y ss.; COX, R. y DE GOEIJ, P., *What Do Investors Learn from Advertisements?*, 8 de septiembre de 2017, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3034144>; CRONQVIST, H., *Advertising and Portfolio Choice*, 26 de julio de 2006, disponible en <https://ssrn.com/abstract=920693>; DANIEL, K., HIRSHLEIFER, D., y TEOH, S. H., “Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, núm. 1, 2002, pp. 139 y ss.; HUHMANN, B., y BHATTACHARYYA, N., “Does Mutual Fund Advertising Provide Necessary Investment Information?”, *International Journal of Bank Marketing*, núm. 4, vol. 23, 2005, pp. 296 y ss.; HÜSSER, A., y WIRTH, W., “Gravitation Toward Prior Performance in Mutual Fund Advertisings: Do Consumer Investors' Processing Abilities Account for Biased Information Processing?”, *The Journal of Consumer Affairs*, núm. 2, vol. 47, 2013, pp. 220 y ss.; y JORDAN, J., *Behavioral Finance Und Werbung Für Investmentfonds: Beeinflussung Der Risiko-Rendite-Wahrnehmung Privater Anleger*, Deutscher Universitätsverlag, Alemania, 2004, entre otros muchos.

²²⁸ BRENNCKE, M., “The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation”, ... *ob. cit.*, pp. 862 y ss. Volveremos sobre ello más adelante cuando analicemos la nota de síntesis del folleto informativo y el *key information document*, pp. 89 y ss.

referencia a la naturaleza del servicio prestado y se incluirán los costes de las operaciones y servicios realizados.

1. Información sobre el estado de los instrumentos financieros o fondos de los clientes

En aquellos supuestos en los que la ESI mantenga instrumentos financieros o fondos de sus clientes, deberá remitirles, al menos trimestralmente, un estado de los mismos, salvo que tal información ya se haya puesto a disposición del cliente en otro documento de estado periódico. A petición del cliente y previo pago, es posible pactar una periodicidad inferior²²⁹.

En la provisión a los clientes del estado de los instrumentos financieros o fondos puestos en manos de la ESI, deberá constar, (i) los datos de los instrumentos o fondos mantenidos por la ESI al final del periodo cubierto por la información; (ii) referencia a la medida en que dichos instrumentos o fondos han sido objeto de operaciones de financiación de valores; (iii) la cuantía, así como la base de devengo de cualquier beneficio generado en favor del cliente; (iv) indicación de los activos o fondos que se encuentran sujetos o exentos de lo dispuesto en la MiFID II, así como referencia a aquellos que estén sujetos a acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad; (v) indicación de aquellos activos que se vean afectados por cualquier circunstancia en relación con la propiedad de estos, tales como la incidencia de un derecho de garantía; y (vi) el valor del mercado de los instrumentos financieros o, en caso de no estar disponible, el valor estimado de los mismos previa indicación que refleje que tal ausencia puede deberse a una falta de liquidez²³⁰.

Es necesario mencionar que, como excepción a la puesta a disposición del cliente del documento de estado periódico, la ESI puede habilitar un sistema de consulta en línea siempre que este resulte fácilmente accesible y pueda considerarse como un soporte duradero. Asimismo, deberá constarle a la entidad que el cliente accede a dicho sistema al menos una vez durante el trimestre²³¹.

2. Información cuando se preste el servicio de gestión de cartera

La información postcontractual y periódica que deberán facilitar las ESI a sus clientes cuando les presten el servicio de gestión de carteras, habrá de incluir un análisis equitativo y equilibrado de las actividades efectuadas, así como indicación del rendimiento de la cartera en el periodo recogido.

²²⁹ Artículo 63.1 del Reglamento Delegado 2017/565.

²³⁰ Artículo 63.2 del Reglamento Delegado 2017/565.

²³¹ Artículo 63.2 *in fine* del Reglamento Delegado 2017/565.

En este documento deberá constar, además del nombre de la ESI y la identificación de la cuenta del cliente, (i) información relativa al contenido y la valoración de la cartera, haciendo constar el valor de mercado, o valor razonable en su caso, de cada instrumento financiero, así como el saldo de caja existente al principio y el resultante al final del periodo de información, con especial mención al rendimiento de la cartera en dicho plazo de tiempo; (ii) el montante total correspondiente a honorarios y gastos, especificando el total de honorarios que corresponden a la gestión y los costes totales que se han devengado de la ejecución; (iii) la comparativa del rendimiento obtenido en el periodo cubierto con el indicador de referencia del rendimiento de la inversión previamente acordado; (iv) la cifra total de dividendos, intereses y cualesquiera otros pagos recibidos en el plazo de tiempo recogido por el informe; (v) respecto de los instrumentos financieros de la cartera, la información sobre operaciones societarias que pudieran otorgar derechos; (vi) salvo en aquellos casos en los que el cliente elija recibir la siguiente información de forma separada en relación con cada una de las operaciones que se lleven a cabo, deberá hacerse constar respecto de cada operación ejecutada: la jornada de negociación, hora, tipo de orden, identificación del centro, identificación del instrumento, indicador de compra/venta o naturaleza de la orden si fuese distinta, la cantidad, el precio unitario y la contraprestación total²³².

La periodicidad con la que se facilitarán estos estados será trimestralmente, si bien dicho plazo presenta tres excepciones. La primera, en el caso de que la ESI disponga de un sistema en línea a través del cual el cliente pueda acceder a valoraciones actualizadas de su cartera. La segunda, cuando el propio cliente elija recibir la información de forma separada y en relación con cada una de las operaciones que se realicen. En estos casos, el estado periódico se le suministrará al menos de forma anual. La tercera y última de las excepciones, será concurrente, cuando el acuerdo entre la ESI y el cliente autorice una cartera apalancada, donde el estado periódico deberá suministrarse al menos de forma mensual²³³.

Cuando el cliente haya elegido recibir información de forma separada sobre cada una de las operaciones que realice la ESI en su nombre, esto es, operación por operación, la entidad deberá entregarle la información esencial sobre cada operación. Asimismo, la ESI notificará al cliente la confirmación de la operación a más tardar el primer día hábil después de la ejecución o tras recibir la confirmación del tercero²³⁴.

Finalmente, en caso de que el valor global de la cartera se depreciara un 10%, deberá informarse al cliente, a más tardar, el primer día hábil en que se supere el umbral. Procedimiento que habrá de repetirse si la cuenta del cliente minorista incluye posiciones en instrumentos financieros apalancados o se realizan operaciones que incluyen activos

²³² Artículo 60.2 del Reglamento Delegado 2017/565.

²³³ Artículo 60.3 del Reglamento Delegado 2017/565, si bien debe quedar apuntado que la segunda de las excepciones señaladas no se aplicará a las operaciones en relación con los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 4.1.11.c) y Anexo I, sección C, puntos 4 a 11 de la MiFID II.

²³⁴ Artículo 60.4 del Reglamento Delegado 2017/565.

contingentes, y el valor inicial de cada instrumento se deprecia un 10%²³⁵. Este plazo de notificación disponible para las ESI atiende a una evidencia en la operativa de las entidades. Y es que, con independencia de que deban evaluar el estado global de la cartera al menos una vez al día, no se encuentran obligadas a disponer de sistemas que asuman esta función de forma continua durante todo el día. De esta forma, se establece para la ESI un periodo de tiempo a lo largo del cual debe informar a los clientes, que no debe superar el primer día hábil desde que se produjo la variación. En cualquier caso, debemos hacer notar que el porcentaje de depreciación previsto no está sujeto a modificaciones previo acuerdo de las partes. Esto implica ciertas luces y sombras. Luces, en tanto que esta objeción a la modificación porcentual al alza resulta positiva para los inversores minoristas, que no deberán valorar recibir las comunicaciones de la ESI respecto de un porcentaje mayor. Se evita de esta manera que la entidad se desembarace de su obligación y amplíe el porcentaje previsto –un 10%– a cifras mayores, –v. gr. un 15%–. Sombras, en la medida en que el porcentaje tampoco puede ser modificado a la baja, con lo que no existe opción de negociación del cliente con la ESI a fin de que esta le proporcione información bajo umbrales de depreciación inferiores. Téngase en cuenta que una depreciación de un 10% para un inversor minorista cuya cartera está valorada en 10.000 euros, por ejemplo, supone la nada desdeñable cifra de pérdidas de 1.000 euros²³⁶.

3. Información en materia de costes y gastos conexos

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 24.4 c) MiFID II, la información sobre costes y gastos conexos deberá facilitarse al cliente de forma periódica y, como mínimo, una vez al año mientras perviva la inversión²³⁷.

Mientras que la información sobre los costes facilitada *ex ante* a los inversores contiene, en muchas ocasiones, declaraciones aproximadas y sujetas a cierta incertidumbre, aquella que se proporciona *ex post* deberá, lógicamente, expresar las cifras exactas de dichas partidas, toda vez que en el momento en que esta información es preceptiva ya es posible determinar con precisión qué gastos y en qué cuantía se han devengado. Por tanto, la información se basará en los costes reales y se entregarán de forma personalizada²³⁸.

Es así que, al igual que sucede con los costes que deben comunicarse inicialmente al cliente, estos de naturaleza posterior también deberán incluir los cobrados por la ESI o tercero en relación con la prestación del servicio de inversión o auxiliar, así como todos aquellos que tengan que ver con la producción y la gestión de los instrumentos

²³⁵ Artículo 62 del Reglamento Delegado 2017/565.

²³⁶ Comparativamente hablando téngase en cuenta que para el año 2020 en curso, el salario mínimo interprofesional ha quedado fijado en 950 euros, lo que nos puede dar un punto de partida en cuanto a la valoración de establecer la opción, para los inversores minoristas, de determinar unos porcentajes inferiores.

²³⁷ Artículo 211 TRLMV y 65 RD 217/2008.

²³⁸ Artículo 50.9 del Reglamento Delegado 2017/565.

financieros. En análogo sentido, las cuantías definitivas se expresarán como importe en efectivo y de forma porcentual²³⁹.

La periodicidad con la que deberá remitirse esta información a los clientes será anual cuando la ESI haya recomendado o vendido los instrumentos financieros, o bien cuando haya facilitado al cliente el DDF, y mantengan o hayan tenido una relación continua con el cliente durante el periodo señalado. Es posible, no obstante, que la ESI opte por expedir esta información de manera conjunta en los informes periódicos que, en su caso, presente al cliente²⁴⁰. En todo caso, la anualidad a la que nos referimos comprenderá los doce meses siguientes al inicio de la relación²⁴¹.

La anteriormente referida ilustración sobre el efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad, también deberá entregarse *ex post* a la prestación del servicio. Dado que la forma en que deberá proporcionarse esta ilustración no ha quedado fijada en la norma, pueden contemplarse diversas opciones tales como un gráfico, un cuadro o un texto descriptivo, siempre que en cualquiera de ellas figuren las exigencias del artículo 50.10 del Reglamento Delegado 2017/565. Tampoco ha quedado previsto el método de cálculo, por lo que la CNMV ha señalado, con fines esclarecedores, que una forma adecuada podría ser exponer la rentabilidad del producto en el año natural objeto de información. De esta manera se permitiría al cliente comparar, disponiendo también de la información sobre los costes, la definitiva rentabilidad²⁴².

VI. EL FOLLETO INFORMATIVO: LA NOTA DE SÍNTESIS Y EL *KEY INFORMATION DOCUMENT*

1. Apuntes introductorios

Es indudable que en el mercado de valores la información reviste una crucial importancia en la toma de cualquier decisión. Combatir la asimetría informativa que afecta a los inversores y especialmente a los minoristas, ha sido una prioridad constante en las numerosas reformas normativas que se han sucedido en este sector. De esta forma, se han ido depurando progresivamente tanto los deberes de puesta a disposición, como el contenido de la propia información que, ya avanzamos, resultaba excesivo y, en ocasiones, se presenta en un lenguaje demasiado técnico. El objetivo principal de las aludidas reformas habidas en esta materia se ha centrado en permitir a los futuros inversores comprender adecuadamente las características y riesgos del producto, así como

²³⁹ Artículo 50.2 del Reglamento Delegado 2017/565.

²⁴⁰ Artículo 50.9 del Reglamento Delegado 2017/565.

²⁴¹ Durante un determinado plazo de tiempo, esta obligación de información quedó sujeta tanto a la normativa MiFID I como II. Piénsese en aquellas relaciones que finalizaron en 2018. En tales casos y dado que la presentación de informes cubría ambos periodos normativos, la entidades podían, bien calcular los costes de conformidad con los requisitos de la MiFID II, bien emitir informes separados.

²⁴² *Vid.* CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la directiva MiFID II ... ob. cit.*, pp. 37 y ss.

facilitar la eventual comparación entre ellos. Más adelante veremos si este propósito se ha conseguido²⁴³.

Como quiera que el principal cometido del folleto informativo es precisamente actuar como instrumento de puesta a disposición y divulgación de la información entre los inversores²⁴⁴ debemos, a renglón seguido del estudio de las obligaciones de información propiamente, dedicar las siguientes líneas al examen de este documento en el bien entendido de que una correcta estructuración del folleto contribuirá, en la misma medida que el restante arsenal tuitivo, a la protección del inversor minorista.

Conviene recordar previamente que, si bien el artículo 33 TRLMV subraya la libertad en la emisión de valores, en el sentido de no requerir de autorización administrativa previa, no puede ignorarse el hecho de que, pese a ello, la CNMV habrá de verificar la información facilitada²⁴⁵. Más concretamente, y a tenor de lo dispuesto en el artículo 34 TRLMV, el supervisor nacional deberá comprobar el registro previo y la información contenida en el folleto. Comprobación que, tal y como ha confirmado el TS en su Sentencia de 9 de octubre de 2008, convierte esta actividad verificadora de la CNMV en una función pública que va más allá de un mero acto de trámite. Concretamente, como se destaca, se tratará de un acto de confirmación²⁴⁶.

En suma, corresponde a la CNMV, entre otras, la labor de verificar el contenido del folleto en aquellos casos en los que sea preceptivo, esto es, cuando vaya a realizarse una oferta pública de venta o suscripción de valores, o cuando se pretenda la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial²⁴⁷, siempre que estas operaciones no puedan encuadrarse en los supuestos de exención previstos en el TRLMV. Precisamente por la trascendencia que conlleva esta labor verificadora de la CNMV convendría plantearse

²⁴³ Vid. *infra* Apartado 3, Análisis crítico de la información suministrada al inversor minorista por estas vías.

²⁴⁴ En este sentido, entre otros, LARGO GIL, R., “El folleto como instrumento de transparencia en las ofertas públicas y en la admisión a cotización de valores en un mercado regulado”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 150, 2018, pp. 9 y ss., ed. electrónica; ALONSO UREBA, A., “Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores en torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1992”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo III, Civitas, Madrid, 1996, pp. 3077 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El documento con los datos fundamentales como instrumento esencial de información para el inversor minorista en instituciones de inversión colectiva”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 10, 2012, p. 77; y Considerando 3, Reglamento 2017/1129.

²⁴⁵ BELANDO GARÍN, B., “Naturaleza y alcance de la supervisión pública de las emisiones de valores (Comentarios a la sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 2008)”, *Diario La Ley*, núm. 7138, 2009, p. 1, ed. electrónica.

²⁴⁶ En efecto, el Alto Tribunal recuerda que «la decisión de registrar, previa verificación del cumplimiento de los requisitos ya reseñados, tiene, pues, un significado jurídicamente más relevante que el de mero "acto de trámite": supone tanto como confirmar, por parte del organismo público al que se confía la importante tarea de defender los intereses generales del mercado de valores, que la información contenida en el folleto y en los demás documentos exigibles es la establecida por la norma y que los acuerdos de emisión de los valores están exentos de los "muy graves" vicios jurídicos que pudieran poner en peligro los intereses de los inversores o implicar discriminaciones entre ellos».

²⁴⁷ Artículo 34.1 TRLMV y sobre la verificación del folleto por parte de la CNMV vid. artículo 36.1 c) TRLMV.

cuáles serían las consecuencias jurídico-privadas, al margen de la infracción de la normativa administrativa, de la desatención de esta relevante labor de comprobación por parte del supervisor nacional.

Sobre el contenido del folleto, el artículo 37 TRLMV puntualiza que este habrá de incluir información sobre el emisor, así como sobre los valores que se pretendan admitir a negociación en un mercado secundario oficial. Dicha información se mostrará de forma fácilmente analizable y comprensible, debiendo contener además un resumen elaborado en formato estandarizado que, de forma breve y en lenguaje no técnico, incluya información fundamental que ayude a los inversores en la toma de sus decisiones²⁴⁸. En este sentido, el antedicho artículo detalla igualmente qué deberá entenderse por información fundamental, siendo aquella de carácter esencial y que, correctamente estructurada, se pone a disposición de los inversores a fin de que puedan comprender la naturaleza y los riesgos del emisor, del garante de la operación y de los propios valores. En todo caso, y sin perjuicio de lo que reglamentariamente pueda establecerse, en la información fundamental deberá constar: (i) una concisa descripción de las características esenciales y los riesgos relativos al emisor, así como su situación financiera y los garantes de que dispone, tanto activos como pasivos; (ii) una breve exposición de las características esenciales y los riesgos inherentes a la inversión en los valores en cuestión que deberá incluir, además, referencias a los derechos propios de tales valores; (iii) las condiciones de la oferta, haciendo hincapié en los gastos estimados que pueda repercutir en el inversor el propio emisor o el oferente; (iv) información relativa a la admisión a cotización; y, en último lugar, (v) los motivos de la oferta y el destino de los ingresos.

Desde otro punto de vista, pero en suma a lo dicho respecto al resumen, deberá advertirse igualmente: (i) que este debe leerse como introducción al folleto; (ii) que las decisiones de inversión deberán basarse en el examen del folleto en su conjunto, y no solamente en la lectura del resumen; y (iii) no podrá exigirse responsabilidad civil a ninguna persona únicamente con apoyo en el resumen, salvo que este sea manifiestamente engañoso, inexacto, incoherente con el resto del folleto, o resulte incompleto por no aportar información fundamental.

La función informativa del folleto se ha venido constatando desde hace más de treinta años. Sin embargo, habida cuenta de las numerosas reformas normativas que ha sufrido este instituto, puede avanzarse desde estas líneas iniciales que dicho objetivo no parece que se haya alcanzado, al menos no de forma plenamente satisfactoria. A continuación, procederemos a hacer una breve exposición de la evolución que ha tenido la normativa para, posteriormente, hacer unas reflexiones críticas al respecto de la misma.

²⁴⁸ Respecto de dicho resumen, el mismo artículo 37 exime de tal obligación aquellas operaciones de admisión a negociación de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea igual o superior a 100.000 euros.

2. Breves notas sobre la evolución normativa respecto de la nota de síntesis y el *Key Information Document* (KID)

Actualmente, el contenido del KID o documento de datos fundamentales (KID o DDF)²⁴⁹, ha quedado establecido como un documento breve, que no podrá extenderse a más de tres caras, y que deberá tener una presentación y estructura que facilite su lectura. El contenido y el orden en que se distribuirán los datos a lo largo del documento también ha quedado precisado.

Sin embargo, esta sistematización del KID no siempre ha sido así, sino que es fruto de un proceso paulatino que comienza, en el ámbito de la inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)²⁵⁰, con la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre²⁵¹ cuyas previsiones en cuanto al folleto informativo (art. 28) remitían a su anexo A. Es allí donde quedó recogida, de forma poco clara y concisa, la información necesaria que debía suministrarse al inversor²⁵².

Esta Directiva 85/611/CEE fue posteriormente modificada por la Directiva 2001/107/CE²⁵³. Es justamente con esta, donde se comienza a tener en cuenta la evolución de las técnicas de información, introduciéndose un nuevo tipo de folleto para las OICVM, de naturaleza simplificada y de carácter adicional al folleto completo ya existente. Actuación que, a nuestro juicio, comienza a encaminarse en la senda adecuada.

Años más tarde, esta Directiva 2001/107/CE vuelve a ser modificada Directiva 2009/65²⁵⁴ con la finalidad de adaptar el marco legal de los OICVM a los mercados financieros del siglo XXI. Resulta loable este acomodo a la nueva realidad de los mercados financieros, no obstante, y como comprobaremos, los esfuerzos legislativos en este aspecto parecen quedarse generalmente a la saga de esa realidad. En efecto, la evolución de los inversores en cuanto a la forma de enfrentarse a la información que se

²⁴⁹ Con frecuencia se suele hacer referencia a este documento mediante el uso, indistintamente, de las siglas KID correspondientes a su denominación en inglés *Key Information Document*, o DDF relativas a su designación en español, documento de datos fundamentales. En nuestro caso, a partir de este punto emplearemos las siglas KID.

²⁵⁰ Abordaremos esta exposición de la evolución normativa refiriéndonos, en primer lugar, a la acontecida en el ámbito de los OICVM. A continuación, nos centraremos en la originada respecto de los productos de inversión empaquetados y basados en seguros. Finalmente, prestaremos atención a la suscitada en el ámbito de la emisión de valores o de la admisión a cotización oficial en bolsa.

²⁵¹ Directiva del Consejo de 20 de diciembre de 1985 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

²⁵² Basta con consultar el citado Anexo y los dieciocho apartados que contiene, donde tampoco se mencionó la posibilidad de incluir resúmenes, obligando al inversor, si deseaba formarse un juicio fundado sobre la operación, a enfrentarse a la lectura de extensos textos.

²⁵³ Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

²⁵⁴ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

le suministra, ha variado sustancialmente y, a día de hoy, parece no bastar con la provisión de un documento, incluso si este es resumido, para conseguir de él una atención plena y asimilación de su lectura. En todo caso, entre las novedades de la Directiva 2009/65, figuró la previsión de un documento en que se recogieran los datos fundamentales (KIID)²⁵⁵ que, suministrado con antelación a la suscripción del OICVM, contendría exclusivamente la información esencial²⁵⁶ para ayudar al inversor minorista a tomar decisiones de inversión debidamente fundadas.

Dentro del marco de esta misma evolución, la Directiva antes señalada 2009/65, fue posteriormente complementada por el Reglamento 583/2010²⁵⁷ a fin de definir de forma exhaustiva los aspectos pendientes del KIID en cuanto a su contenido y formato. En esta línea, el mencionado Reglamento prevé una serie de disposiciones en cuanto al orden en que deberá presentarse la información en el KIID, debiendo responder a una estructura invariable y a una longitud fija, que no excedería de las dos páginas²⁵⁸. Exigencias que nos parecen desde todo punto acertada pues facilita a quien no está especialmente versado en estos ámbitos, esto es, los inversores minoristas, la comparación de los productos que se le oferten por diversos emisores. A efectos del Derecho de la competencia, resulta igualmente positivo pues impone un formato común e invariable que garantizará una presentación unitaria para todas las entidades.

En el ámbito de los productos empaquetados o basados en seguros²⁵⁹, a raíz de su notable desarrollo, se requirió una mejora de la transparencia. A la conquista de estos fines se orientó el Reglamento PRIIPs, cuyo principal objetivo fue la consecución de unos adecuados niveles de uniformidad respecto de la información que se proporciona a los inversores minoristas en el marco de la comercialización de dichos productos.

En concreto, quedó fijado que, antes de poner a disposición de los inversores los mencionados productos, se debería elaborar un documento de datos fundamentales, al

²⁵⁵ Sin perjuicio de las posteriores reformas que harían cambiar sus siglas identificativas, y de las que a continuación haremos referencia, en el momento de vigencia de la Directiva 2009/65, la abreviatura KIID respondía a la denominación de *Key Investor Information Document*. No puede obviarse que, si bien es menos conocido, es posible referirse al KIID como el documento de datos fundamentales para el inversor o DDFI, tal y como dispone el artículo 3 del Reglamento 583/2010.

²⁵⁶ *Vid.* Artículos 78 a 82 de la Directiva 2009/65.

²⁵⁷ Reglamento 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio *web*.

²⁵⁸ Dicha estructura quedó descrita en los apartados 2 a 13 del artículo 4, del mencionado Reglamento 583/2010.

²⁵⁹ Los productos empaquetados hacen referencia a aquella inversión en la que, con independencia de su forma jurídica, el importe final que deberá reembolsarse al inversor minorista depende bien de las fluctuaciones que experimenten determinados valores de referencia, bien de la evolución de uno o varios activos no adquiridos directamente por el inversor. Son ejemplos paradigmáticos las participaciones en fondos de inversión y los bonos estructurados. Por su parte, en el producto de inversión basado en seguros, el valor de vencimiento o de rescate, está sometida en todo o en parte, y de forma directa o indirectamente, a las fluctuaciones del mercado. Es el caso de los seguros *unit linked*. *Vid.* Artículo 4.1 y 4.2 Reglamento PRIIPs.

que ya nos hemos referido, el KID. Este deberá estar redactado en términos precisos, claros, imparciales y no engañosos, que permitan al cliente, futuro inversor, comprender los detalles del producto. Formalmente se trata de un documento independiente y, por ende, separado del material comercial. Además, deberá ser breve, no pudiendo extenderse a más de tres caras, de acuerdo a una presentación y estructura que facilite su lectura. El contenido y el orden en que se distribuirán los datos a lo largo del documento también ha quedado precisado. Se sigue la misma, ya vista con el KIID, lo cual es un acierto para los inversores que, reiteramos, se encuentran en mejor disposición de contrastar las características de los productos que se les ofertan.

Como quiera que toda la información recogida en el documento será considerada como precontractual, su contenido será vinculante, de tal modo que generará efectos sobre el contrato para los casos en los que resulte engañoso, impreciso o incoherente, incurriendo el productor en responsabilidad civil. Se trata de una previsión sumamente importante en la medida que recoge expresamente consecuencias jurídico-privadas. Ahora bien, ello nos lleva a plantearnos una cuestión relevante. Al no haber estado contempladas con anterioridad tales consecuencias jurídico-privadas, ¿debemos entender que el efecto de un eventual incumplimiento implicaría que no existiera más sanción que la correspondiente a una sanción administrativa? O, por el contrario, dado el enorme impacto que la carencia o falta de información puede tener en el consentimiento dado por el inversor, pudiera traer consigo la aplicación de otros remedios por parte de los Tribunales. Justamente esta última postura es la que se ha venido adoptando en nuestro país, donde numerosas sentencias han considerado la existencia de un vicio en el consentimiento prestado por estos inversores minoristas a los que no se les suministró esta información precontractual.

El contenido del KID previsto en el Reglamento PRIIPs, fue complementado por el posterior Reglamento Delegado 2017/653²⁶⁰ con la intención de detallar con precisión la información que deberá contenerse en cada una de las sesiones del KID, y a las que haremos referencia más adelante.

En lo referente a las exigencias de información en el ámbito de la emisión de valores o de la admisión a cotización oficial en bolsa, debemos partir de la Directiva 80/390/CEE²⁶¹, donde se indicaba la necesidad de publicación de una nota informativa denominada prospecto. El contenido de la información que dicho prospecto debía suministrar destacó, sobre todo, por su notable extensión. Esta amplitud nos resulta

²⁶⁰ Reglamento Delegado 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017, por el que se completa el Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

²⁶¹ Directiva 80/390/CEE del Consejo, de 27 de marzo de 1980, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión, del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores.

entendible desde el punto de vista de la información que debía facilitarse a los asesores, de quienes se espera dispongan de un total y absoluto manejo de todos los pormenores del producto, pero incomprensible respecto de los inversores a quienes, desde esta fecha, se ha venido condenando a la lectura y comprensión de amplísimos documentos técnicos²⁶². Por fortuna esta Directiva 80/390/CEE fue modificada por la Directiva 2001/34/CE²⁶³, en la que ya se prevé la necesidad de información simplificada como medida de protección de los inversores.

Dos años más tarde se promulga, con nuevo espíritu modificador, la Directiva 2003/71/CE en la que se desarrolla el contenido de la nota de síntesis que debe acompañar a los folletos²⁶⁴. Posteriormente, el Reglamento 809/2004²⁶⁵, complementa la citada Directiva en cuanto a la información, el formato, la incorporación por referencia, la publicación y la difusión de los folletos. En cuanto a la nota de síntesis, el artículo 24 indica que corresponderá al emisor, oferente o persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado, determinar el contenido detallado de dicha nota de síntesis. No obstante, tras la posterior reforma del Reglamento 809/2004 llevada a cabo por el Reglamento Delegado 486/2012²⁶⁶, se determinó con mayor precisión el formato y el contenido de la nota de síntesis. En todo caso, su extensión no podrá superar las quince páginas o el 7% de la longitud del folleto, debiendo redactarse en lenguaje claro, y presentando la información de manera fácilmente accesible y comprensible. Esta longitud prevista nos da idea de cómo ha ido evolucionando la exigencia y limitándose la extensión.

La Directiva 2003/71/CE fue finalmente derogada por el Reglamento 2017/1129²⁶⁷, en la búsqueda, tal y como se recoge en sus Considerandos, de la ansiada Unión de Mercados de Capitales, o lo que es lo mismo, el fomento de una mayor diversidad de fuentes de capital en todo el territorio de la Unión. Destacamos la nueva limitación de la extensión de la nota de síntesis, que queda ahora concretada en siete páginas máximo, con lo que,

²⁶² A tales efectos y a título de ejemplo, el prospecto para la admisión de acciones a cotización oficial en una bolsa de valores debía hacer referencia aproximadamente a más de ochenta cuestiones distintas, no previéndose un prospecto simplificado para los inversores. *Vid.* Anexo, esquema A de la Directiva 80/390/CEE.

²⁶³ 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.

²⁶⁴ A tales efectos, este no deberá superar las 2.500 palabras y deberá redactarse en lenguaje no técnico, reflejando las características y los riesgos tanto del emisor, como de los posibles garantes y los valores, *vid.* Considerando 21 y artículo 5.2 Directiva 2003/71/CE.

²⁶⁵ Reglamento 809/2004²⁶⁵ de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

²⁶⁶ Reglamento Delegado 486/2012 de la Comisión, de 30 de marzo de 2012, por el que se modifica el Reglamento (CE) 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información.

²⁶⁷ Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

al igual sucede con el KID, se sigue una senda reduccionista de positiva relevancia, pero sobre la que deben, aun con todo, hacerse algunas reflexiones²⁶⁸.

Finalmente, las previsiones del Reglamento 2017/1129 han sido objeto de recientes reformas previstas por el Reglamento Delegado 2019/979²⁶⁹ y Reglamento Delegado 2019/980²⁷⁰, respectiva y consecutivamente²⁷¹.

La exposición realizada nos permite poner de manifiesto las similitudes de contenido y formato de la nota de síntesis y el KID. En este sentido, cabría preguntarse si, a resultas de la presentación del KID, ya no sería necesaria la aportación de la nota de síntesis. Sin perjuicio del mayor desarrollo de esta cuestión que haremos seguidamente, lo cierto es que el Reglamento PRIIPs no supone la derogación o supresión de la entrega de cualesquiera otros documentos que sean precisos en materia informativa²⁷². El propio Reglamento subraya [art. 8.3 i)] que, en el apartado del KID denominado *Otros datos de interés*, debe figurar «una indicación sucinta de cualquier documento de información adicional que deba facilitarse al inversor minorista en las fases precontractual o postcontractual, con exclusión de cualquier material comercial».

Este paralelismo, por tanto, responde a un interés consciente del regulador comunitario que manifiesta que «la nota de síntesis del folleto debe seguir en la medida de lo posible el modelo del documento de datos fundamentales» siempre que los valores estén comprendidos en el ámbito de aplicación tanto de uno, como de otro Reglamento²⁷³. Con ello se pretende reutilizar el contenido del KID en la nota de síntesis, reduciendo por esta vía los costes de cumplimiento y la carga administrativa. Ahora bien, cuando se requiera

²⁶⁸ Vid. *infra* apartados 3.1: La excesiva extensión del folleto informativo. La paradoja de la transparencia, pp. 97 y ss., y 3.2: La obesidad informativa.

²⁶⁹ Reglamento Delegado 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) núm. 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión.

²⁷⁰ Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión.

²⁷¹ Por lo que atañe a las primeras, el Reglamento Delegado 2019/979 señala que la información financiera que se recoja en las notas de síntesis de los folletos debe hacer referencia al rendimiento financiero y a la situación financiera del emisor, lo que incluye aportar una visión general, aunque sucinta de los activos, los pasivos y la rentabilidad del propio emisor, de tal forma que sobre su base el futuro inversor pueda llevar a cabo la necesaria evaluación preliminar. A propósito de la segunda de las reformas, el Reglamento Delegado 2019/980 ha establecido los requisitos en cuanto al formato del folleto y su contenido, si bien debe advertirse que, habida cuenta de que estos dependen de múltiples factores (tipo de emisor, tipo de valor, tipo de emisión...), se fijan diversos requisitos en atención al tipo de folleto concreto. No obstante, deben mantenerse unos requisitos de información específicos que servirán de base.

²⁷² En este sentido, MAYORGA TOLEDANO, M. C., “La protección del inversor minorista en el Reglamento UE 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales”, ... *ob. cit.*, pp. 9 y ss., ed. electrónica.

²⁷³ Nos referimos, por una parte, al Reglamento PRIIPs y, por otra, al Reglamento 2017/1129.

la presentación del KID deberá presentarse también la nota de síntesis, pues el mencionado KID no contiene información esencial sobre el emisor y la oferta pública o la admisión a cotización. Por tanto, si bien el contenido del KID puede considerarse incluido en la nota de síntesis, no puede mantenerse esta similitud a la inversa ya que el contenido de la nota de síntesis supera en ciertos aspectos al KID.

3. Análisis crítico de la información suministrada al inversor minorista por estas vías

3.1. La excesiva extensión del folleto informativo. La paradoja de la transparencia

Insistir en el papel relevante de la normativa de fomento de la transparencia en el ámbito financiero sería perseverar en un argumento reiterativo con el que estamos plenamente de acuerdo. No es ocioso recordar que *«la transparencia o disclosure es realmente la clave para diferenciar las operaciones financieras de un mero sistema de apuestas y probablemente el único mecanismo capaz de colocar la lógica del mercado por encima de aquellas otras reglas encargadas de presidir el ordenado funcionamiento de un casino»*²⁷⁴.

La consecución de unos adecuados niveles de transparencia se consigue mediante la provisión de información, cuyo soporte de presentación tradicional suele ser el folleto informativo. Documento este que, en muchas ocasiones, constituye el primer contacto del futuro inversor con el instrumento financiero.

Es sabido que, a pesar de que la terminología empleada, folleto o prospecto, pueda generar en el inversor, y especialmente en el menos experimentado, la sensación de estar en presencia de un instrumento de escasa longitud o de naturaleza liviana, lo cierto es que, desde la perspectiva de los inversores minoristas, se trata de un documento extenso y excesivamente arduo²⁷⁵.

Como ya hemos advertido, para paliar esta circunstancia las sucesivas reformas legislativas han venido incorporando una serie de remedios que, ya sea en forma de nota

²⁷⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 62, 1992, p. 369 y *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008, p. 424. En análogo sentido, BRANDEIS, L. D., “What Publicity Can Do”, en *Other people's money*, F. A. Stokes, Nueva York, 1914, disponible en <http://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-chapter-v>; advertía que *«la publicidad es justamente elogiada como un remedio para las enfermedades sociales e industriales. Se dice que la luz del sol es el mejor desinfectante; la luz eléctrica es el policía más eficiente. Y la publicidad ya ha jugado un papel importante en la lucha contra el Money Trust»* (*«publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman. And publicity has already played an important part in the struggle against the Money Trust»*).

²⁷⁵ LARGO GIL, R., “El folleto como instrumento de transparencia en las ofertas públicas y en la admisión a cotización de valores en un mercado regulado”, ... *ob. cit.*, p. 4, ed. electrónica.

de síntesis o de KID, ofrecen contenidos simplificados al inversor minorista como complemento al clásico y complejo folleto. Esta necesidad de añadir elementos que modulen y faciliten la comprensión de la información contenida en el folleto, nos lleva a plantearnos hasta qué punto el cumplimiento de la obligación de publicación del folleto realmente refuerza la necesaria transparencia en el tráfico o, paradójicamente, socava las intenciones del regulador.

Una rápida consulta a los folletos depositados y aprobados por la CNMV en el año 2019 nos desvela que el folleto es una herramienta de información excesivamente amplia, técnicamente compleja y de gran densidad²⁷⁶. Sin embargo, el contenido del folleto responde a las exigencias legales que sucesivamente han ido ampliando, matizando y, en general, completando la información que deberá constar en el texto²⁷⁷. Las razones ya las conocemos, y pueden resumirse en la necesidad de paliar las negativas consecuencias de la falta de transparencia y la inadecuada comercialización de productos financieros acaecida en nuestro país. Pero, aún con todo, no puede ignorarse la evidente paradoja que se suscita cuando, como respuesta a la falta de transparencia, se opta por incrementar el volumen de información que deberá facilitarse al cliente hasta límites en los que se desdibuja la frontera entre lo beneficioso y lo perjudicial. En otras palabras, la sobrecarga de información impide que el folleto pueda considerarse como una herramienta eficaz en el tráfico ya que con demasiada frecuencia se confunde la transparencia con la provisión de excesiva información. No puede hablarse de una efectiva tutela del inversor cimentada en mayores niveles de información cuando esta se presenta de forma confusa, plagada de tecnicismos y en cuantía desmesurada, confundiendo cantidad con calidad. En resumen, *«la información que nos conduzca a un mercado con niveles de transparencia aceptables debe ser clara y útil, lo relevante no es en sí la cantidad»*²⁷⁸.

Tras esta aseveración que compartimos subyacen una serie de elementos que deben ser puestos de manifiesto. El primero, es que la imposición de mayores exigencias informativas no garantiza que no se incluyan referencias inexactas o falseadas a propósito en el folleto²⁷⁹. El segundo es que, unos mayores requerimientos en cuanto al contenido

²⁷⁶ Vid. por ejemplo la extensa documentación publicada por el banco Santander a propósito de la operación de emisión de bonos y obligaciones simples y valores de renta fija estructurados. De manera más concreta, dicha operación, no olvidemos, dirigida a inversores minoristas, se compone de un Folleto de Base (registrado el 5 de abril de 2019) de 170 páginas, un Primer Suplemento al mismo de 26 páginas (registrado el 28 de mayo de 2019), un Segundo Suplemento de 27 páginas (registrado el 18 de agosto de 2019) y un documento de Condiciones Finales de 52 páginas (registradas el 19 de septiembre de 2019). Todos los documentos mencionados pueden consultarse en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=19>.

²⁷⁷ Vid. las modificaciones introducidas por el Reglamento Delegado 486/2012 o el Reglamento 2017/1129, entre otros.

²⁷⁸ MAYORGA TOLEDANO, M. C., “La protección del inversor minorista en el Reglamento UE 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales”, ... *ob. cit.*, p. 1, ed. electrónica.

²⁷⁹ Baste recordar el caso Bankia y su catastrófica salida a Bolsa donde *«la incorrección, inveracidad, inexactitud o los errores contables sobre esos datos publicados en el folleto, lleva a concluir que la información económica financiera contable divulgada al público suscriptor, resultó inexacta e incorrecta, en aspectos relevantes, primordiales y sustanciales como son los beneficios y las pérdidas de la sociedad emisora; por tanto, se vulneró la legislación expuesta del Mercado de Valores»*, STS 23/2016 de 3 febrero (ECLI: ES:TS:2016:91).

del folleto pueden llegar a suponer unos costes burocráticos y económicos para las ESI, en ocasiones difíciles de asumir, llegando a actuar incluso como mecanismo disuasorio a la hora de acceder a esta forma de financiación. El tercer elemento que destacamos es que aunque se atiende a la mayor cantidad de información que se solicita, ello no implica que el inversor la lea. Muy al contrario, con demasiada frecuencia el efecto suele ser el opuesto y, viéndose el inversor abocado a la lectura de un material, en el mejor de los casos, abundante y, en el peor, árido y difícil de comprender, se abandona todo intento de acercamiento al instrumento financiero que acabará contratándose. Es así que, como venimos sosteniendo, «*la transparencia informativa, como paradigma de nuestro mercado de valores, es una herramienta muy limitada*»²⁸⁰.

Ahora bien, lógicamente no puede dejarse al arbitrio de los intervinientes en la cadena de comercialización la información precontractual que deberán suministrar a los posibles clientes, por lo que las actuaciones del legislador, tal y como hemos constatado *ut supra*, se han encaminado, de una parte, a renovar y perfeccionar en todo cuanto sea necesario el entorno normativo aplicable a los folletos en el ámbito de la Unión y, de otra, a adaptar el marco de transparencia a estándares más adecuados para los inversores minoristas, como sabemos, menos familiarizados con estas operaciones. A tales efectos pueden citarse los anteriormente mencionados Reglamento PRIIPs y Reglamento 2017/1129, este último recientemente reformado por el Reglamento Delegado 2019/979 y el Reglamento Delegado 2019/980.

Así, por ejemplo, teniendo en cuenta los costes tanto burocráticos, como económicos a los que antes hacíamos referencia y que podrían llegar a suponer para las empresas obligadas a elaborar folletos informativos una importante traba de gran entidad, se ha procedido a flexibilizar en el Reglamento 2017/1129 el importe total a partir del cual este no será de aplicación a una oferta pública de valores (OPV). De esta forma, y para evitar que los posibles costes de elaboración del folleto pudiesen, en algunos casos, resultar desproporcionados respecto a los ingresos de la OPV, se ha aumentado a 1.000.000 de euros la anterior cifra de 100.000. Dicho de otra manera, si antes de la entrada en vigor del Reglamento 2017/1129 quedaban exentas de la elaboración de folleto solamente aquellas OPV cuyo importe total fuese inferior a 100.000 euros calculados en un periodo de 12 meses [art. 3.2.e) Directiva 2003/71], ahora se ha extendido la cifra abarcando aquellas ofertas de hasta 1.000.000 de euros calculados durante el mismo periodo de tiempo²⁸¹.

²⁸⁰ LARGO GIL, R., “El folleto como instrumento de transparencia en las ofertas públicas y en la admisión a cotización de valores en un mercado regulado”, ... *ob. cit.*, p. 4, ed. electrónica. No obstante, la rotundidad de la cita exige por nuestra parte cierta matización. Y es que no podemos desmerecer la trascendencia de la transparencia informativa. Pero sucede que en el panorama actual, en constante búsqueda de mayores cuotas de transparencia mediante la provisión de mayor información, esta herramienta se ha tornado en un arma de doble filo. Positiva en tanto que minorra las posibilidades de fraudes y aumenta la cantidad de información disponible. Y negativa cuando, a raíz de ese aumento, el inversor más *desvalido* se ve abocado a la lectura de considerables paquetes informativos.

²⁸¹ No obstante, debe quedar dicho que no es posible para los Estados miembros proceder a una minoración de la señalada cifra de 1.000.000 de euros. Esto es, no podrá preverse la exención respecto de un importe total de menor entidad al recogido en el Reglamento 2017/1129. Si se dispone, por su parte, la posibilidad

De igual forma, para facilitar mayores niveles de comprensión por parte de los inversores minoristas y de alguna forma paliar el desinterés e incompreensión que suscita la lectura del folleto informativo, el Reglamento 2017/1129 y el Reglamento Delegado 2019/979, regulan la información fundamental que debe constar en la nota de síntesis del mismo. Asimismo, en el marco de la comercialización de productos empaquetados o basados en seguros, el Reglamento PRIIPs y posteriormente el Reglamento Delegado 2017/653, recogen el contenido del KID.

Con estas novedades se pretende avanzar, por la senda adecuada, hacia la Unión de los Mercados de Capitales al tiempo que se refuerza la protección del inversión y se promueve la eficiencia del mercado.

3.2. *La obesidad informativa*

Hemos hecho referencia a la excesiva extensión que puede alcanzar el folleto informativo y las consecuencias paradójicas que ello puede implicar en el inversor, especialmente el minorista. Asimismo, hemos mencionado que, para reducir estos efectos desfavorables se han venido tomando una serie de medidas legislativas, tales como la previsión de las notas de síntesis o la introducción del KID. No obstante, y a pesar del esfuerzo legislador, el problema parece persistir situando al inversor minorista en el núcleo de una situación que bien podríamos calificar o denominar de *obesidad informativa* por los motivos que a continuación detallaremos.

En efecto, tal y como venimos reiterando, las obligaciones de información se han planteado como la principal herramienta de empoderamiento de los inversores, toda vez que se espera que mediante su cumplimiento se reduzca la asimetría informativa imperante en el mercado. Al mismo tiempo, se pretende facilitar a los inversores la toma de decisiones más racionales. Sin embargo, como ya se ha subrayado, un exceso de información conduce a efectos paradójicos y contraproducentes²⁸².

de ampliar la dispensa de elaboración de folleto a OPV que no superen los 8.000.000 de euros. La justificación aportada por el regulador comunitario se basa en la diferencia de tamaño entre los mercados financieros de la Unión. *Vid.* Considerando 13 del Reglamento 2017/1129.

²⁸² Por otra parte, también existen opiniones que sostienen que los inversores minoristas ya se encuentran protegidos por los precios de mercado, los cuales reflejan toda la información relevante para ellos. En opinión de algunos autores, en un mercado eficiente los inversores minoristas se benefician de los esfuerzos de los inversores más sofisticados, no necesitando en consecuencia un acceso igualitario a la información, ya que esta solamente será útil, como decimos, para los inversores profesionales que serán, en última instancia, quienes obtengan un precio justo del que, posteriormente, sacarán rédito los minoristas. *Vid.*, ENRIQUES, L., y GILOTTA, S., “Disclosure and Financial Market Regulation”, en *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (MOLONEY, N., FERRAN, E., y PAYNE, J., Eds.), Oxford University Press, Reino Unido, 2015, pp. 515 y ss. Como es de esperar no podemos coincidir plenamente con esta postura pues, además del precio, los inversores minoristas necesitan más información sobre el producto financiero en cuestión para comprobar hasta qué punto se ajusta a sus preferencias individuales de inversión, pensemos en el riesgo o la complejidad del instrumento. Y es precisamente aquí donde el exceso de información se torna igualmente perjudicial. En este sentido, COLAERT, V., “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, *Journal of Financial Regulation*, 2016, núm. 2, pp. 210 y ss.

No es la primera vez que se analizan los efectos de la sobrecarga de información en los mercados²⁸³, llegando a conclusiones que son extrapolables a este caso. Y es que, de acuerdo con la teoría tradicional del Derecho y de la economía, si el procesamiento de la información es más costoso que los beneficios esperados de la misma, la decisión más eficiente será ignorarla. Esta conclusión que puede parecer ilógica pues ¿quién ignoraría información relevante en un ámbito tan complejo como el mercado de valores?, tiene en nuestro país paradigmáticos ejemplos. Es el caso de las participaciones preferentes y su masiva colocación no solo a inversores minoristas, sino también a profesionales, a pesar de que ya en 2002 el Banco de España (BdE) advertía en su *Informe de Estabilidad Financiera* que su liquidez en el mercado secundario era muy escasa y que su rentabilidad no era acorde con el riesgo asumido²⁸⁴.

En definitiva, cuando existe una sobrecarga de información, la respuesta suele ser contraproducente, optándose por desatenderla²⁸⁵. Consciente de ello el legislador comunitario señala en el Reglamento PRIIPs (Considerando 15) que «*debe proporcionarse a los inversores minoristas la información necesaria para que tomen una decisión de inversión informada y comparen diferentes productos empaquetados o basados en seguros, aunque si la información no es breve y concisa, existe el riesgo de que no la aprovechen*». Es así que el contenido del KID se presenta únicamente con la información fundamental y en una extensión que no sobrepase las tres caras de un folio estándar²⁸⁶. Por su parte, la nota de síntesis se plantea como un resumen sucinto, sencillo y de fácil comprensión para los inversores.

²⁸³ Vid. entre otros muchos, BENSTON, G. J., “Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products”, *Journal of Financial Services Research*, núm. 3, vol. 17, 2000, pp. 290 y ss., señala que en la evaluación de los beneficios netos de la compra de cualquier producto el consumidor debe barajar y tener en cuenta una serie de factores que influirán en mayor o menor medida. En cualquier caso, para llegar a una conclusión plenamente informada, el consumidor requerirá de varias fuentes de datos. Sin embargo, tal y como sostiene el autor, si en el transcurso de estos “juicios informados” el consumidor encontrase, aun actuando en su propio interés, que el costo del análisis excede sus beneficios, lo más probable es que abandone la tarea y confíe en la reputación del vendedor o en las experiencias de otros consumidores. Por su parte, en un estudio anterior, GREYER, D. M., SCHWARTZ, A., y WILDE, L. L., “The irrelevance of information overload: an analysis of search and disclosure”, *Southern California Law Review*, vol. 59, 1986, pp. 277 y ss., concluían que cuando en la toma de decisiones intervenían una gran cantidad de opciones tornando la tarea en compleja en comparación con el tiempo que requería y en comparación también con la habilidad de los consumidores, la tendencia de estos últimos era elegir la mejor opción que se revelaba de una búsqueda no exhaustiva. Dicho de forma más trivial, si la elección resulta complicada para el consumidor, este acabará decantándose por lo que considera mejor de entre los datos que maneja.

²⁸⁴ BANCO DE ESPAÑA, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre de 2002, p. 41, disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/02/Fic/IEFmnov02.pdf>.

²⁸⁵ En estos casos también se habla de *infoxicación*, un fenómeno que «*alude a un ingente caudal informativo generado por la sociedad de consumo de difícil (si no imposible) filtración, y cuyos extremos se difunden digitalmente en red con efectos tóxicos amplificadores. La hiper-estimulación receptora de datos tiende a colapsar los procesos cognitivos...*», ALEMÁN PÁEZ, F., “Una aproximación conceptual, crítica y contextualizadora al hilo de la «Loi Travail nº 2016-1088»”, *Trabajo y Derecho*, núm. 30, 2017, pp. 12 y ss. Vid. entre otros, URBANO, C., “Algunas reflexiones a propósito de la «infoxicación»”, *Anuario ThinkEPI*, vol. 4, 2010, pp. 304-308; GÓMEZ NIETO, B., “El consumidor ante la infoxicación en el discurso periodístico”, *Estudios sobre el Mensaje Periodístico*, núm. 1, vol. 22, 2016, pp. 313 y ss.; JONES, B., “Dying for information?”, *Management Review*, núm. 7, vol. 86, 1997, p. 9.

²⁸⁶ Sobre el contenido del KID vid. *infra* apartado 3.3.3.

En cualquier caso, en la búsqueda de una mejor información precontractual que transmitir al inversor minorista de forma más efectiva ya sea a través del KID o la nota de síntesis, nos resultan sorprendentes dos cuestiones a las que haremos referencia seguidamente.

Nos referimos, en primer lugar, al solapamiento normativo previsto por el Reglamento PRIIPs en su artículo 3²⁸⁷ y que puede dar lugar a que se apliquen a un mismo producto, además de las directrices del KID, aquellas derivadas de la Directiva 2003/71/CE²⁸⁸ o la Directiva 2009/138, relativas, respectivamente al folleto de emisión y a los seguros de vida. De esta conjunción podría llegar a resultar que al inversor se le suministren dos documentos de similar naturaleza como son el propio KID y el folleto informativo con su respectiva nota de síntesis, siempre que respecto de este último no se cumplan las exenciones a su publicación legalmente previstas. Nos interesa, en consecuencia, analizar hasta qué punto esta circunstancia podría contribuir a la obesidad informativa que es, precisamente, lo que se pretende evitar con la provisión de documentos resumidos.

Nuevamente debemos traer a colación que el objetivo de la nota de síntesis es precisamente proveer al inversor de un resumen de la información fundamental del folleto que le permita comprender las características y riesgos de la operación en términos exactos, imparciales, claros y no engañosos. En este punto, y una vez analizado el contenido del KID, convendría poner en relación ambos documentos. Así las cosas, de la comparación de la información que debe constar en uno y otro²⁸⁹ resulta que las diferencias pueden resumirse en que:

- i. El KID, a diferencia de la nota de síntesis, deberá incluir una advertencia específica para el inversor sobre el hecho de que *«está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de comprender»*. Bien es cierto que podrían conseguirse similares resultados alertadores si en la nota de síntesis se incluyeran avisos que resaltaran el carácter complejo del producto.
- ii. El KID contendrá referencias al perfil de inversor minorista al que se orienta el producto, haciendo particular hincapié en su capacidad para soportar pérdidas, su horizonte de inversión, así como sus conocimientos teóricos y experiencia anterior.
- iii. En la nota de síntesis no se incorporan alusiones a qué sucedería si el productor no pudiese pagar. En este sentido, el KID reflejará si las eventuales pérdidas quedarán cubiertas por un régimen de compensación o garantía. Información esta que podría llegar a resultar sobrante pues debe recordarse que los fondos de

²⁸⁷ «Artículo 3: 1. Si los productores de productos empaquetados o basados en seguros sujetos al presente Reglamento lo están también a la Directiva 2003/71/CE, se aplicarán ambos actos jurídicos.

2. Si los productores de productos empaquetados o basados en seguros sujetos al presente Reglamento lo están también a la Directiva 2009/138/CE, se aplicarán ambos actos jurídicos».

²⁸⁸ Como ya se ha dicho, la mencionada Directiva 2003/71 fue finalmente derogada por el Reglamento 2017/1129, por lo que habrá de estarse a sus disposiciones.

²⁸⁹ Sobre el contenido de la nota de síntesis *vid.* artículo 7 Reglamento 2017/1129, artículos 1 a 9 Reglamento Delegado 2019/979 y artículos 12 a 17 Reglamento Delegado 2019/980.

garantía solo cubren los depósitos y, en caso de los instrumentos financieros, no cubren las eventuales pérdidas de valor de los títulos.

- iv. Finalmente, en cuanto a la extensión total de ambos documentos las diferencias no son tan notables. Mientras que el KID no puede superar, como máximo, las tres caras de un folio A4, la nota de síntesis no sobrepasará los siete folios en total.

Siendo así, y dado que de ambos documentos puede predicarse su naturaleza precontractual²⁹⁰, la diferencia más relevante parece residir en la mención que incluye el KID acerca del tipo de cliente al que se enfoca el producto, su capacidad para soportar pérdidas, así como su horizonte de inversión. Sin embargo, y como veremos en el capítulo dedicado a las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, el objetivo de uno y otro test es precisamente obtener esa información del cliente. Es decir, a través de las evaluaciones de idoneidad y conveniencia se pretende justamente conocer cuál es el horizonte de inversión planificado por el cliente, así como su capacidad para soportar pérdidas y su tolerancia al riesgo, de manera que sobre la base de dicha información pueda llevarse a cabo un servicio de asesoramiento financiero o puedan realizarse recomendaciones acordes a las expectativas manifestadas por el propio inversor. De ahí que, volviendo al contenido del KID, nos llame la atención la inclusión de esa información, que solo puede obtenerse por las vías señaladas, en un documento redactado de forma generalista²⁹¹.

Por otra parte, y en segundo lugar, el artículo 6.2 del Reglamento PRIIPs recoge que el KID podrá contener remisiones a otros documentos entre los que figura el folleto de emisión, siempre que ello guarde relación con la información que debe incluirse en el KID. Con lo que, otra vez, estaríamos ante un supuesto de solapamiento de información pues un documento que contiene información esencial (el KID) puede remitir a otro (el folleto) que igualmente se encabeza con un texto de resumen (la nota de síntesis) donde, asimismo, se hace referencia a las cuestiones más relevantes y fundamentales.

Todo ello parece confirmar que la provisión de ambos textos tan solo contribuiría a la aliteración, duplicando una información que, por relevante, no debería ser suministrada por partida doble a quien justamente se le intenta minorar la carga de lectura, esto es, el inversor minorista²⁹². De ahí que debamos plantearnos si ambos documentos no podrían

²⁹⁰ En efecto, el KID se plantea como un documento de naturaleza precontractual que deberá ser puesto a disposición del inversor con antelación suficiente antes de que se realice cualquier operación (art. 17 Reglamento Delegado 2017/653). Por su parte, la nota de síntesis y, lógicamente, el folleto al que sirve de resumen, también deberá ser puesto a disposición del público con antelación a la fecha de inicio de la oferta, o como máximo en la misma fecha de comienzo (art. 21 Reglamento PRIIPs).

²⁹¹ CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 13, 2015, pp. 210 y ss.

²⁹² En el mismo sentido, MAYORGA TOLEDANO, M. C., “La protección del inversor minorista en el Reglamento UE 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica, quien destaca que «*la imposición de un DDF (KID), además del folleto simplificado o cualquier otro parecido requisito de divulgación en virtud de otra directiva mercado financiero parece ir en contra con el objetivo de proporcionar una mayor igualdad de condiciones entre los diferentes tipos de productos.*»

llegar a refundirse en uno que condense las ventajas de los dos, al tiempo que verdaderamente se minora la obesidad informativa y los costes para los emisores²⁹³. A la luz de lo cual puede ser relevante que la Comisión haya previsto un plazo de cuatro años desde la entrada en vigor del Reglamento PRIIPs para llevar a cabo una evaluación del mismo en la que se compruebe, entre otras cosas, si las medidas han mejorado la comprensión de los productos y su comparabilidad. Como quiera que a fecha de este trabajo dicho plazo ha concluido, es preciso hacer referencia a las actuaciones que, hasta ahora, se han llevado a cabo en el ámbito comunitario.

En este sentido, el 1 de octubre de 2018 las Autoridades Europeas de Supervisión (AAEES) manifestaron a la Comisión su intención de emitir propuestas normativas de modificación del Reglamento PRIIPs para, sin perjuicio de otros cambios, evitar a partir de 1 de enero de 2020 la duplicidad de documentos informativos que hemos venido analizando²⁹⁴. Sin embargo, tras las elecciones al Parlamento Europeo, llevadas a cabo en mayo de 2019, se ha retrasado la integración de las modificaciones previstas. Razón por la que, con toda probabilidad, el contenido de este apartado deba ser actualizado en un periodo de tiempo relativamente corto.

Sea como fuere, y en tanto no sepamos con exactitud cuáles serán las medidas definitivas adoptadas por la Comisión, de lo que no cabe duda es que el reto regulatorio presenta una importante dificultad: encontrar el punto exacto entre una cantidad de información

*También parece innecesariamente confuso que en algunos casos los inversores reciban dos tipos diferentes de resúmenes sobre las características y riesgos del producto». En la misma línea, SCHAEKEN WILLEMAERS, G., “Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2”, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2014, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2494842 señala que «imposing a KID in addition to the summary prospectus or any other similar disclosure requirement under another financial market directive seems to run counter to the objective of providing a more level playing field between different types of products. It also seems unnecessarily confusing that in some instances investors will receive two different types of summaries, which are both intended to set out key features and risks of the product» (imponer un KID además del prospecto de resumen o cualquier otro requisito de divulgación similar en virtud de otra directiva sobre los mercados financieros parece ir en contra del objetivo de proporcionar una mayor igualdad de condiciones entre los diferentes tipos de productos. También parece innecesariamente confuso el hecho de que en algunos casos los inversores reciban dos tipos diferentes de resúmenes, que en ambos casos tienen por objeto exponer las características y los riesgos principales del producto). *Vid.* también, CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, ... *ob. cit.*, p. 213; y VALPUESTA GASTAMINZA, E., “El cambio de paradigma en la protección del «cliente de productos financieros» [Reglamento (UE) PRIIPs y OM 2316/2015_] : sujeto protegido y técnica de protección”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 154, 2019, p. 11, ed. electrónica.*

²⁹³ Costes que, como es de esperar, terminarán repercutiendo en el inversor pues aunque la información pueda parecerlo no es, desde luego, gratuita para quienes finalmente se decidan a invertir.

²⁹⁴ Pueden consultarse las propuestas en EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID* (JC 2018 60), 8 de noviembre de 2018, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20targeted%20amendments.pdf>.

suficiente que, no siendo escasa pero tampoco excesiva, permita a los inversores minoristas adoptar correctas decisiones.

3.3. El Reglamento PRIIPs y el KID

3.3.1. Los productos de inversión empaquetados y los productos de inversión basados en seguros

Tanto en las páginas antecesoras como predecesoras de este trabajo pondremos de manifiesto el espíritu de horizontalidad que late, con carácter general, en la mayoría de las reformas acometidas en el sector financiero. Un espíritu que se ha manifestado a través de una regulación intersectorial que incrementa la protección de los inversores con independencia de la naturaleza bancaria, de inversión o de seguros del producto comercializado.

En el ámbito del KID esta positiva intencionalidad puede comprobarse incluso en los trabajos previos de propuesta de Reglamento²⁹⁵. En este sentido, y teniendo en cuenta que la configuración de los productos de inversión puede llegar a suponer que estos adopten distintas formas jurídicas, de tal suerte que una idéntica propuesta de inversión puede plantearse en distintos segmentos del sector financiero, la Comisión recordaba que *«ese proceso de fabricación puede dar la impresión de que los productos son totalmente diferentes, aun cuando los fines económicos subyacentes sean similares (...). Todos estos productos tratan de satisfacer una necesidad bastante sencilla: la acumulación de capital por encima de la tasa de rentabilidad que se obtendría sin riesgo. Aunque los productos difieran en cuanto a lo que ofrecen -algunos combinan la perspectiva de una acumulación de capital con una garantía sobre el capital y otros no; algunos combinan la finalidad inversora con otra finalidad (como las prestaciones de un seguro de vida)–, todos ellos se venden a inversores minoristas que se dirigen a intermediarios financieros, o a los fabricantes de los productos directamente, en busca de productos que satisfagan sus necesidades de acumulación de capital»*. Razón por la que ya desde la mencionada propuesta de Reglamento se contemplaba la aplicación del mismo a las inversiones en productos empaquetados, lo que incluía (i) los productos con capital garantizado; (ii) los que además del capital garantizan en parte el rendimiento; (iii) los fondos de inversión (tanto de capital fijo, como variable, incluyendo los OICVM); (iv) los productos estructurados con independencia de la forma (pólizas de seguro, fondos, valores o productos bancarios); (v) los productos de seguro cuyo valor de rescate depende indirectamente del rendimiento de las propias inversiones de las empresas de seguros o de la rentabilidad de la propia empresa de seguros; y (vi) los instrumentos derivados.

²⁹⁵ COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión* [COM(2012) 352 final], 3 de julio de 2012, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/ES/1-2012-352-ES-F1-1.Pdf>.

Repárese en el carácter aglutinador del concepto de producto empaquetado ofrecido por la propuesta de Reglamento, que englobaba diversos productos de distintas familias y áreas del sector financiero. Teniendo en cuenta precisamente los positivos efectos del carácter aglutinador de la propuesta de Reglamento, no se alcanza a entender por qué, finalizando el procedimiento legislativo, se procedió a disociar los productos de inversión empaquetados de los productos de inversión basados en seguros, cuando la primera categoría ya incluía a los segundos. Una separación que, además de innecesaria, quiebra con los objetivos de horizontalidad antes expuestos.

Pero es que, a mayor abundamiento, ¿significa ello que los productos de inversión basados en seguros no han de considerarse productos empaquetados como era de esperar? A tenor del Reglamento PRIIPs, ¿constituyen otra categoría con identidad propia? No olvidemos que con suma frecuencia las entidades bancarias suministran, en adición a los *tradicionales* servicios bancarios, servicios de inversión y seguros. Es posible también que incluso un producto de inversión pueda servir al ahorro o tener finalidades muy similares a las de un seguro propiamente. De la misma forma, ciertos seguros contribuyen al ahorro, pudiendo llegar a observarse también su orientación hacia la inversión. A resultas de lo cual, no vemos necesaria la escisión contemplada en el texto final del Reglamento PRIIPs y que, en última instancia, tan solo contribuye a la incertidumbre sobre qué es un producto empaquetado, al tiempo que reaviva el enfoque sectorial en la regulación del ámbito financiero²⁹⁶.

3.3.2. La indeterminación de los productos incluidos

Más allá de las definiciones aportadas por el Reglamento PRIIPs sobre los productos de inversión minorista empaquetados y sobre los productos de inversión basado en seguros, no se prodiga el texto normativo en ofrecer un listado exhaustivo que contenga, dentro de cada una de las categorías previstas, los productos que deberán considerarse sometidos a la obligación de elaboración del KID.

De manera más concreta, bajo el artículo 4.1 del Reglamento PRIIPs, se definen los productos de inversión minorista empaquetados como aquellos en los que *«independientemente de su forma jurídica, el importe reembolsable al inversor minorista está sujeto a fluctuaciones debido a la exposición a determinados valores de referencia o a la evolución de uno o varios activos no adquiridos directamente por tal inversor»*. En la misma línea, el artículo 4.2 señala que los productos de inversión basados en seguros que serán aquellos que *«ofrecen un valor de vencimiento o de rescate que está expuesto en todo o en parte, directa o indirectamente, a las fluctuaciones del mercado»*.

²⁹⁶ En este sentido, COLAERT, V., “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, ... *ob. cit.*, pp. 205 y ss. y “European banking, securities, and insurance law: Cutting through sectoral lines?”, *Common Market Law Review*, vol. 52, núm. 6, 2015, p. 1583, donde el autor subraya con acierto que *«en la mayoría de los casos, las entidades de crédito, las empresas de inversión y las compañías de seguros compiten hoy en día en los mismos mercados, rivalizando por los mismos clientes, con productos similares y a través de canales de distribución idénticos»*.

Con independencia de las definiciones, y teniendo en cuenta el carácter informativo, así como su naturaleza precontractual, se echa en falta una mayor determinación acerca de los concretos productos que deberán quedar sujetos. Máxime cuando en sentido contrario sí existe un listado de referencia (art. 2.2) sobre los productos a los que no se aplicarán las disposiciones del Reglamento PRIIPs. Por lo que se deja en manos de los productores la determinación de si su producto requiere o no la previa elaboración del KID. Conclusión reforzada, en primer lugar, por lo establecido en el artículo 5.1 del reiterado Reglamento que subraya que «antes de ponerlo a disposición de inversores minoristas, el productor de un producto empaquetado o basado en seguros elaborará para dicho producto un documento de datos fundamentales que se ajuste a los requisitos del presente Reglamento para dicho producto y lo publicará en su sitio web». Y, en segundo lugar, por las orientaciones emitidas por la Comisión en 2017²⁹⁷ donde, a propósito de la aplicación del mencionado Reglamento, se detalla que, en efecto, los productores y las personas que presten asesoramiento a inversores minoristas serán los responsables de evaluar qué productos quedarán sujetos al Reglamento, teniendo en cuenta sus características económicas y las condiciones contractuales.

Sobre esta cuestión la CNMV ha querido arrojar mayor luz a través de un documento consultivo de preguntas y respuestas²⁹⁸ donde, admitiendo la ausencia de un listado exhaustivo de productos en la norma, remite para su delimitación a los Considerandos 6 y 7 del Reglamento como medio de consulta que, de forma orientativa, podría facilitar la labor de productores y asesores. No obstante, el regulador nacional sí que identifica ciertos productos incluidos, en tanto que recaen en el ámbito de competencia de la propia CNMV. Es el caso de los productos estructurados, los derivados, los fondos de inversión²⁹⁹ y ciertos tipos de bonos corporativos. *Sensu contrario*, podrán considerarse exentos los activos que sean objeto de tenencia directa, como es el caso de las acciones o los bonos soberanos.

Con todo, es evidente que sin perjuicio de los documentos de orientaciones o de preguntas y respuestas, todos ellos sin valor normativo, la cuestión se centra en necesarias labores armonizadoras que contribuyan a esclarecer el listado de productos y faciliten una aplicación coherente del Reglamento PRIIPs en toda la Unión Europea.

²⁹⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Orientaciones sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP)*, 7 de julio de 2017, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0707\(02\)&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0707(02)&from=ES)

²⁹⁸ CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPs)*, 13 de julio de 2018, disponible en https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_PRIIPS.pdf.

²⁹⁹ A fecha de depósito del presente trabajo, ya se ha cumplido el periodo transitorio previsto hasta el 31 de diciembre de 2019, por el que aquellos fondos que elaborasen un Documento de Datos fundamentales para el inversor de acuerdo con la normativa UCITS o un documento equivalente, podían seguir manteniendo dicho Documento en lugar de elaborar el KID.

3.3.3. El contenido del KID

Tal y como ya avanzábamos, el contenido del KID ha quedado dispuesto tanto en el Reglamento PRIIPs como en el Reglamento Delegado 2017/653, a cuyos artículos habremos de estar para exponer la información que debe figurar en dicho documento.

Así las cosas, debemos partir del hecho de que el KID es un documento independiente, sin relación con el material comercial, que deberá estar redactado de forma concisa y que no podrá ocupar más de tres caras en formato DIN-A4. Se espera que con ello se favorezca la labor de comparación de los inversores, para lo cual se han determinado una serie de secciones que habrán de figurar en orden inalterable³⁰⁰:

- i. En primer lugar, figurará el título «*Documento de datos fundamentales*» localizado en la parte superior de la primera página y de forma destacada.
- ii. Bajo el título habrá de constar una declaración explicativa en la que se recoja: «*Este documento le proporciona información fundamental que debe conocer sobre este producto de inversión. No se trata de material comercial. Es una información exigida por ley para ayudarle a comprender la naturaleza, los riesgos, los costes y los beneficios y pérdidas potenciales de este producto y para ayudarle a compararlo con otros productos*».
- iii. Inmediatamente después, se hallará una sección de información general que contendrá la denominación del producto asignada por el productor del mismo y, en su caso, el número internacional de identificación de valores o el identificador único de producto; la razón social del productor; la página *web* del productor en la que se proporcione a los inversores minoristas información sobre la forma de ponerse en contacto con el productor, así como un número de teléfono; referencia a la autoridad competente encargada de la supervisión del productor (en nuestro caso, la CNMV); y la fecha de elaboración o de revisión del KID. Si fuese necesario³⁰¹, deberá incluirse también en esta sección la advertencia «*Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de comprender*».
- iv. A continuación, se incluirá otra sección bajo la denominación «*¿Qué es este producto?*» donde se describirá la naturaleza y las principales características del producto. En particular, se hará énfasis en cinco aspectos: el tipo de producto

³⁰⁰ Vid. Artículo 8 Reglamento PRIIPs y artículos 1 a 8 Reglamento Delegado 2017/653.

³⁰¹ La advertencia será precisa cuando el producto en cuestión sea un producto de inversión basado en seguros que no cumpla los requisitos establecidos en el artículo 30, apartado 3, letra a), de la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo; o cuando sea un producto de inversión minorista empaquetados o basado en seguros que no cumpla el requisito establecido en el artículo 25, apartado 4, letra a), incisos i) a vi), MiFID II. En cualquier caso, en el Considerando 18 Reglamento PRIIPs señala que «*se debe considerar que un producto no es sencillo y que es difícil de comprender en particular si invierte en activos subyacentes para el cálculo del rendimiento final de la inversión, creando un mayor riesgo de malentendidos por parte del inversor minorista, o si la estructura de pagos de la inversión aprovecha los sesgos de comportamiento del inversor minorista, como un tipo de interés “señuelo” seguido de un tipo flotante condicional mucho más elevado, o una fórmula iterativa*».

describiendo su forma jurídica; los objetivos y los medios para lograrlos indicando los factores de los que depende la rentabilidad, la forma de determinación de esta, así como la relación entre la rentabilidad del producto y la de los activos de inversión subyacentes o los valores de referencia, sin olvidar incluir información sobre la relación entre el periodo de mantenimiento recomendado y el perfil de riesgo y la remuneración del producto; la descripción del perfil de inversor minorista al que se enfoca el producto con incidencia en su capacidad para soportar pérdidas, el horizonte de inversión, conocimientos teóricos y experiencia anterior; si el producto ofrece prestaciones de seguro habrá de incluirse una definición de cada prestación incluida, así como una descripción de las características biométricas del cliente minorista destinatario, indicando la prima global, la prima de riesgo biométrico y el impacto sobre la rentabilidad; el plazo del producto si se conoce, esto es, la fecha de vencimiento o indicación de que este no está previsto, información sobre si el productor puede proceder a una rescisión unilateral, así como descripción de las circunstancias por las que el producto se podría rescindir automáticamente.

- v. Seguidamente deberá constar una sección denominada «*¿Qué riesgos corro y qué podría obtener a cambio?*», en la que deberá reflejarse de forma breve el perfil de riesgo y la rentabilidad, de modo que se incluya el nivel de riesgo del producto de acuerdo a una escala numérica entre 1 y 7, referencia explícita a si se ofrecen productos ilíquidos o con riesgo de liquidez significativo, indicaciones sobre los riesgos de fluctuación de la moneda en caso de que el producto se exprese en una moneda distinta a la oficial del Estado miembro en el que se comercializa, concisa descripción del perfil de riesgo y remuneración del producto acompañado de una advertencia que ponga de manifiesto que el riesgo podrá ser más alto que el representado por el indicador cuando el producto no se mantenga hasta su vencimiento o durante el periodo recomendado, así como señalamiento de la posible pérdida máxima e información sobre la eventual pérdida de la inversión si no se protege o si el productor no puede pagar, debiendo incluir también la advertencia de que la pérdida total puede superar significativamente la inversión inicial. Esta información sobre los riesgos y los posibles beneficios deberá completarse con la exposición de cuatro escenarios de rentabilidad en los que se representará una opción de tensión, una desfavorable, otra moderada y una favorable. Para los productos de inversión basados en seguros se añadirá un escenario de rentabilidad adicional que refleje la prestación que recibiría el beneficiario si se produjera la contingencia.
- vi. Le seguirá una sección titulada «*¿Qué pasa si [nombre del productor del producto empaquetado o basado en seguros] no puede pagar?*» donde se expondrá si el inversor minorista puede enfrentarse a pérdidas derivadas del impago del productor o de la entidad distinta y, en todo caso, habrá de reflejarse si las eventuales pérdidas quedan cubiertas por un régimen de compensación o garantía para los inversores.
- vii. En la contigua sección «*¿Cuáles son los costes?*» constarán dos subsecciones adicionales. La primera de ellas denominada «*Costes a lo largo del tiempo*»

incluirá los costes totales agregados del producto expresados en una sola cifra en términos monetarios o en porcentaje. En la segunda subsección, «*Composición de los costes*» se determinarán los costes únicos (como los de entrada y salida), los costes recurrentes (como los costes de operaciones de cartera anuales) y los costes accesorios (como las comisiones de rendimiento), todos ellos expresados en porcentaje. Asimismo, los productores deberán describir cada uno de los diferentes costes, estableciendo cómo y cuándo tales costes pueden diferir de los reales, o pueden llegar a depender de que el inversor ejercite o no determinadas opciones.

- viii. Posteriormente figurará la sección «*¿Cuánto tiempo debo mantener la inversión, y puedo retirar dinero de manera anticipada?*» cuyo contenido comprenderá una breve descripción de las razones por las que debería seleccionarse el periodo de mantenimiento recomendado o mínimo exigido y las características del procedimiento de desinversión, así como su incidencia en el cobro anticipado y las comisiones y penalizaciones a que pueda dar lugar.
- ix. La penúltima sección, «*¿Cómo puedo reclamar?*», se orientará a describir brevemente los pasos necesarios para presentar una reclamación bien sobre el producto en sí, bien sobre el comportamiento del productor o asesor. Igualmente deberá incluir referencia al sitio *web* pertinente para tales reclamaciones, acompañada también de la dirección postal actualizada y de correo electrónico donde pueden remitirse las mismas.
- x. Finalmente, como cierre del KID se incluirá la sección «*Otros datos de interés*» donde constarán cualesquiera otros documentos de información adicional que se puedan proporcionar, informando si estos están disponibles por imperativo legal o previa solicitud del minorista. La información de esta sección podrá facilitarse en formato resumido o a través de enlace a un sitio *web* en el que estén disponible otros datos.

Como puede colegirse la normalización del documento se consigue mediante la inserción de una información fundamental invariable que deberá ser presentada siempre en un mismo orden y bajo la nomenclatura de apartados que hemos glosado. De esta forma, el KID se inspira y traslada a su contenido el previamente previsto en el KIID³⁰², si bien mediante una regulación mucho más desarrollada sobre la que nos gustaría, en todo caso, hacer algunas precisiones, pues entendemos que algunas cuestiones no quedan del todo resueltas.

La primera cuestión a examinar recae en la naturaleza del inversor minorista al que se dirige el KID. En este sentido, debe ponerse de manifiesto que en el Reglamento PRIIPs no se define explícitamente esta categoría de inversores, sino que se remite para su

³⁰² COMISIÓN EUROPEA, Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión [COM(2012) 352 final], ... *ob. cit.*, pp. 9 y ss.

delimitación a lo dispuesto en la MiFID II (art. 4.1.11) y en la Directiva 2002/92/CE³⁰³. Así las cosas, y sin más detalles ofrecidos por el legislador, de acuerdo con lo dispuesto en el texto normativo, la categoría de inversor minorista al que se dirige el KID debe entenderse desde un punto de vista residual. Es decir, tal y como ya hemos explicado en apartados anteriores, será considerado como minorista aquel cliente que no pueda ser considerado profesional en los términos dispuestos en el Anexo II de la MiFID II, constituyendo así una categoría amplia y poco detallada. Al hilo de lo cual echamos en falta la articulación de un inversor minorista de referencia que tomar como punto de orientación para determinar si el KID es lo suficientemente claro y explícito.

Esta cuestión no es asunto baladí, especialmente para los encargados de elaborar el KID, pues del establecimiento de las características del inversor minorista depende que el resultado final, el documento de datos fundamentales, sea correctamente entendido por aquel a quien se dirige. De hecho, se aprecian luces y sombras de difícil armonía. Luces por cuanto un KID planteado desde la perspectiva de un inversor absolutamente carente de información, formación o experiencia, podría ser fácilmente comprendido por todas las personas a las que se dirija. Y sombras por cuanto que plantear la elaboración del documento haciendo tabula rasa en lo relativo a los conocimientos del inversor minorista, tomando como referencia al menos informado de los mismos, podría llegar a suponer que el resultado final resultara excesivamente simplificado, lo que conculcaría el espíritu informador del documento³⁰⁴. De ahí la necesidad de establecer, como decíamos, categorías de inversores minoristas que sirvan de referencia a los encargados de elaborar el KID.

En otro orden de cosas, ya se ha dicho que el KID deberá estar *«redactado con claridad y en un lenguaje y con un estilo de comunicación que faciliten la comprensión de la información, en particular con un lenguaje claro, sucinto y comprensible»*³⁰⁵. Sin embargo, debemos volver sobre tal afirmación a fin de preguntarnos hasta qué punto es factible para los emisores cumplir con un KID claro, libre de tecnicismos en el que, al mismo tiempo, se ofrezca información comprensible sobre productos financieros complejos a un inversor poco familiarizado con el mercado. Con estos mimbres no es de extrañar que la labor de aquellos se torne complicada e incluso a veces de imposible realización, más aún cuando el documento no debe superar las tres caras de extensión. Piénsese, como decíamos, en los instrumentos financieros complejos, cuya rentabilidad y riesgo depende de activos subyacentes o valores de referencia que deben quedar expuestos en un lenguaje claro y entendible.

³⁰³ Directiva 2002/92/C del Parlamento Europeo y del Consejo de 9 de diciembre de 2002 sobre la mediación en los seguros.

³⁰⁴ En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La protección del inversor en el mercado de capitales”, ... *ob. cit.*, p. 546, advertía que una excesiva síntesis del documento podría contribuir a que no se explicasen debidamente los costes y riesgos de la operación, por lo que *«forzoso es convenir que cuando la realidad es muy compleja, su explicación pública no puede sustraerse tampoco a cierto grado de complejidad, so pena de incurrir en simplificaciones peligrosas que ponen en peligro la consecución de una comprensión correcta de los riesgos y costes de inversión»*. *Vid.* también COLAERT, V., “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, ... *ob. cit.*, pp. 216 y ss.

³⁰⁵ Artículo 4.c) Reglamento PRIIPs.

En este punto adquiere particular notoriedad el indicador de riesgo resumido (IRR) al que nos hemos referido sucintamente en el apartado del KID denominado «¿Qué riesgos corro y qué podría obtener a cambio?». Se trata de un indicador numérico al que acompaña un breve texto explicativo y en el que se establece el riesgo/rentabilidad del producto en cuestión en una escala del 1 al 7, donde 1 se refiere al nivel de riesgo más bajo, y 7 al más alto³⁰⁶. Indica las probabilidades de pérdidas del producto, bien por la evolución de los mercados, bien porque no puedan atenderse los pagos. La finalidad es más que evidente y pasa por facilitar a los inversores la comprensión de una información esencialmente compleja si no se está familiarizado con la operativa del mercado. El objetivo debiera ser que sobre la base de la casilla indicada por el emisor, (1 a 7) el inversor llegara a figurarse cuán arriesgada es una operación en relación con su rentabilidad. Una información esencial para los inversores minoristas.

Antes de continuar avanzando debemos detallar, si bien brevemente, el contenido exacto del IRR. Así, debajo del mencionado indicador numérico, es decir, en el texto explicativo, deberá figurar la duración del período de mantenimiento recomendado, que deberá incluir una advertencia «si el riesgo del PRIIP se consideraría muy superior en caso de que el período de mantenimiento fuera diferente». Asimismo, también se advertirá «si se considera que el PRIIP tiene un riesgo de liquidez de importancia significativa o carece de liquidez, ya sea en términos contractuales o no contractuales»³⁰⁷. Dicho texto se completará incluyendo, cuando proceda, la advertencia de que el producto presenta riesgo de cambio de moneda, así como si se prevé la obligación de incrementar la inversión inicial. Además, deberá añadirse una aclaración en la que se recoja si el capital se encuentra parcialmente protegido o no contra el riesgo de mercado, o si el capital posee garantía contra el riesgo de crédito.

Como puede comprobarse el IRR incorpora en realidad mucha información que hace de él un indicador pluridimensional. Una cualidad que podría no ser tan positiva como se espera pues existen dudas acerca de su efectiva comprensión por los inversores minoristas. Y es que su pretendida sencillez podría verse enturbiada por la incorporación de múltiples elementos bajo un mismo indicador como es el riesgo de liquidez, el riesgo de mercado o el de crédito.

Precisamente a esta conclusión se llegó en el *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products* (Estudio de evaluación de la perspectiva de los consumidores sobre el posible nuevo formato y contenido de la información de los productos de inversión empaquetados y basados en seguros)³⁰⁸. En dicho estudio, elaborado con carácter previo

³⁰⁶ Vid. Anexo III Reglamento Delegado 2017/653.

³⁰⁷ Vid. Apartado 3 del Anexo III Reglamento Delegado 2017/653.

³⁰⁸ COMISIÓN EUROPEA, *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products* (MARKT/2014/060/G for the

a la concreción del contenido del Reglamento Delegado 2017/653, las AAEES y la Comisión buscaban, a través del planteamiento de una serie de cuestiones a un determinado número de consumidores de varios Estados miembros, entre los que se encontraba España, constatar el nivel real de comprensión de un producto por parte del inversor al que se dirige. Para ello se proporcionó a estos últimos una serie de preguntas y se comprobaron los distintos formatos previstos para los indicadores, así como la asimilación del KID en su conjunto. En todo caso y en lo que ahora nos interesa, los resultados del estudio mostraron que *«una presentación alternativa de la información de riesgo, que incluía un indicador multidimensional, se consideró útil para los consumidores en la Fase I al considerar los detalles de los diferentes tipos de riesgo, como el riesgo de mercado, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez, aunque los consumidores encontraron estas formas específicas de riesgo, sin embargo, difíciles de entender y combinar»*³⁰⁹. Asimismo, en cuanto a las garantías del capital, *«el concepto de garantías y, al mismo tiempo, la posibilidad de que las garantías puedan fallar o tener límites, fue difícil de comprender para los participantes. Muchos participantes que vieron un producto con un rendimiento garantizado no entendieron completamente lo que estaba garantizado y lo que no»*³¹⁰.

Lo dicho hasta aquí supone que a pesar de que la información se facilita en formatos aparentemente sencillos en cuanto a terminología e indicadores visuales, lo cierto es que todavía existe un porcentaje de inversores que no es capaz de asimilar correctamente dicha información. Por lo que el reto para el regulador sigue vigente en la necesidad de establecer para el KID unos indicadores lo suficientemente sofisticados como para transmitir la información necesaria, al tiempo que también resulten sencillos de comprender para los inversores minoristas³¹¹. Qué duda cabe que la tarea se presenta, en el mejor de los casos, compleja, y en el peor, prácticamente imposible.

Es por ello por lo que, en este punto, quizás debamos preguntarnos si tal vez los esfuerzos no se están orientando en la dirección más eficiente.

Es innegable que el folleto cumple una labor de información y transparencia que no puede soslayarse. No obstante, en el ámbito de los inversores minoristas, no olvidemos, con

implementation of the Framework Contract n° EAHC-2011-CP-01), 2015, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consumer-testing-study-2015_en.pdf.

³⁰⁹ (*«an alternative presentation of the risk information, which included a multi-dimensional indicator, was found helpful to consumers in Phase I when considering details on different types of risk, such as market risk, credit risk and liquidity risk, though the consumers found these specific forms of risk nonetheless difficult to understand and combine»*); COMISIÓN EUROPEA, *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance- based investment products*, ... *ob. cit.*, p. XII.

³¹⁰ (*«the concept of guarantees and at the same time the possibility that the guarantees might fail or have limits, was difficult for participants to grasp. Many participants who saw a product with a guaranteed return failed to understand fully what was guaranteed and what was not»*); COMISIÓN EUROPEA, *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance- based investment products*, ... *ob. cit.*, p. XIV.

³¹¹ COLAERT, V., "The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?", ... *ob. cit.*, pp. 217 y ss.

menos experiencia y conocimientos, el folleto se presenta como un documento árido, de difícil comprensión y, por ende, generalmente ignorado. Razón por la que, entre las soluciones previstas al respecto, el KID se presente como una opción teóricamente factible. Sin embargo, dentro de la categoría de inversor minorista se dan citan múltiples perfiles de inversores, algunos de los cuales presentan mayores competencias que otros en el mercado financiero. De ahí que elaborar un KID lo suficientemente comprensible y claro para todos sea un reto de notable envergadura que aún no se ha llegado a conseguir. En primer lugar, porque aun cuando la información se facilita en formatos asequibles que facilitan su lectura (escasa longitud, empleo de indicadores numéricos...), en múltiples ocasiones el inversor no alcanza las conclusiones correctas. Y, en segundo lugar, debe sumarse un factor de índole psicológica y sobre el que más adelante volveremos en mayor profundidad³¹². Se trata de los sesgos del comportamiento o la influencia irracional de las emociones y la intuición en la toma de decisiones. Por lo que la pregunta que nos hacemos es, ¿contribuye realmente el KID a la protección del inversor minorista?

En la actual coyuntura regulatoria, la respuesta no puede ser otra que contribuye solo parcialmente. Y es que, a la luz de su vigente configuración, el KID parece resultar más útil a los inversores minoristas más sofisticados y realmente dispuestos a recabar información, a emprender labores comparativas y, en definitiva, a alcanzar *motu proprio* conclusiones inversoras coherentes a su perfil. Sin embargo, no es preciso recordar que esta categoría de inversor minorista *ideal* que acabamos de describir es, en efecto, exigua. Por el contrario, el perfil mayoritario responde a un inversor con unos conocimientos financieros excepcionalmente bajos. Un inversor, además, que no acude al mercado financiero con la intención de comparar ofertas, como si haría en mercados que domina y comprende con mayor facilidad como el de vuelos, teléfonos móviles o seguros de coches. En otras palabras, de forma generalizada el inversor minorista accede a los instrumentos financieros a través de su entidad bancaria³¹³. Así las cosas, tal y como refleja el informe *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective* (La toma de decisiones de los consumidores en los servicios de inversión minorista: Una perspectiva de economía del comportamiento), a raíz de la limitada alfabetización y comprensión financiera, «los consumidores hacen poca búsqueda y en su lugar suelen confiar en el asesoramiento de un asesor o vendedor profesional»³¹⁴. Por lo que la labor tuitiva habría de enfocarse, primariamente, en la provisión de un correcto servicio de asesoramiento financiero³¹⁵.

³¹² Sobre los sesgos conductuales *vid. infra* Capítulo III: La evaluación de idoneidad y conveniencia de los instrumentos financieros, pp. 119 y ss.

³¹³ CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, ... *ob. cit.*, p. 210.

³¹⁴ NICK CHATER, N., HUCK, S., y INDERST, R., *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective – Final Report*, noviembre de 2010, pp. 5 y ss., disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail_investment_services_2010_en.pdf.

³¹⁵ En este mismo sentido, LARGO GIL, R., “El folleto como instrumento de transparencia en las ofertas públicas y en la admisión a cotización de valores en un mercado regulado”, ... *ob. cit.*, p. 4 y ss., ed. electrónica; CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados

Sin embargo, no debemos dejar de advertir que tras la crisis financiera tantas veces mencionada, la realidad de los modos de acceso a los mercados está sufriendo profundos cambios. De tal forma que a la vía del asesoramiento se suman nuevas alternativas. A lo largo de este trabajo haremos referencia a nuevas formas de inversión como el *crowdfunding* o las criptomonedas. Modalidades recientes que comparten un origen prácticamente idéntico y basado en la pérdida de confianza sufrida por los clientes, así como en el masivo desarrollo de las tecnologías. En cualquier caso, en estos nuevos contextos eminentemente digitales perviven nuestras anteriores puntualizaciones. Y es que, sin desconocer que el KID como concepto, es decir, como exposición breve de los aspectos fundamentales de una operación financiera, responde a la preferencias naturales de las personas hacia la sencillez frente a la sobreabundancia de información³¹⁶, lo cierto es que su formato o modo de presentación sigue tropezándose con el dilema de constreñir una información compleja de modo el cliente no solo la lea, sino que también la entienda, lo que, en efecto, está por conseguirse.

Tal vez la respuesta se encuentre en el empleo de indicadores individuales³¹⁷, o en un enfoque preferente y todavía más sintetizado que proporcione a los inversores minoristas esencialmente información sobre la probabilidad de rendimiento³¹⁸, o incluso en la búsqueda de nuevos formatos que combinen la lectura con soportes audiovisuales³¹⁹. En cualquier caso, la voluntad de cambio parece latir en el Reglamento PRIIPs por cuanto que, como sabemos, están pendientes actuaciones modificatorias a las que, una vez más, debemos remitirnos y, en consecuencia, quedar a la espera.

3.3.4. La extensión del KID al resto de instrumentos financieros

Una de las principales virtudes del Reglamento KID es su aplicación intersectorial que facilita la comparabilidad de productos financieros con independencia de su forma o estructura *«siempre que el importe reembolsable al inversor minorista esté sujeto a fluctuaciones debido a la exposición a valores de referencia o a la evolución de uno o varios activos no adquiridos directamente por el inversor minorista»*³²⁰. De esta manera

en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, ... *ob. cit.*, p. 210; y AGÜERO ORTIZ, A., *El «protocolo MiFID II» y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, ... *ob. cit.*, pp. 361 y ss.

Sobre el asesoramiento financiero *vid. infra* Capítulo IV: El servicio de asesoramiento en materia de inversión, pp. 207 y ss.

³¹⁶ TAMMET, D., *La conquista del cerebro*, Blackie Books, Barcelona, 2009, p. 285, citado por ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., y FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., “La información precontractual a través del Documento de Datos Fundamentales (KID) ¿Se acomoda a nuestra Era Digital?”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019, p. 5, ed. electrónica.

³¹⁷ COLAERT, V., “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, ... *ob. cit.*, pp. 219.

³¹⁸ SARTORI, F., y PARRINELLO, F., “Minimalist design principles for prospectus, key information document and PRIIPs’ regulation”, *Law and Economics Yearly Review*, vol. 5, parte 2, 2016, pp. 255 y ss.

³¹⁹ ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., y FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., “La información precontractual a través del Documento de Datos Fundamentales (KID) ¿Se acomoda a nuestra Era Digital?”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica.

³²⁰ Considerando 6 Reglamento PRIIPs.

se aboga por un planteamiento de naturaleza horizontal que extiende la aplicabilidad del KID a instrumentos del sector bancario, bursátil y de seguros, lo cual es, desde luego, un importante avance hacia la supresión de la, a veces innecesaria, compartimentación de estos tres sectores.

Recordemos que, si bien los instrumentos de inversión minorista se producen en diferentes ámbitos del sector financiero (banca, bolsa o seguros), generalmente se encaminan a satisfacer necesidades de inversión similares y se ponen a disposición de los clientes a través de canales de distribución análogos. Y, sin embargo, la normativa comunitaria difiere según el producto y el sector al que pertenezca, dando lugar a un mosaico que favorece la complejidad regulatoria y la inseguridad jurídica³²¹.

Repárese en que no se trata de plantear una diatriba a la compartimentación regulatoria del sector financiero, necesaria cuando se acumulan características distintivas tanto en los productos como en los intermediarios (riesgos, forma de comercialización...etc.). Pero cuando dichas disparidades se desdibujan dando lugar a productos comparables, conviene plantearse el mantenimiento de regímenes normativos diferentes. A tales efectos, el KID adquiere una importancia significativa estandarizando la información precontractual respecto de los productos empaquetados y basados en seguros. Pero la siguiente pregunta que quizás debamos hacernos es justamente por qué no se extienden las ventajas de la disposición de este documento a los demás instrumentos financieros.

La limitación en la aplicación del KID a los productos empaquetados se basó en la dificultad que supondría desarrollar un documento eficaz a la luz de las diferencias existentes entre los productos incluidos y toda la gama de posibles inversiones³²². Y es que, en opinión del legislador comunitario, la estructura de un producto no empaquetado o simple, facilita su comprensión sin necesidad de proveer de adicionales documentos condensados.

³²¹ COMISIÓN EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Packaged retail investment products. Impact assessment* [COM(2009) 204], 30 de abril de 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009SC0556&from=EN>.

³²² «*On the other hand, it might be argued that a regulatory regime designed for all possible assets would be difficult to develop and hard to effectively target, especially in the area of product disclosure requirements. For instance, when looking at product disclosure requirements, it is clear that very different measures would be needed for packaged investment products, compared with the full range of possible investments that might be made in underlying assets themselves (e.g. shares in companies, property, etc.)*» [Por otra parte, podría argumentarse que un régimen regulador diseñado para todos los activos posibles sería difícil de desarrollar y difícil de dirigir eficazmente, especialmente en el ámbito de los requisitos de divulgación de los productos. Por ejemplo, cuando se examinan los requisitos de divulgación del producto, está claro que se necesitarían medidas muy diferentes para los productos de inversión empaquetados, en comparación con toda la gama de posibles inversiones que podrían hacerse en los propios activos subyacentes (por ejemplo, acciones de empresas, propiedades, etc.)], COMISIÓN EUROPEA, *Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative*, disponible en https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/priips/docs/consultation_paper_en.pdf.

Huelga decir que no podemos estar de acuerdo toda vez que, con independencia de la simplicidad del producto en cuestión, a menudo la información sobre estos se presenta en formatos de gran longitud y abundante tecnicidad, entorpeciendo la comparabilidad, entre otros, de los costes y riesgos. A mayor abundamiento además, en múltiples ocasiones un producto empaquetado puede llegar a ser sustituido por uno simple³²³, con lo que el inversor se enfrentaría a la lectura de un documento más complejo, el folleto informativo, que no se corresponde con la naturaleza más simple del producto que subyace³²⁴.

Pero es que, incluso dando por válida tal argumentación y, consecuentemente, aceptando que el KID sirve de apoyo a los productos complejos en detrimento de aquellos calificados como simples, nos encontraríamos con otro escollo. Y es que el Reglamento PRIIPs no se extiende sobre todos los instrumentos financieros calificados como complejos. Es más, tampoco incluye todos aquellos productos que incorporan derivados implícitos que no sea el específicamente previsto en el Reglamento, como tampoco incorpora, con la salvedad de los seguros, todos los productos de inversión en renta fija expuestos directa o indirectamente a las fluctuaciones del mercado³²⁵. Con lo cual se comprueba que la positividad del KID tiene, en contra de lo que cabría esperar, un alcance más bien limitado.

Esta particularidad refuerza nuestra anterior conclusión, por la que mantenemos la necesidad de refundir en un solo documento normalizado la información fundamental que se suministre al inversor. De tal suerte que, de llevarse a cabo eliminaría los problemas comparativos que hemos descrito, pues fuese cual fuese el producto, este contaría con un texto resumen, ya en forma de nota de síntesis, KID o refundición de ambos, que permitiría un eficaz cotejo de sus características esenciales para los inversores minoristas. Debemos mantenernos al tanto de los inminentes cambios regulatorios que se avecinan.

³²³ Piénsese, por ejemplo, en la circunstancia en la que un cliente futuro inversor deseara comparar las características, costes, rentabilidad o riesgo de un bono convertible y otro simple. Para el primero sí existiría un KID, mientras que, para el segundo, no.

³²⁴ En este sentido, COLAERT, V., “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, ... *ob. cit.*, p. 209.

³²⁵ *Vid.* CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, ... *ob. cit.*, p. 209 y ss.

3.4. A modo de cierre

Lo dicho hasta aquí no significa que desmerezcamos los objetivos del KID o de la nota de síntesis. Nada más lejos. Sus principios básicos orientados hacia la búsqueda de un contrapunto eficiente a la sobrecarga informativa, solo pueden ser alabados. Más la forma en la que se desarrollan estos objetivos presenta, a nuestro entender, las dificultades mencionadas.

No puede negarse la naturaleza positiva de estos documentos mucho más esquemáticos, ilustrativos y asequibles que cualquier otra clase de información precontractual que se ponga a disposición del inversor minorista. No obstante, y en el caso del KID en particular, el problema es que su suministro se contempla con carácter complementario a la restante información precontractual que habrá de facilitarse al cliente. De manera que, aceptando la hipótesis de que el inversor leyera el KID, la probabilidad de que ello suceda se reduce si este documento forma parte de una miríada de papeles.

En esta misma línea y de ser cierto que el inversor leyera la información precontractual que se le facilita, sucede que, a pesar de los esfuerzos por constreñir la información fundamental en un documento breve, el KID, muchos minoristas siguen sin comprender realmente la naturaleza de la operación. El motivo es que existe un vacío de cultura financiera que los más redomados esfuerzos informativos no pueden paliar. Por mucho que se simplifique el formato, lo cierto es que existen clientes que no comprenderán las implicaciones de una excesiva volatilidad o los riesgos de liquidez porque sencillamente desconocen el concepto financiero básico subyacente.

Es posible incluso que una excesiva reducción de la información mediante el empleo del IRR pueda resultar arriesgado. Y es que, partiendo de la ignorancia que suele, con carácter general aunque no global, achacarse a los inversores minoristas, estos podrían llegar a considerar como seguros o estables productos situados en la parte baja de la escala de siete puntos correspondientes al nivel de riesgo.

CAPÍTULO III. LA EVALUACIÓN DE LA IDONEIDAD Y LA CONVENIENCIA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

I. DEBERES DE EVALUACIÓN EN LA NORMATIVA PRE-MIFID

A pesar de la relativa novedad con la que se acogieron las disposiciones introducidas por la MiFID I sobre la necesaria evaluación de la idoneidad y la conveniencia según esté prevista, o no, la prestación de servicios de asesoramiento de inversión o gestión de carteras, lo cierto es que tanto en el ámbito comunitario, como en nuestro ordenamiento, ya existían con anterioridad una serie de previsiones encaminadas al mismo objetivo, esto es, la obtención de información de los potenciales clientes³²⁶.

En esta línea, la DSI disponía en su artículo 11.1 que los Estados miembros debían establecer normas de conducta que las empresas de inversión habrían de observar en todo momento. Entre ellas destaca la orientada *«a informarse de la situación financiera de sus clientes, su experiencia en materia de inversiones y sus objetivos en lo que se refiere a los servicios solicitados»*. Dicha previsión normativa fue desarrollada por la LMV-1988 cuyo artículo 79.1 e), en su redacción vigente hasta diciembre de 2007 y en consecuencia antes de la modificación introducida por la Ley 47/2007, establecía que las ESI debían, entre otras cuestiones, *«asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados»*.

Sobre esta obligación informativa volvería a incidir más tarde el RD 629/1993 en su Anexo dedicado a la instauración de un *Código general de conducta de los mercados de valores*, cuyo artículo 4 advierte que *«las entidades solicitarán de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer»*.

Por su parte, la Orden de 7 de octubre de 1999³²⁷ también se hacía eco de lo dispuesto en el RD 629/1993, de tal forma que en su disposición segunda recogía, a propósito de la actividad de gestión de cartera, en primer lugar, que *«las entidades deberán identificar correctamente a sus clientes. Cuando no sean clientes institucionales deberán solicitarles*

³²⁶ De hecho, no puede hablarse en términos de novedad reglamentaria ni siquiera a nivel internacional, pues países como Estados Unidos ya hacían referencia a estas obligaciones con carácter muy anterior a la MiFID. En este sentido, y desde la década de los noventa la normativa NASD Rule 2310, recogía sobre la idoneidad que *«al recomendar a un cliente la compra, venta o intercambio de cualquier valor, un miembro tendrá motivos razonables para creer que la recomendación es adecuada para dicho cliente sobre la base de hechos, si los hubiere, revelados por dicho cliente en cuanto a su otra tenencia de valores y en cuanto a su situación y necesidades financieras»*, (*In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs*). Vid. FINRA, 2310. Recommendations to Customers (Suitability), disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/retired-rules/2310>.

³²⁷ Orden de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

información sobre su experiencia inversora, objetivos, capacidad financiera y preferencia de riesgo». En segundo lugar, también añadía que «las entidades deberán asesorar profesionalmente a sus clientes en todo momento, tomando en consideración la información obtenida de ellos».

En definitiva, sin pretender negar los efectos positivos que más tarde aportarían las previsiones MiFID en el concreto ámbito del conocimiento de sus clientes y en muchos otros, no cabe duda que mucho antes de su promulgación y transposición, en nuestro país ya existía un cuerpo normativo con idénticos fines. Otra cosa era que en la aplicación de dichos artículos se siguiera una conducta de relajada indolencia, al amparo de la cual se produjeron las masivas comercializaciones erróneas a las que tantas veces hemos hecho (y haremos) referencia a lo largo de este trabajo.

1. Consecuencias de su incumplimiento

El incumplimiento de las previsiones estudiadas en materia de evaluación previa de los clientes no comportaba, a tenor de la normativa pre-MiFID, consecuencias contractuales directas. Hemos visto ya que la propia LMV-1988 en su entonces Título VII dedicado al establecimiento de las normas de conducta, tan solo recogía el deber de las ESI de disponer de toda la información necesaria sobre sus clientes. Tampoco resultaba esclarecedor en este aspecto ni el RD 629/1993, ni su *Código general de conducta de los mercados de valores* previsto en su Anexo.

Esta cuestión fue objeto de valoración en la STJUE de 30 de mayo de 2013 que advertía que *«si bien el artículo 51 de la Directiva 2004/39 prevé la imposición de medidas o de sanciones administrativas a las personas responsables de una infracción de las disposiciones aprobadas para aplicar dicha Directiva, esta no precisa que los Estados miembros deban establecer consecuencias contractuales en caso de que se celebren contratos que no respeten las obligaciones derivadas de las disposiciones de Derecho interno que traspone el artículo 9, apartados 4 y 5, de las Directiva 2004/39, ni cuáles podrían ser esas consecuencias»*³²⁸. A lo que el TJUE añadía, en relación con lo dispuesto en su sentencia de 19 de julio de 2012, que *«a falta de normas sobre la materia en el Derecho de la Unión, corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales de la inobservancia de dichas obligaciones, respetando los principios de equivalencia y efectividad»*.

Por ello, para esclarecer las consecuencias contractuales derivadas se procedió a la integración de estos eventuales incumplimientos dentro de las normas sobre ineficacia contractual, responsabilidad, interpretación e integración del contrato. No obstante, se huyó de la imposición automática de la declaración de ineficacia del contrato y se hizo primar el error vicio como causa del incumplimiento, lo que supone que el consentimiento

³²⁸ TJUE, Sentencia de 30 mayo de 2013, Caso Genil 48 SL/Bankinter SA, C-604/2011, ECLI:EU:C:2013:344, apartado 57.

prestado a la contratación de los productos financieros se prestó de forma viciada y en desconocimiento de la naturaleza y riesgos que comportaba la operación³²⁹.

2. La interpretación del Tribunal Supremo

La perspectiva jurisprudencial a la que haremos referencia ahora se centra en la valoración de las consecuencias jurídicas del consentimiento a la contratación, prestado de forma viciada por quien no fue objeto de evaluación alguna. No obstante, y he aquí un importante matiz, de momento nos limitaremos al periodo en que dicha contratación no estaba sometida, por no encontrarse todavía transpuesta, la Directiva MiFID I.

Ya ha quedado dicho que, con anterioridad a la incorporación de la MiFID I a nuestro ordenamiento, sobre las ESI existían deberes de conocimiento de sus clientes. Así, la STS de 13 de enero de 2017 señala que la normativa pre-MiFID *«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»*³³⁰. Pronunciamiento compartido por infinidad de sentencias coincidentes en que, antes de la MiFID, no existía un páramo proteccionista que avalara una comercialización despiadada de productos financieros. Antes bien, la transposición vino a acentuar unas obligaciones ya existentes, por lo que no puede decirse que haya sido realmente novedosa en ese aspecto³³¹.

En esta misma línea la STS del Pleno de 15 septiembre de 2015³³² puntualizaba que, aunque por la fecha en la que se concertaron las operaciones conflictivas, no se había transpuesto la Directiva MiFID I existían, no obstante, una serie de obligaciones recogidas en el entonces artículo 79 e) LMV-1988 cuyo tenor literal recogía que las ESI debían *«asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados»*. También recuerda la sentencia que el RD 629/1993, *«establecía las normas de actuación en los mercados de valores y*

³²⁹ PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., “Obligación de información y evaluación en la adquisición de productos de inversión según la normativa pre MIFID: suficiencia de la información verbal y no necesidad de evaluación formal si la entidad ya conocía el perfil del inversor”, ... *ob. cit.*, pp. 5 y ss., ed. electrónica.

³³⁰ STS 10/2017, de 13 de enero (ECLI: ES:TS:2017:26).

³³¹ De ahí que las indicaciones suministradas por los propios clientes relativas a su perfil de riesgo o concernientes a sus preferencias de inversión tengan una función esencial de cara a definir con mayor precisión la labor de asesoramiento o de gestión de carteras que pretenda acometerse *a posteriori*. Y ello con independencia de si la obtención de tal información venía expresada de forma más o menos detalla en una normativa u otra. Entre otras muchas, *vid.* STS 460/2014, de 10 de septiembre (ECLI: ES:TS:2014:4339); 547/2015, de 20 octubre (ECLI: ECLI:ES:TS:2015:4338); 744/2015, de 30 diciembre (ECLI: ECLI:ES:TS:2015:5669); 26/2016, de 4 febrero (ECLI: ECLI:ES:TS:2016:326); 89/2018, de 19 febrero (ECLI: ECLI:ES:TS:2018:398).

³³² STS 491/2015 de 15 septiembre (ECLI:ES:TS:2015:3868).

registros obligatorios, 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 estos 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».

Por su parte, la STS del Pleno de 10 septiembre de 2014³³³, volvía a insistir al respecto y recordaba que *«la normativa del mercado de valores, incluso la vigente antes de la transposición de la Directiva MiFID, da 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 relativos a qué riesgo se asume, de qué circunstancias depende y a qué operadores económicos se asocia tal riesgo, no son meras cuestiones de cálculo, accesorias, sino que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato, 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».*

A pesar de lo dicho, el reforzamiento de la protección de los inversores que supuso la MiFID I, mediante el establecimiento de obligaciones concretas a las ESI de recabar información sobre los conocimientos y experiencia de los potenciales inversores, también deberá ser tenido en cuenta aun cuando el contrato hubiese sido concertado antes de transcurrido el plazo de transposición de dicha Directiva. A tales efectos, en varias ocasiones el TS ha recordado que la interpretación del Derecho interno puede hacerse a la luz y letra de las finalidades de una concreta Directiva que vincula a los jueces con independencia de que haya transcurrido o no el plazo para su transposición³³⁴. Por lo que, la valoración de la evaluación del cliente queda revestida de un mayor rigor a tenor de lo establecido en el artículo 19.4 MiFID I, que pasaremos a estudiar a continuación.

II. EVALUACIÓN DE LA IDONEIDAD Y CONVENIENCIA EN MIFID I

Uno de los pilares fundamentales que cimentaron las disposiciones de la MiFID fue el reforzamiento de la protección de los inversores, con especial énfasis, como venimos exponiendo, en los inversores minoristas. Este objetivo alentó el desarrollo de las, hasta

³³³ STS 460/2014 de 10 septiembre (ECLI:ES:TS:2014:4339).

³³⁴ Así quedó establecido por el TJUE, Sentencia de 8 de octubre de 1987, Kolpinghuis Nijmegen BV, Asunto 80/86, ECLI:EU:C:1987:431, apartado 14. Interpretación acogida, entre otras, en la STS de 8 de noviembre de 1996, 18 de abril de 2013, 20 de julio de 2016.

entonces, normas básicas de conducta a fin de contribuir al avance del mercado único de servicios financieros. No debemos pasar por alto que, como hemos reiterado, antes de la MiFID, la DSI ya contenía en su artículo 11 unas primeras previsiones genéricas de normas de conducta, atenuadas cuando el servicio se prestase a un cliente profesional³³⁵. En este sentido, en el periodo 2001-2002, desde el Foro de las Comisiones Europeas de Valores (FCEV) y desde el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CERV), se advertía ya que la diversidad de regímenes de conducta entre los Estados miembros podría llegar a obstaculizar la libre prestación de servicios en la Unión, al tiempo que mermar la protección efectiva de los inversores. Razón por la que, entre las medidas propuestas, resaltarán aquellas relativas a la obtención de información de los conocimientos y experiencia de los clientes en el ámbito de la inversión. Asimismo, se señalaba que debía atenderse a sus objetivos de inversión, así como a su perfil de riesgo, sin olvidar las cuestiones relativas a su situación financiera, capacidad o cualquier restricción de negociación aplicable al cliente. Desde el FCEV y el CERV también se recomendaba que las ESI debían mantener actualizado en todo momento el perfil de sus clientes³³⁶. Como veremos a continuación, las raíces de las reformas acometidas dos años después por la MiFID I se remontan a estas recomendaciones.

Centrando la cuestión, las reforzadas obligaciones conocimiento del cliente o *know-your-customer/client* (KYC) impuestas por la MiFID I se encuentran previstas en función del servicio que se preste o se prevea prestar al cliente. De manera más concreta, el artículo 19.4 dispone que cuando dicho servicio sea el asesoramiento en materia de inversiones o

³³⁵ Artículo 11 DSI: «Los Estados miembros establecerán normas de conducta que las empresas de inversión deberán observar en todo momento. Dichas normas deberán imponer la ejecución, como mínimo, de los principios que se enuncian en los guiones que figuran a continuación y, en su aplicación, deberá tenerse en cuenta el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio...»

³³⁶ De esta forma, ambos organismos hicieron sendas recomendaciones regulatorias articuladas en los siguientes términos. El FCEV señalaba que «Antes de prestar cualquier servicio de inversión a un cliente y durante toda la relación comercial, la empresa de inversión debe estar en posesión de lo siguiente:

a) documentación de la identidad del cliente, así como de la identidad y capacidad legal de cualquier representante del cliente,

b) cualquier restricción comercial aplicable al cliente,

c) información que permita a la empresa de inversión determinar los servicios de inversión y los instrumentos financieros adecuados para el cliente, incluidos sus conocimientos y experiencia en el ámbito de la inversión, sus objetivos de inversión y perfil de riesgo, y su situación o capacidad financiera».

Por su parte, el CERV recomendaba que «Antes de prestar un servicio de inversión a un cliente por primera vez y durante toda la relación comercial, la empresa de inversión debe estar en posesión de documentación adecuada sobre la identidad del cliente, así como sobre la identidad y capacidad jurídica de cualquier representante del cliente.

Además, antes de prestar cualquier servicio de inversión, la empresa de inversión debe tratar de obtener del cliente información que permita a la empresa de inversión

a) determinar si los servicios de inversión previstos son adecuados para el cliente y

b) por el cumplimiento de los derechos que correspondan al cliente en relación con los servicios que se le presten».

Por ambos, vid. FCEV, *Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection* (Fesco/00-124b), febrero de 2001, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00_124b.pdf; y CERV, *A European regime of investor protection the harmonization of conduct of business rules* (CESR/01-014d), abril de 2002, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/01_014d.pdf.

la gestión de carteras, corresponde a la ESI obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia de su cliente respecto del tipo concreto de producto o servicio, así como sobre sus objetivos de inversión, pues ello facilitará que las recomendaciones que reciba se ajustan y resultan convenientes a su perfil.

En caso de que el servicio de inversión previsto no fuese ninguno de los señalados (asesoramiento o gestión de carteras), la ESI deberá solicitar al cliente, presente o potencial, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia, a fin de que la entidad pueda evaluar si el servicio proyectado o el producto previsto es adecuado para el cliente. Si de dicha información resultara la inconveniencia para el cliente del producto o servicio, la ESI deberá advertirle de esta circunstancia (art. 19.5 MiFID I). Puede ocurrir, y así lo recoge la Directiva en el mismo artículo, que el cliente no suministre la información requerida, o incluso que dicha información, aun habiendo sido entregada, resulte insuficiente. En tales casos, la ESI deberá advertir al cliente que este hecho impide determinar la adecuación del producto o servicio.

Cuando la ESI preste al cliente únicamente el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes, con independencia de la prestación o no de servicios auxiliares, no será preciso que requieran a sus clientes la información recogida en el párrafo anterior, así como tampoco deberán emitir la valoración allí recogida siempre que, (i) el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes se refiera a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (de donde se excluyen aquellas que contengan derivados), organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y otros instrumentos financieros no complejos; (ii) que el servicio se preste a iniciativa del cliente, actual o potencial; (iii) que se informe claramente al cliente que la prestación de dicho servicio no obliga a la ESI a pasar por la evaluación de la adecuación del producto o servicio; y, (iv) que la ESI cumpla con las políticas de conflictos de intereses a que le obliga el artículo 18 MiFID I.

Nótese que del contenido de los artículos señalados no se desprenden los conocidos términos de idoneidad y conveniencia que constantemente preceden las referencias a las evaluaciones que deben hacer las ESI. Ello se debe a que estas expresiones son introducidas posteriormente por la Directiva 2006/73/CE. Por el momento, es suficiente apuntar que, mientras la MiFID I evalúa los conocimientos y experiencia del cliente para recomendarle los productos o servicios que más le *convengan*, la Directiva 2006/73/CE denomina esta valoración como *evaluación de idoneidad*. Por otra parte, el objetivo latente en las peticiones de información que recoge la MiFID cuando no se preste servicio de asesoramiento o gestión de carteras, es determinar si el instrumento financiero es *adecuado* para el cliente, actividad que la Directiva 2006/73/CE designa como de *evaluación de conveniencia*³³⁷. En todo caso, lo relevante de esta Directiva 2006/73/CE

³³⁷ Sin entrar en profundidad en la cuestión, pues ello nos llevaría a una infructuosa labor, al menos en nuestro ámbito, pero que quizás resulte interesante estudiar desde un punto de vista semántico, lo cierto es que en la versión en inglés de la MiFID I los términos empleados por el legislador fueron *suitability*

es que establece con mayor detalle en qué consistirán las mencionadas evaluaciones de idoneidad y conveniencia.

Las reformas introducidas por MiFID I en el concreto ámbito de la evaluación de los clientes fueron transpuestas finalmente a nuestro ordenamiento por la Ley 47/2007. Dicha Ley incorporó además determinados aspectos de la Directiva 2006/73/CE. Si bien, respecto de esta última, su incorporación quedaría completada por el RD 217/2008.

Las referencias a la necesidad de contar con información de los clientes encontraron acomodo en los apartados 5 a 8 del, entonces nuevo artículo 79 bis LMV-2007 relativo a las obligaciones de información. En él se mantuvieron los estándares de información previstos en MiFID I según el tipo de servicio de inversión que se pretendiese ofrecer, esto es, asesoramiento o gestión de carteras, cualquier otro servicio distinto de estos, o ejecución, recepción y transmisión de órdenes de los clientes.

En relación con los inversores minoristas, como concreta medida protectora cuando se preste servicio de asesoramiento o gestión de carteras, se incluyó la imposibilidad de recomendarle servicios o instrumentos financieros cuando no haya sido posible obtener la información necesaria sobre sus conocimientos y experiencia³³⁸. Impedimento, no obstante, que no afectó a la figura del cliente profesional de quien no era preciso obtener dicha información por considerarle suficientemente familiarizado con el entorno de los productos, operaciones y servicios por los cuales ha obtenido esa clasificación.

Entre los requisitos en virtud de los cuales no es necesario solicitar al cliente información sobre sus conocimientos y experiencia cuando la ESI preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, es de destacar la delimitación que se establece en la LMV de producto financiero complejo y no complejo. Cuestión sobre la que volveremos más adelante en mayor profundidad³³⁹.

Asimismo, cuando la ESI preste un servicio de inversión o un servicio auxiliar en nombre de un cliente, pero siguiendo instrucciones de otra ESI, podrá basarse en la información del cliente que le suministre la entidad remitente. Será esta última, y no quien actúa siguiendo sus orientaciones, la responsable de que la información sea completa y exacta (art. 79 quinquies LMV-2007).

(idoneidad) y *appropriate* (conveniencia). Conceptos que luego serían trasladados a la Directiva 2006/73/CE para configurar al *assessment of suitability* (test de idoneidad) y *assessment of appropriateness* (test de conveniencia). Sin embargo, en la versión en español se optó por un cambio de terminología que, más allá de habernos familiarizado ya con ella, no deja de suponer un retorcido giro del lenguaje capaz de provocar más de una confusión. Así, para evaluar si los productos o servicios son *convenientes* para el cliente se lleva a cabo el *test de idoneidad*, mientras que para determinar si el producto o servicio es *adecuado* se realiza el *test de conveniencia*. Vid. ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores”, *Ekonomiaz*, núm. 66, 2007, p. 184.

³³⁸ Artículo 79 bis. 6 LMV-2007 y 35.5 D 2006/73/CE.

³³⁹ Vid. *infra* apartado 5.2: Instrumentos financieros complejos y no complejos.

Es preciso señalar que sobre ambas evaluaciones impera el principio de la buena fe. Un principio, además, que puede ser enfocado desde una doble óptica. Por un lado, las ESI tendrán derecho a confiar en la información proporcionada por los clientes, salvo cuando sepan o hayan debido saber, que la misma está desactualizada, es inexacta o está incompleta (art. 37.3 Directiva 2006/73/CE). Por otro, la ESI debe informarse o conocer a su cliente a fin de poder prestarle sus servicios adecuadamente, sean estos de asesoramiento, gestión de cartera, ejecución de órdenes o cualesquiera otros. Huelga decir que con ello se impide que la ESI pueda fundamentar el ejercicio inadecuado de sus obligaciones en la ausencia de información disponible del inversor³⁴⁰.

No podemos perder de vista, sin perjuicio de la posterior ampliación que haremos, que estas obligaciones de información no serán de aplicación cuando el servicio de inversión se preste como parte de un producto financiero que, por su parte, ya está sujeto a otras disposiciones legislativas comunitarias o estándares europeos comunes referentes a la valoración de riesgos de los clientes o de requisitos de información (arts. 19. 9 MiFID y 79 quáter LMV-2007).

1. La evaluación de la idoneidad

La evaluación de la idoneidad quedó recogida con mayor detalle en el artículo 35 Directiva 2006/73/CE, posteriormente transpuesto por el artículo 72 RD 217/2008. Conviene recordar que esta evaluación solo será preceptiva cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o la gestión de carteras.

Teniendo en cuenta dicha circunstancia, corresponde a las ESI obtener de sus clientes, tanto actuales como potenciales, información sobre sus objetivos de inversión, situación financiera, conocimientos y experiencia, de tal manera que, sobre su base, la ESI pueda concluir que el servicio o la transacción prevista se ajusta a las características del cliente, es decir, resulta conveniente (arts. 35.1 Directiva 2006/73/CE y 72 RD 217/2008). De forma más concreta, la información sobre los objetivos de inversión del cliente deberá incluir datos sobre el horizonte temporal deseado, las preferencias en la asunción de riesgos y las finalidades de la inversión (art. 35.4 Directiva 2006/73/CE).

A efectos de valorar la situación financiera, la ESI deberá conocer el origen y el nivel de sus ingresos periódicos, así como si posee activos, incluyendo los líquidos, otras inversiones, bienes inmuebles u otros compromisos financieros periódicos. Debe hacerse aquí una distinción entre clientes minoristas y profesionales, ya que, si el servicio va a prestarse a estos últimos, la ESI puede asumir, sin necesidad de solicitar tal información,

³⁴⁰ ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores”, ... *ob. cit.* p. 185 y VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 274.

que dicho cliente puede soportar financieramente el riesgo (art. 35.3 Directiva 2006/73/CE).

Finalmente, para estimar si el cliente posee la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos de la operación, la ESI deberá enfocarse en tres aspectos esenciales. El primero, versa sobre los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que el cliente se encuentra familiarizado. El segundo, se refiere a la naturaleza, volumen y frecuencia de las transacciones que el cliente haya realizado sobre instrumentos financieros, así como el periodo durante el cual se llevaron a cabo. El tercero, alude al nivel de estudios y a la profesión actual o incluso las anteriores en caso de resultar relevantes (arts. 37.1 Directiva 2006/73/CE y 74 RD 217/2008). Sobre esta cuestión vuelve a diferenciarse entre clientes minoristas y profesionales. En relación con estos últimos, la ESI podrá nuevamente presumir que cuentan con los conocimientos y experiencia necesarios respecto de los productos, servicios y transacciones para los que esté clasificado como cliente profesional.

En caso de no ser posible acceder a la información prevista, no podrán recomendarse servicios de inversión, ni gestionar la cartera del cliente.

2. Consideraciones reflexivas sobre la evaluación de idoneidad y algunas recomendaciones

Expuesta las disposiciones normativas en relación con el análisis de la idoneidad, creemos conveniente continuar con una serie de reflexiones que se nos suscitan y que, de un modo u otro, pueden llegar a incidir en la protección de los inversores.

2.1. El test de idoneidad

Hasta el momento no hemos hecho ninguna mención específica al test de idoneidad. Una omisión que, conscientemente, hemos preferido reservar hasta este momento habida cuenta de las reflexiones que nos suscita. Nada se dice en la MiFID I o en la Directiva 2006/73/CE sobre la forma en la que deberán llevarse a cabo las evaluaciones de idoneidad y conveniencia. Todo lo más, se hacen menciones al necesario establecimiento de políticas y procedimientos con el fin de evaluar la información de los clientes³⁴¹. Sobre este aspecto, no debemos perder de vista que tanto la MiFID I como la Directiva 2006/73/CE son Directivas de nivel 1, lo que supone que sus directrices normativas establecen la legislación marco susceptible de desarrollo posterior³⁴². Por lo que,

³⁴¹ En este sentido, el artículo 13.2 MiFID I hace referencia, al hilo de los requisitos de organización, de la obligación por la que *«toda empresa de inversión establecerá políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que la misma, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados, cumplan las obligaciones que les impone la presente Directiva, así como las normas pertinentes aplicables a las operaciones personales de dichas personas»*.

³⁴² Tal y como quedó establecido a partir de las reformas acontecidas tras el *Informe Lamfalussy*, vid. *supra* en el Preámbulo introductorio, apartado II.2: La protección del inversor minorista como eje central de las políticas regulatorias.

habiéndose establecido el marco general relativo a los aspectos sobre los que debe obtenerse información, se deja a las entidades la responsabilidad de definir el procedimiento de recopilación. En este sentido, la AEVM, en sus *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*, indicaba a título de ejemplo, el recurso a cuestionarios completados por los clientes o la realización de entrevistas personales³⁴³.

Se hace evidente que esta ausencia de determinación específica del medio por el que obtener la información puede significar un importante escollo, toda vez que la definición del cuestionario, o más aún, de la vía que se utilizará para acceder a tal información, queda al arbitrio de la propia ESI, no olvidemos, interesada en que el cliente, actual o potencial, adquiera sus servicios o productos financieros. En todo caso, debemos recordar, los datos a obtener enfatizarán en los objetivos de inversión del cliente, su situación financiera y sus conocimientos y experiencia. Sin embargo, nos preguntamos, ¿están capacitadas las ESI y sus empleados para la elaboración de cuestionarios?

Partiendo de lo más general a lo más específico, debe citarse el extenso estudio sobre la evaluación de los cuestionarios MiFID, elaborado para el supervisor financiero francés, la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), tres años después de la entrada en vigor de dicha Directiva. Con este estudio se pretendía llevar a cabo una medición objetiva de la fiabilidad de los cuestionarios, evaluando hasta qué punto estos se ajustaban a la letra y el espíritu de la MiFID I³⁴⁴.

Las conclusiones no fueron del todo desalentadoras. De hecho, se estimó que, con carácter general, los cuestionarios de idoneidad que se les proporcionaban a los clientes se ajustaban a los requisitos MiFID. Lo que no dejaba de ser una buena noticia teniendo en cuenta la falta de precisión de la que adolece la Directiva, y sobre la que el supervisor francés también incidió. Sin embargo, que estos test se acomoden a la MiFID no significa que por ello se les deba considerar eficaces o adecuados. Antes bien, tal y como veremos en la siguiente reflexión, el contenido sobre el que debe preguntarse a los clientes resulta vago y generalista. Por lo que, atenerse a pies juntillas a las disposiciones comunitarias no es garantía de obtención de información completa, provechosa o útil del cliente.

¿Cabrían esperar conclusiones del mismo cariz en nuestro país? Definitivamente sí. Y es que, la falta de orientación, puntos de referencia o modelos, limita la creación de cuestionarios realmente funcionales que, partiendo de las disposiciones de la MiFID I y la citada Directiva 2006/73/CE, hagan mayor incidencia en el historial del cliente para

³⁴³ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), 25 de junio de 2012, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/directrices-relativas-determinados-aspectos-de-los-requisitos-de-idoneidad-de-la-mifid>.

³⁴⁴ PICARD, N., y DE PALMA, A., *Evaluation of MiFID questionnaires in France. Study for the Autorité des Marchés Financiers*, 27 de noviembre de 2010, disponible en https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fe09db90a-b5b1-4c8d-85ac-de898f1bdb1f.

poder determinar, con la mayor de las precisiones posibles, la idoneidad de los servicios o productos que se le recomienden en la esfera del asesoramiento o gestión de carteras.

A mayor abundamiento, no puede desconocerse que existen técnicas específicas en cuanto a la redacción de las preguntas, el orden en que se presentan o la validación de cada una de las respuestas que, sin dudas, también van a influir en la elaboración de los cuestionarios³⁴⁵. Todo lo cual, además, abarca otras disciplinas como la econometría o la psicología, sobre las que, tanto los encargados de la elaboración de los cuestionarios, como quienes han de interpretarlos, no tienen por qué tener formación, por más que esta fuese aconsejable. Volveremos sobre ello en la siguiente reflexión.

Así las cosas, retomando la pregunta que nos planteábamos, ¿están capacitadas las ESI y sus empleados para la elaboración de cuestionarios?, la respuesta parece ser negativa. Por ello, nuestra primera recomendación en este aspecto debe partir de la necesidad de establecer modelos definidos de cuestionarios que, con carácter mínimo, recojan aquellas cuestiones sobre las que la ESI debe informarse respecto de sus clientes³⁴⁶. Con ello se elimina la presión que actualmente recae sobre estas entidades de elaborar cuestionarios *a ciegas*, al tiempo que se fija un contenido mínimo invariable, sujeto a ampliación si así se considera. Dichos modelos tendrán en cuenta si se trata de un asesoramiento puntual, recurrente o una gestión de cartera, modulando su contenido en función del servicio previsto. Finalmente aportarían, como garantía adicional, la seguridad de haber sido redactados atendiendo a los diversos elementos económicos, psicológicos y financieros que concurren en la evaluación de la idoneidad.

2.2. Sobre la información a obtener de los clientes

2.2.1. La cualificación del personal de las ESI

Resulta incontestable la importancia que reviste el personal de las ESI en los procesos de obtención de información de los clientes. Más allá de lo que cualquier test pueda determinar, lo cierto es que el personal que se encuentra en contacto directo con el cliente posee una perspectiva evaluadora que supera la obligación de facilitar un cuestionario.

En línea con lo dispuesto en el artículo 5.1 d) Directiva 2006/73/CE, entre los requisitos generales de organización de las ESI figura la contratación de personal cualificado que disponga de los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se les asignen. Una condición que más tarde es desarrollada por la AEVM en sus *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*, donde se reitera que el personal que intervenga en los aspectos cruciales del proceso de

³⁴⁵ En este sentido, CRUCIANI, C., *Investor decision-making and the role of the financial advisor*, Palgrave MacMillan, Suiza, 2017, pp. 117 y ss.

³⁴⁶ Lógicamente, tras la lectura de esta propuesta uno de los primeros interrogantes que pueden generarse es precisamente quién deberá encargarse de la preparación de tales cuestionarios. Labor que, entendemos, debe recaer sobre el supervisor comunitario, la AEVM o, en su defecto, sobre el supervisor nacional, la CNMV.

evaluación de idoneidad, debe poseer un nivel adecuado de cualificación. Particularmente, se espera que estos trabajadores tengan conocimiento suficiente de las normas y los procedimientos relevantes. Ello implica tener conocimientos técnicos especializados en mercados financieros, lo que les permitirá comprender los instrumentos financieros que puedan recomendar o lleguen a adquirir por cuenta del cliente. Al mismo tiempo, deberán tener las cualificaciones necesarias para evaluar las necesidades y circunstancias del cliente, lo que también les permitirá discernir si el instrumento financiero previsto se ajusta a ellas.

A propósito de la preparación de los cuestionarios ya hemos visto cómo convergen diversas disciplinas tales como la psicología, la econometría o el propio conocimiento de los mercados financieros. No cabe duda que sobre estos últimos el personal de las ESI debe tener suficiente experiencia, pero ¿están preparados los intermediarios financieros para lidiar con los demás factores influyentes en la determinación del perfil del cliente? A menudo las preferencias de un inversor pueden verse afectadas por un sinnúmero de elementos, no siempre recogidos en los cuestionarios que se les suministran. Unas veces estos condicionantes surgen en las entrevistas mantenidas y otras veces simplemente se pasan por alto. Teniendo en cuenta el perfil de los inversores minoristas, poco familiarizados con la actividad financiera, no debe esperarse que surja de ellos aportar más información que la que se les solicita. Habrá de ser el propio personal quien recabe de ellos e interprete los antecedentes que se faciliten. Es así que, ¿son capaces los empleados de las ESI de interpretar adecuadamente la información no financiera de sus clientes, o de detectar cuando esta no es suficiente y requiere completarse?

La AEVM estableció que entre la información necesaria para llevar a cabo la evaluación de la idoneidad debería hacerse referencia al estado civil, la situación familiar y laboral, así como las necesidades de liquidez del cliente³⁴⁷. Más, ello nos enfrenta a dos grandes problemas. El primero es que disponer de dicha información no es garantía de su correcta interpretación y aplicación. Al cliente no se le explica las razones subyacentes a las solicitudes de tal información, por lo que este simplemente se limita a rellenar un cuestionario de preguntas marcando aquellas casillas que más o menos se ajustan a su situación. A tales efectos, también puede influir la redacción inapropiada de las preguntas, el número insuficiente de estas o el establecimiento de opciones deficientes.

El segundo problema es que el perfil, concretado mediante los sistemas de puntuaciones por los que se interpretan los cuestionarios de idoneidad, puede no corresponderse con el comportamiento real del propio individuo. Las preguntas pueden alentar respuestas poco fiables si el propio cliente sobrestima sus conocimientos, o incluso se muestra reacio a admitir su ignorancia, creyendo erróneamente que así conseguirá mejores recomendaciones de productos más rentables reservados para quienes los conozcan y/o asuman el riesgo. En este sentido, imaginemos un cliente que en el pasado haya tenido

³⁴⁷ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.* p. 6.

contacto con instrumentos de inversión mediante operaciones con resultados positivos que, eufórico por ellos, le generan un exceso de confianza y optimismo, que pueda influir en su predisposición a asumir mayores riesgos, con independencia de su capacidad real para ello.

Lo dicho hasta aquí supone, por tanto, que nuestra sugerencia sea doble. De un lado, dotar de formación adicional al personal encargado de suministrar los cuestionarios. No pretendemos, desde luego, que sea una formación profunda en aspectos psicológicos, económicos o de neurociencia. Nos referimos más bien a complementos formativos en cuestiones nucleares que, desde la perspectiva de los mercados financieros, contribuya a que estos intermediarios se doten de mejores herramientas a la hora de afrontar la tarea de obtener información de sus clientes.

Estrechamente relacionada, la segunda de las sugerencias que proponemos se basa en el establecimiento de dos fases en el proceso de evaluación de idoneidad. No se trata de deslindar en dos actos este proceso, sino simplemente abordar en la primera fase una explicación razonable del cuestionario que se suministrará, haciendo énfasis en la clase de información que se espera obtener y las razones por las cuales se realizan tales preguntas. La segunda fase se enfocaría en la revisión con el cliente de las respuestas suministradas al objeto de detectar si es posible que no haya entendido alguna de las preguntas o si puede determinarse, sobre la base de la formación adicional de que dispone el empleado de la ESI, que algunas de las respuestas otorgadas pueden dar lugar a situaciones contradictorias (por ejemplo, bajo nivel de ingresos y alta predisposición al riesgo) o que se han ofrecido respuestas impulsivas o en exceso de confianza.

Puede imputarse a esta recomendación cierto halo paternalista por el cual se sobreprotege en exceso a quien, en plena libertad de elección, ha decidido aventurar sus ahorros a los avatares del mercado de valores. Sin embargo, debemos subrayar que la evaluación de la idoneidad es responsabilidad de las ESI y será a ellas a quienes se responsabilice de deficientes prácticas. No debe alentarse la ficción de que esta evaluación depende del cliente. Por tanto, sin perjuicio del establecimiento de mejores cuestionarios, las ESI deberían ayudar a los inversores a comprender las razones por las que se les solicitan los datos, alentándoles a proporcionar información precisa y completa que, posteriormente, ayudará a una correcta determinación de su perfil. Es más, con ello se contribuye a un mercado más saneado y, por tanto, con menos litigiosidad.

2.2.2. ¿Cuándo debe considerarse que se ha conseguido toda la información necesaria?

Al hilo de la imprecisión en cuanto al modo de realizar la evaluación de la idoneidad, debemos hacer referencia seguidamente a la parquedad de la terminología empleada en cuanto al volumen de la información que debe obtenerse de los clientes. En esta línea, la MiFID I precisa que, al prestar asesoramiento o gestionar carteras, la ESI deberá recabar la “información necesaria” sobre sus clientes. Mandato que se repite, en identidad de

términos, en la Directiva 2006/73/CE donde también vuelve a compelerse a las ESI a conseguir la *información necesaria* de sus clientes. Así pues, a resultas de la vaguedad del concepto, ¿cuándo debe considerarse que se ha conseguido toda la información necesaria?

La respuesta obvia que podría darse sería que se habrá alcanzado tal nivel cuando la ESI pueda considerar, sobre la base de los datos recabados, que la operación que va a recomendar o a realizar se ajusta a los conocimientos y experiencia del cliente, así como a sus objetivos de inversión y situación financiera, esto es, que son convenientes para el cliente³⁴⁸ como ya hemos reiterado. Sin embargo, de aceptar dicha premisa, volveríamos al origen de nuestra pregunta, pues ¿cuándo puede la ESI considerar tal cosa?

Esta cuestión que en principio puede parecer de mera transcendencia semántica, alberga, sin embargo, notable importancia, no en balde determinará el volumen, la profundidad y el alcance de las preguntas del cuestionario de idoneidad.

La AEVM en sus *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* abordó esta cuestión aplicando el principio de la proporcionalidad. Principio que bien podríamos hacer equivaler en el lenguaje jurídico de nuestro país, conscientes del coloquialismo que encierra, con el tan socorrido *depende*. Por tanto, el nivel de la información que se debe reunir del cliente será proporcional, *dependerá*, de los productos o servicios que tenga previsto contratar³⁴⁹.

Obviamente no podrá ser igual la información que se requiera a propósito de un producto a plazo fijo, un producto complejo o uno con escasa liquidez³⁵⁰. Como tampoco será igual teniendo en cuenta el servicio que se va a prestar. Sobre este último punto, la CNMV modula en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, la profundidad de la evaluación según el servicio que vaya a prestarse al cliente. De tratarse de un asesoramiento puntual, el cuestionario cubrirá los tres aspectos conocidos de objetivos de inversión, situación financiera y experiencia y conocimientos, pero podrá ser menos exhaustivo en cuanto a la información que recabe³⁵¹. De ser un servicio de

³⁴⁸ Artículo 19.4 *in fine* MiFID y 35.1 D 2006/73/CE.

³⁴⁹ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 8.

³⁵⁰ Todos ellos son someros ejemplos de casos en los que las preguntas a realizar deben variar en función del producto. Así, en el primer caso la ESI habría de conocer en profundidad los objetivos de inversión del cliente pues, por descontado, este no sería un producto idóneo para quien espera una alta rentabilidad en un escaso periodo de tiempo. De tratarse de un producto complejo, es preciso conocer en detalle el perfil de riesgo del cliente, su capacidad para soportar pérdidas y sus conocimientos y experiencia en el ámbito concreto del producto. A propósito de los productos con escasa liquidez, deberá conocerse el horizonte temporal durante el cual el cliente estará dispuesto a mantener la inversión.

³⁵¹ A título ejemplificativo, la CNMV señala que «*el análisis de conocimientos y experiencia es suficiente limitarlo a la familia de instrumentos a la que pertenece el instrumento concreto de que se trate. En cuanto a la situación patrimonial, parece razonable que no se obtenga información detallada respecto a la composición del patrimonio del cliente, sino la necesaria para valorar la importancia relativa de la inversión realizada respecto al patrimonio total del cliente. El apartado relativo a objetivos de inversión se referirá a cada mandato y asesoramiento puntual realizado*». CNMV, *Guía de actuación para el análisis*

asesoramiento recurrente o la gestión de carteras, se precisa de una información más exhaustiva. Terminología esta (“información más exhaustiva”) tan imprecisa como inútil, pues nada nuevo aporta y, desde luego, escaso valor de guía puede ostentar³⁵².

Por lo que, la ausencia de modelos mencionados irradia sobre esta cuestión efectos igualmente negativos. A falta de unas referencias mínimas en forma de cuestionario prototípico, no es posible para las ESI conocer, al menos con certeza absoluta, que han obtenido toda la información necesaria para evaluar la idoneidad.

2.2.3. La fiabilidad de la información

Por evidente que pueda parecer esta precisión, no debe dejar de mencionarse que de los clientes se espera que aporten información fiable. Desde la perspectiva de estos no dejaría de ser un contrasentido facilitar, a sabiendas de ello, datos incorrectos, erróneos o incompletos cuando el correcto asesoramiento para la inversión depende precisamente de dicha información. Hay que recordar que entre el cliente y su asesor se establece una relación fiduciaria mediante la cual el primero desea aumentar sus rendimientos financieros y espera que para ello el asesor seleccione las mejores opciones, las más convenientes, a su perfil. De ahí que, quebrar conscientemente las bases de esta relación mediante la aportación de información imperfecta sería, en el mejor de los casos, una actitud muy arriesgada.

Sin embargo, como ya hemos adelantado, la evaluación de la idoneidad es responsabilidad de las ESI, por lo que no debe esperarse que sea el propio inversor quien facilite, *motu proprio*, toda la información necesaria. Ello incluye también aquellas situaciones en las que, sin saberlo, el cliente peca por defecto y no proporciona información fiable. Por ejemplo, cuando admite tener escasa experiencia y conocimientos, pero se advierte una alta predisposición al riesgo. O cuando, por el contrario, presenta un perfil bajo de riesgo, pero mantiene unos ambiciosos objetivos de inversión. Estos dos ejemplos bastan para ilustrar las situaciones en las que la fiabilidad de la información puede cuestionarse. Razón por la que las ESI deban adoptar medidas razonables para comprobar que lo plasmado por el cliente en el cuestionario se ajusta verdaderamente a la realidad y puede utilizarse para configurar su perfil inversor.

Así ha quedado reflejado en las *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* de la AEVM, donde nuevamente volvemos a toparnos con términos jurídicos que, lejos de disipar las posibles dudas, tan solo contribuyen a alentar la indeterminación. Nos referimos a la mención expresa a las “medidas razonables” que deberán implantar las ESI para comprobar la fiabilidad de la información recogida. Para disipar dicha indeterminación, la AEVM recoge una serie de ejemplos que, a modo ilustrativo, pueden servir de orientación a las entidades. A este

de la conveniencia y la idoneidad, 11 de julio de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaConvenienciaIdoneidad.pdf, p. 17.

³⁵² *Ibidem*.

respecto se señala que las ESI deberán estar atentas a inexactitudes evidentes en la información suministrada. Deberán asegurarse también que las preguntas sean entendidas correctamente. En caso de prever la realización de la evaluación de idoneidad mediante otros métodos que permitan recoger información (cuestionarios *on line* o programas informáticos), deberán cerciorarse que estos se han diseñado de forma que, efectivamente, posibilitan la obtención de los datos necesarios³⁵³.

En definitiva, tal y como prevén las directrices, sobre las ESI recae la obligación de analizar la información recogida en su conjunto con la finalidad de detectar posibles incoherencias. Repárese aquí en que lo previsto por la AEVM guarda similitud con nuestra anterior propuesta de establecer dos fases en el proceso de evaluación de idoneidad. En ambas se espera que las entidades sean capaces de detectar contradicciones importantes en los datos suministrados. No obstante, sostenemos que nuestra propuesta resulta de mayor fiabilidad, pues incluye una explicación previa del contenido y finalidad de las preguntas del cuestionario, así como una revisión inmediatamente posterior de las respuestas. Con ello se pretende que el futuro inversor comprenda, incluso antes de rellenar el cuestionario, los objetivos de este de modo que, mediante las explicaciones previas se minimicen las situaciones en las que se detecten incoherencias en las respuestas. Y es que un cliente que de antemano ha sido informado, por citar un ejemplo, de la relación inversamente proporcional que existe entre el riesgo y una alta o rápida rentabilidad, difícilmente caerá en tal discordancia cuando se enfrente al test.

2.2.4. Seguimiento de la información

A renglón seguido de la fiabilidad de la información debemos tratar el seguimiento de la misma. En este sentido, ni la MiFID I ni la Directiva 2006/73/CE se refieren explícitamente al periodo que debe mediar entre la evaluación de la idoneidad y la prestación del servicio. Lo que obliga a plantearnos algunas reflexiones en torno a la actualización de la información, sobre todo teniendo en cuenta que, en el seno de una relación continua con el cliente, debido por ejemplo a la prestación del servicio de gestión de carteras, pueden sucederse variaciones en los datos inicialmente válidos para determinar la idoneidad.

La eventual actualización de los datos ha quedado contemplada por la AEVM en las tantas veces citadas *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*. En concreto, se prevé que las ESI deberían adoptar procedimientos que permitieran identificar, en primer lugar, qué parte de la información debe ser susceptible de actualización y con qué frecuencia, y, en segundo lugar, cómo se realizará tal actualización y qué actuaciones deberá llevar a cabo la ESI cuando reciba la información o, incluso, cuando esta no se facilite.

³⁵³ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, pp. 11 y ss.

Sobre la frecuencia, la AEVM señala que esta podría depender del perfil de riesgo del cliente. Así, unos inversores con un perfil de riesgo elevado probablemente requieran de actualizaciones más frecuente. En cuanto a la forma en que deberían realizarse, las directrices recomiendan las reuniones periódicas con los clientes o el envío de cuestionarios de actualización.

También la CNMV ha tratado esta cuestión en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, donde se establece que, en el ámbito de la gestión de carteras, las recomendaciones y operaciones deberán ser adecuadas en el momento en que se presta el servicio. Ello requiere, lógicamente, disponer de procedimientos que garanticen que la información sobre sus clientes no está desfasada. Ahora bien, la CNMV matiza y advierte que ciertos aspectos valorados en el primer análisis de idoneidad son de difícil variación en un periodo corto de tiempo. Es el caso de los conocimientos y experiencia del cliente. Otros, en cambio, deben ser revisados con mayor periodicidad, como la situación patrimonial. Los objetivos de inversión, por su parte, deberán revisarse teniendo en cuenta una operación concreta o un mandato específico del cliente.

De tratarse de servicios de asesoramiento, la CNMV distingue entre el asesoramiento puntual y el recurrente³⁵⁴. Respecto del primero, se espera que la evaluación de idoneidad realizada se circunscriba a una concreta operación, de tal suerte que no sea razonable extrapolar los resultados ahí obtenidos a sucesivas operaciones. En cuanto al asesoramiento recurrente, puede darse la circunstancia de que los objetivos del cliente varíen, por lo que la ESI deberá contrastar periódicamente esta circunstancia, a la que debe sumarse también cualquier alteración en la situación patrimonial³⁵⁵.

Partiendo de lo expuesto, no cabe duda que tanto la AEVM como la CNMV prevén la necesaria actualización de la información recabada de sus clientes. En cambio, para el cumplimiento de esta premisa no se han establecido plazos temporales. Simplemente se aduce a la frecuencia o periodicidad de las actualizaciones sin llegar a establecer, en ningún momento, un marco temporal concreto. Huelga decir que coincidimos con la CNMV cuando señala que es poco probable que los conocimientos y experiencia del cliente sufran sustanciales modificaciones que aconsejen una puesta al día de la información de que dispone la ESI. Pero, en cambio, echamos en falta una mayor determinación de la regularidad con la que deberán actualizarse otros aspectos. Entre ellos nos parece de notable interés la información que se obtenga de los clientes respecto de sus objetivos de inversión.

En este sentido, recuérdese que parte de la información que se deba recabar de los clientes respecto de sus objetivos de inversión debe incluir sus preferencias en la asunción de riesgos. Sin perjuicio de lo que a continuación exponemos sobre la determinación del riesgo, debemos anticiparnos ahora y formular en relación con la actualización de esta

³⁵⁴ Sobre las diferencias entre asesoramiento puntual y recurrente, *vid.* Capítulo IV: El servicio de asesoramiento en materia de inversión, pp. 207 y ss.

³⁵⁵ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 18.

información, algunas valoraciones. Y es que numerosos estudios han demostrado que en la determinación del riesgo que los clientes están dispuestos a asumir, influyen una serie de factores objetivos y subjetivos³⁵⁶. Los primeros, los factores objetivos, tienen que ver con el propio producto en sí. Pueden ser la volatilidad o la rentabilidad de este. En cualquier caso, pese a que influirán en la estimación que el propio cliente hará del riesgo que está dispuesto a correr, no resultan tan relevantes como los factores subjetivos que dicho cliente valorará en mayor medida. Entre estos últimos, se sitúa la propia confianza, o más bien el exceso de esta, que el cliente tenga, así como su excesivo optimismo respecto del comportamiento de los mercados. En fin, factores subjetivos derivados de sesgos conductuales que pueden llegar a afectar significativamente el comportamiento del cliente frente al riesgo y que, puede intuirse ya, resultan sumamente cambiantes³⁵⁷.

Por tanto, retomando nuestra reflexión parece conveniente establecer, con carácter mínimo, un plazo obligatorio de actualización de la información obtenida del cliente, al menos en cuanto a sus objetivos de inversión, habida cuenta que, como hemos subrayado sumariamente, en la estimación del umbral de riesgo que está dispuesto a asumir, influyen una serie de factores subjetivos de rápida mutabilidad³⁵⁸. En esta línea, algunos estudios ya recogen como posible propuesta que, al final de cada año natural, se proceda a la actualización de la información de los clientes en esta concreta área³⁵⁹.

2.3. La elasticidad de la información a obtener del cliente

Utilizamos el término *elasticidad* conscientes que, tal y como recoge la RAE, entre sus acepciones figura «acomodaticio, que puede ajustarse a muy distintas circunstancias» y «que admite muchas interpretaciones». Y es que, nos parece incontestable que en el ámbito de la información que debe obtenerse de los clientes (recuérdese, que dicha información versará sobre sus objetivos de inversión, conocimientos, experiencia y situación financiera –arts. 19.4 MiFID y 35 Directiva 2006/73/CE–), los datos a recabar pueden ser interpretados de forma más o menos amplia, más o menos elástica, según las

³⁵⁶ Son relevantes los estudios de NOSIĆ, A. y WEBER, M., “How risky do I invest: The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence”, *Decision Analysis*, vol. 7, 2010, pp. 282 y ss.; y WEBER, M., WEBER, E. U., y NOSIĆ, A., “Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking”, *Review of Finance*, vol. 17, 2012, pp. 847 y ss.

³⁵⁷ Incidiremos con mayor profundidad en estos sesgos en la siguiente reflexión a cuyo contenido nos remitimos.

³⁵⁸ En este sentido, respecto de los cambios en la asunción de riesgos, *vid.* MALMENDIER, U., y NAGEL, S., “Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk-taking?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, 2011, pp. 373 y ss. Sobre los cambios en las expectativas de los clientes, *vid.* VISSING-JORGENSEN, A., “Perspectives on behavioral finance: does «irrationality» disappear with wealth? Evidence from expectations and actions”, *NBER Macroeconomics Annual*, núm. 18, 2003, pp. 139 y ss. Sobre los cambios en la actitud ante el riesgo, *vid.* SAHM, C. R., “Stability of Risk Preferences”, *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 66, 2007.

³⁵⁹ En este sentido, el estudio de WEBER, M., WEBER, E. U., y NOSIĆ, A., “Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking”, ... *ob. cit.*, pp. 863 y ss., se apoyó en numerosas encuestas y trabajos previos, determinando que los inversores tienen expectativas de riesgo y rendimiento que cambian significativamente con el tiempo y parecen guiar su comportamiento de inversión, por lo que aconsejaban su actualización al término de cada año natural.

circunstancias de cada ESI, teniendo en cuenta que no existen modelos normalizados o meramente orientativos sobre qué información será preceptiva y cómo deberá obtenerse.

Desde luego, ni la AEVM, ni la CNMV son ajenas a este hecho. Ambas autoridades han emitido directrices y guías en un intento de esclarecer qué debe conocerse del cliente y cómo. Hemos hecho referencia a ellas en numerosas ocasiones a lo largo de estas páginas. Pero, en todo caso, no puede ignorarse que no dejan de ser meras orientaciones que, sin valor normativo alguno, tan solo aportan una serie de pautas de cumplimiento opcional, aunque recomendable³⁶⁰.

Así las cosas y sentado lo anterior, pasamos a reflexionar sobre la elasticidad que acompaña a la determinación de los objetivos de inversión del cliente, sus conocimientos, experiencia y su situación financiera. Lo haremos precisamente en el orden expuesto.

2.3.1. La determinación de los objetivos de inversión. Especial referencia a la asunción del riesgo

Ya hemos aludido en varias ocasiones a la vaguedad de la MiFID I en cuanto a la determinación de la información que debe obtenerse de los clientes. Una imprecisión que adquiere relevancia a la hora de determinar los objetivos de inversión de los clientes. En este sentido, también hicimos referencia al contenido del artículo 35.4 Directiva 2006/73/CE que detalla que *«la información relativa a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación con la asunción de riesgos, su perfil de riesgo y las finalidades de la inversión»*. Del contenido de ambos cuerpos normativos puede apreciarse la necesidad de mayores aclaraciones. Labor acometida en nuestro país por la CNMV que en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad* indica que un mismo cliente puede llegar a tener diferentes objetivos de inversión en función de las operaciones o mandatos que tiene activos o planificados. Circunstancia que obliga a las ESI a afrontar la evaluación de los objetivos desde una doble óptica. Así, en caso de tratarse de un asesoramiento puntual deberá procederse a evaluar los objetivos para cada operación en concreto. Por el contrario, si se trata de un servicio de asesoramiento recurrente de gestión discrecional de carteras, el análisis deberá realizarse al comienzo del mandato, siendo necesarias revisiones periódicas si está previsto que la actividad sea de duración prolongada o incluso indefinida³⁶¹.

³⁶⁰ Así, la AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 4, señala que *«las presentes directrices no implican obligaciones absolutas, motivo por el cual se utiliza con frecuencia la expresión “debería”»*, mientras que la CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 1, advierte que *«este documento no tiene carácter normativo y, por lo tanto, no establece nuevas obligaciones. La guía tiene como finalidad transmitir al sector y, en concreto, a las entidades que prestan servicios de inversión pautas que la CNMV considera adecuadas para el cumplimiento de diversos aspectos de la normativa en vigor a la fecha de emisión de este documento y así facilitar su comprensión y la adaptación de las entidades a las mismas»*.

³⁶¹ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 14 y ss.

En cuanto al contenido del cuestionario mediante el cual se debe recabar dicha información, la AEVM es bastante escueta en sus *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*, limitándose a señalar, con carácter ejemplificativo, que en la autoevaluación debería optarse por criterios objetivos de consulta. De manera que, en lugar de preguntar al cliente por su predisposición al riesgo, debería preguntársele qué nivel de pérdidas estaría dispuesto a aceptar y durante cuánto tiempo³⁶². La CNMV, por su parte, entra con mayor profundidad en el contenido del cuestionario destinado al análisis de los objetivos de inversión del cliente y, al respecto, aclara que no se considerará una buena práctica que la ESI solicite al cliente que elija su perfil de entre los disponibles y previamente delimitados por la propia entidad. Antes bien, la determinación del perfil de riesgo deberá hacerse por referencia a variables comprensibles por el cliente. De tal modo que deberá evitarse facilitar al cliente escalas de riesgo en las que se emplee terminología ambigua como, por ejemplo, la que resulta de calificar el perfil de riesgo como bajo, medio, moderado, conservador o alto, entre otras. En su lugar, deberá optarse por la selección de otros indicadores como el antes citado relativo a la pérdida potencial del importe que el cliente estaría dispuesto a asumir³⁶³.

Teniendo en cuenta lo expuesto, se nos suscitan una serie de reflexiones que enfocaremos en torno a la determinación del nivel de riesgo que está dispuesto a asumir el cliente, por ser, dentro de los objetivos de inversión, la cuestión que mayores críticas ha originado.

Con carácter previo debemos partir de una premisa que, pese a ser evidente, no debe ignorarse. Se trata de la relación existente entre el riesgo y la rentabilidad en el mercado financiero. Resulta incuestionable que en la toma de decisiones de inversión el vínculo riesgo-rentabilidad influye de manera significativa en las operaciones que se adopten. Cuanto mayor sea la rentabilidad esperada de un producto, mayor será el riesgo que se está dispuesto a asumir. Por lo que las decisiones de inversión dependerán de los rendimientos esperados, el riesgo de la operación y la actitud del sujeto frente a dicho riesgo³⁶⁴.

Estos últimos elementos, el riesgo de la operación y la actitud del cliente, es lo que conforman la tolerancia al riesgo. El cliente valorará cuán arriesgada es la operación desde la perspectiva de su actitud al riesgo. Por tanto, mientras que el riesgo de la operación integra una cualidad financiera susceptible de ser medida mediante variables objetivas (edad, situación laboral, patrimonio, obligaciones actuales y futuras...etc.), la actitud ante el riesgo es una cuestión psicológica³⁶⁵.

³⁶² AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 11.

³⁶³ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 15.

³⁶⁴ En este sentido, NOSIĆ, A. y WEBER, M., "How risky do I invest: The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence", ... *ob. cit.*, p. 282.

³⁶⁵ Así lo afirman, entre otros, INJODEY, J. I., y ALEX, D., "Risk Tolerance of Investors: Developing a Psychometric Tool", *Research Journal of Finance and Accounting*, vol. 2, núm. 2, 2011; CORDELL, D.

En este sentido, nuestra primera reflexión se incardina en la valoración de la objetividad o subjetividad del riesgo. De manera más precisa, en la influencia de elementos objetivos y subjetivos en el proceso de determinación de la tolerancia al riesgo que habrá de hacer el propio cliente como parte de su evaluación de idoneidad. Para ello, debemos volver a traer a colación el hecho ya reiterado de la ausencia de modelos orientativos de cuestionarios, lo que obliga a la ESI a estructurar *per se* un test que permita evaluar el perfil de riesgo del cliente de cara a proporcionarle un idóneo servicio de asesoramiento o gestión de cartera. Pero en dichos test a menudo se plantea la determinación de la tolerancia al riesgo desde una perspectiva meramente objetivista. Por una parte, de acuerdo a una serie de parámetros susceptibles de marcarse en una casilla (renta, experiencia, situación familiar, educación, rendimientos esperados...). Por otra, mediante la facilitación al cliente de gráficas históricas de evolución del producto en las que se recoge su historial de volatilidad o su rendimiento pasado. Con estas últimas se espera que el cliente sea capaz de formarse una opinión *pro* futuro que determine el riesgo que está dispuesto a tolerar ya que, en los sectores financieros, es práctica habitual relacionar los rendimientos esperados con los pasados³⁶⁶ y los riesgos previsibles con las variaciones históricas del producto³⁶⁷. No cabe duda que sobre la base de la información así recogida podrá llegarse a conformar un perfil de riesgo del cliente. Sin embargo, este resultará de naturaleza básica y eficiencia dudosa pues en la determinación de la tolerancia al riesgo también influyen factores subjetivos³⁶⁸.

M., "Risk tolerance in two dimensions", *Journal of Financial Planning*, vol. 15, núm. 5, pp. 30 y ss.; WEBER, E. U., BLAIS, A. R., y BETZ, N. E., "A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors", *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 15, 2002, pp. 263 y ss.; ROSZKOWSKI, M. J., DAVEY, G., y GRABLE, J. E., "Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance", *Journal of Financial Planning*, vol. 18, núm. 4, 2005, pp. 68 y ss.; SHUM, P., y FAIG, M., "What explains household stock holdings", *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, núm. 9, 2006, pp. 2579 y ss.; BRIGHETTI, G., LUCARELLI, C., *Risk tolerance in the financial decision making*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, Reino Unido, 2010; y MARINELLI, N., y MAZZOLI, C., "The role of risk in the investment decision process: traditional vs. behavioral finance", en *Risk tolerance in financial decision making*, Palgrave MacMillan, Nueva York, 2011, pp. 8 y ss.

³⁶⁶ Bajo las mismas circunstancias económicas, se espera que la curva de rendimientos futuros se mantenga, sin grandes alteraciones, como en el pasado inmediato del producto.

³⁶⁷ Análogamente se espera que los riesgos venideros respondan a las variaciones que haya sufrido el producto en el pasado. De tal suerte que si se ha producido una fuerte volatilidad en el precio, es muy probable que los inversores esperen que esta circunstancia vuelva a repetirse. Por todos, *vid.* NOSIĆ, A. y WEBER, M., "How risky do I invest: The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence", ... *ob. cit.*, p. 282 y ss.

³⁶⁸ En este sentido, BAISCH, R., y WEBER, R. H., "Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Challenges for a Legal Framework Coping with Ambiguous Risk Perceptions", en *European Perspectives on Behavioural Law and Economics*, Springer International Publishing, Switzerland, 2015, pp. 182 y ss. Por su parte, CRUCIANI, C., *Investor decision-making and the role of the financial advisor*, ... *ob. cit.* pp. 114 y ss., sostiene de manera más tajante que «el riesgo es intrínsecamente subjetivo, a menudo específico de un determinado ámbito, y las preferencias de riesgo pueden verse afectadas por un gran número de factores, algunos emocionales, otros psicológicos y otros dimanantes de las condiciones económicas» (*Risk is inherently subjective, often domain-specific and risk preferences can be affected by a large number of factors, some emotional, some psychological and some drawn from economic conditions*).

En la misma línea, el estudio llevado a cabo por supervisor financiero francés sobre la evaluación de los cuestionarios MiFID, determinó que, de los catorce cuestionarios analizados, diez se referían a las

En efecto, la actitud individual ante el riesgo depende de numerosos factores subjetivos de diversa índole. Entrar a valorar estos elementos es sinónimo de adentrarnos en terreno propio de la economía conductual³⁶⁹. No quisiéramos desviarnos en demasía de nuestros objetivos de estudio, por lo que todo cuanto aquí exponemos tendrá naturaleza sucinta, sin bien es cierto que ya desde ahora advertimos que la trascendencia de esta cuestión aconseja investigaciones futuras en las que también nos enfocaremos.

En todo caso, y en lo que ahora nos interesa, la economía conductual propugna que, a lo largo del proceso de toma de decisiones, el individuo se ve influenciado por sus emociones y su intuición³⁷⁰. En definitiva, intervienen una serie de factores irracionales y a menudo impulsivos entre los que pueden identificarse una serie de errores o sesgos del pensamiento. La clave reside precisamente en la irracionalidad, por lo que la adopción de decisiones según estos atajos mentales es un proceso inconsciente.

Entre los principales sesgos detectados que pueden influir en la toma de decisiones de los inversores destacamos³⁷¹:

preferencias de riesgo de manera superficial. *Vid.* PICARD, N., y DE PALMA, A., *Evaluation of MiFID questionnaires in France. Study for the Autorité des Marchés Financiers*, ... *ob. cit.*

³⁶⁹ La economía conductual es una disciplina relativamente reciente que analiza las pautas y los sesgos del comportamiento de los inversores con el fin de predecir modelos de comportamiento. Entre otros, *vid.* ARIELY, D., “The End of Rational Economics”, *Harvard Business Review*, vol. julio-agosto, 2009; CADENAS SÁEZ, M. E., “Del *Homo economicus* al *Homo humanus*. Breve aproximación 71 a la economía conductual”, *Boletín de la CNMV*, trimestre I, 2018, pp. 72 y ss.; KAHNEMAN, D., “Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics”, *The American Economic Review*, vol. 93, núm. 5, 2003, pp. 1449 y ss.; KERSTING, F., y OBST, D., *Economía conductual*, 10 de abril de 2016, disponible en <https://www.exploring-economics.org/es/orientacion/behavioral-economics/>; SAMSON, A., *The Behavioral Economics Guide*, 2014 a 2018, disponibles en <https://www.behavioraleconomics.com/the-be-guide/the-behavioral-economics-guide-2014/>; y

³⁷⁰ La economía conductual basada, como hemos visto, en la incidencia de factores psicológicos en la toma de decisiones, se contrapone a los postulados de la teoría económica clásica que sostiene que las preferencias de los sujetos son estables y no se ven influidas por factores externos, saben lo que quieren, son analíticos y, en fin, adoptan sus decisiones de inversión de un modo racional. *Vid.* entre otros, CADENAS SÁEZ, M. E., “Del *Homo economicus* al *Homo humanus*. Breve aproximación a la economía conductual”, ... *ob. cit.*, pp. 72 y ss.; KAHNEMAN, D., “Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics”, ... *ob. cit.*, pp. 1449 y ss.; THALER, R. H., “Toward a positive theory of consumer choice”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, núm. 1, 1980, pp. 39 y ss.; DEBONDT, W.F., y THALER, R.H., “Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective”, *National Bureau of Economic Research*, working paper, núm. 4777, 1994, disponible en <https://www.nber.org/papers/w4777.pdf>.

³⁷¹ Por todos, *vid.*, entre otros muchos, ABREU, M., “Individual investors’ behavioral biases”, (TEWP 01/2014/DE/UECE), *Universidade de Lisboa, Teaching Economics Working Papers*, 2014, disponible en <https://core.ac.uk/download/pdf/61473382.pdf>; AZOFRA, V., FERNÁNDEZ, B., y VALLELADO, E., “Existencia de inversores con exceso de confianza en su capacidad de análisis. Rol en el mercado de capitales”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 16, núm. 2, 2007, pp. 41 y ss.; BBVA, *Finanzas conductuales: exceso de confianza*, 20 de febrero de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-779462/finanzas-exceso-confianza>; *Finanzas conductuales: ilusión de control*, 14 de mayo de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-787104/ilusion-control>; *Finanzas conductuales: sesgo de anclaje*, 5 de marzo de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-780481/finanzas-sesgos-anclaje>; BLASCO, N., y FERRERUELA, S., “Behavioral finance: ¿por qué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?”, *BME: Estudios y Publicaciones*, noviembre

- i. *El exceso de confianza*: supone una sobreestimación o exageración de las capacidades reales del individuo. En la esfera de los mercados financieros, los inversores pueden llegar a sobrevalorar sus conocimientos, experiencia personal o las circunstancias del mercado, llegando a subestimar los riesgos reales a los que se enfrenta.
- ii. *La falacia de control*: tiene que ver con la tendencia a creer que se dispone de un nivel de control superior al objetivamente real. Ello puede dar lugar a la asunción de mayores riesgos basándose en el autoconvencimiento de que controla los movimientos del mercado, lo que le impulsa a adoptar decisiones más osadas.
- iii. *El sesgo de confirmación*: mediante este sesgo el inversor intenta reafirmarse en sus convicciones. De esta forma, busca información o interpreta la recibida de la mejor forma de acuerdo con sus intereses. Por tanto, existe un componente de selectividad en cuanto a qué va a considerar verdadero de tal forma que puede llegar a desoír cualesquiera otros datos (por ejemplo, el elevado riesgo de la operación), que puedan ir en contra de sus creencias.
- iv. *El sesgo de anclaje*: consiste en otorgar mayor valor a la información obtenida antes, que a la obtenida después que pueda contradecir a la primera. Desde el punto de vista de la comercialización de productos financieros se suele explotar el sesgo de anclaje facilitándole previamente al cliente la información positiva o alentadora del producto como la alta rentabilidad pasada, por ejemplo. De esta forma se crea un “anclaje” en esos datos, que puede llegar a determinar que un cliente asuma más riesgos de los que hubiese corrido de haber valorado también la información negativa que se le pueda suministrar posteriormente. Psicológicamente hablando, este sesgo resulta de los más difíciles de evitar por los clientes ya que depende de factores tan aleatorios como el estado de ánimo, la experiencia, la personalidad y las habilidades cognitivas.
- v. *El sesgo de autoridad*: aparece cuando se estiman en demasía las opiniones de terceras personas por creer que tienen mayor credibilidad. Con respecto al riesgo

de 2017, disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5270 Behavioral Finance Por qué los inversores se comportan como 1 o hacen y no como deberían](http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5270_Behavioral_Finance_Por_qué_los_inversores_se_comportan_como_1_o_hacen_y_no_como_deberían); CNMV, *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*, 2017, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Toma_decisiones_inversion.pdf; FORTUÑO, M., *El anclaje y su importancia como sesgo psicológico para el inversor*, 15 de septiembre de 2016, disponible en <https://www.euribor.com.es/bolsa/el-anclaje-y-su-importancia-como-sesgo-psicologico-para-el-inversor/>; OECHSSLERA, J., ROIDERA, A., y SCHMITZB, P. W., “Cognitive abilities and behavioral biases”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 72, núm. 1, 2009, pp. 147 y ss.; SERRANO GARCÍA, J. B., *El inversor tranquilo*, Ed. Díaz de Santos, Madrid, 2013, pp. 135 y ss.; y THALER, R. H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W. W. Norton & Company, New York, 2015. No obstante, debemos hacer constar que el listado de sesgos expuestos no constituye un listado cerrado y estático. Antes bien, tan solo son un ejemplo de los muchos atajos mentales que pueden influir en los inversores.

el cliente puede llegar a embarcarse en operaciones más arriesgadas de lo deseable influenciado por las recomendaciones de un asesor, familiar o amigo.

- vi. *El efecto halo*: se identifica cuando se emite un juicio sobre una persona o institución basándose únicamente en una cualidad que puede ser positiva, en cuyo caso el juicio también lo será, o negativa. En los entornos financieros, y en especial entre los inversores, suele ser común tender a calificar un producto en función de unos pocos datos que normalmente suelen ser los resultados pasados de la empresa o la popularidad del comercializador o gestor³⁷².
- vii. *El sesgo de la prueba social*: aparece cuando el inversor actúa movido por la actuación de otros. El efecto masa puede tener una incidencia significativa en los inversores especialmente dubitativos, de manera que tenderán a orientar sus pasos hacia la senda que han seguido otros con el convencimiento que una gran cantidad de personas no pueden estar equivocadas. Pueden llegarse a asumir mayores cuotas de riesgo debido a la imitación de actitudes que no tienen por qué corresponderse con el perfil real del cliente.
- viii. *El sesgo del descuento hiperbólico*: las recompensas inmediatas tienen un grandísimo poder de atracción para los humanos. Nuestros mecanismos cerebrales harán primar la obtención de una recompensa pequeña pero rápida, frente a otra de mayor envergadura, pero alejada en el tiempo. Este sesgo puede suponer que un inversor no valore la adecuación de una operación a largo plazo, y prefiera una, más arriesgada, pero más rentable y rápida.
- ix. *El sesgo de la aversión a las pérdidas*: el último de los sesgos al que haremos referencia se encuentra relacionado con el miedo a las pérdidas. Ello supone que los inversores se preocupen más de evitar estas pérdidas que de generar ganancias. De ahí que, en muchas ocasiones, se mantengan inversiones nada rentables y con pocas perspectivas de recuperación con tal posponer el momento de aceptar la realidad. Como puede apreciarse el inversor suele esperar poco menos que un milagro, lo que implica la asunción de un alto porcentaje de riesgo.

Así las cosas, en la tolerancia al riesgo influyen una serie de factores de índole psicológica que configuran un concepto complejo y subjetivo. De ahí que sea posible concluir que la actitud ante el riesgo, es decir, la tolerancia a este, puede variar de manera sustancial en un mismo cliente, incluso entre dos oportunidades de inversión estrechamente

³⁷² Si se nos autoriza el recurso al vocabulario popular, puede aportarse una mejor explicación de este sesgo mediante referencias al refranero español. Por un lado, los datos positivos de la entidad o producto en cuestión responderían a las máximas de *cría fama o a quien buen árbol se arrima...*, lo que garantizará que en el futuro cualquier producto que se comercialice será acogido con buenas perspectivas. Puede ser el caso de gigantes como *Facebook* y la comercialización de su futura criptomoneda *lybra* (sobre las criptomonedas emplazamos al lector a los siguientes capítulos de este mismo trabajo). Por otro lado, las valoraciones negativas encajarían en el *dime con quien andas...*, toda vez, unos resultados negativos en el pasado pueden marcar la senda futura de un determinado producto o entidad.

relacionadas por la influencia de las creencias y las emociones. Argumentación que nos lleva a recomendar una mayor atención a estas cuestiones cuando se realicen los test de idoneidad. Esta recomendación entronca, a su vez, con la anteriormente mencionada respecto de la necesaria formación adicional y complementaria que debería suministrarse a los encargados de la redacción de los cuestionarios e, igualmente, a los empleados de la entidad que habrán de facilitar los test a los clientes y posteriormente valorar las respuestas. Volvemos a reiterar ahora que no es preciso emprender profundos cursos formativos, tanto mejor si así se considerara, bastando solo con suministrar al empleado las herramientas adicionales con las que desarrollar de manera más efectiva y, sobre todo, más completa, su trabajo³⁷³. Qué duda cabe que un cuestionario perfeccionado mediante la inclusión de los aspectos objetivos y subjetivos, que pueden influenciar la determinación del riesgo que está dispuesto a asumir el cliente, solo puede reportar resultados positivos. Entre tales efectos, destaca el reducir los eventuales fallos e incoherencias y, en fin, salvaguardar la labor de quién es responsable de obtener *«la información necesaria para que la empresa comprenda los hechos esenciales sobre el cliente y disponga de una base razonable para creer, teniendo debidamente en cuenta la naturaleza y el grado del servicio prestado, que la operación específica que debe recomendarse o que debe realizarse al prestar un servicio de gestión de cartera, (...) responda a los objetivos de inversión del cliente en cuestión»*³⁷⁴.

Lógicamente la recomendación expuesta sobre el *qué* debería hacerse, ha de completarse con una segunda en la que hagamos referencia al *cómo* debería abordarse este encargo. Hemos de volver a hacer referencia aquí a las directrices orientativas emitidas por la AEVM y la CNMV. En su virtud se manifiesta, respectivamente, que *«en vez de preguntar si el cliente se siente cómodo al asumir riesgos, la empresa podría preguntar qué nivel de pérdidas durante un período de tiempo determinado está dispuesto a aceptar el cliente, referido bien a una inversión individual o bien a la cartera total»*³⁷⁵, y que *«aunque puede haber otras variables, un porcentaje indicativo de pérdida potencial sobre el importe invertido que el cliente esté dispuesto a asumir, cumple con este requisito (se trata del requisito de ligar el análisis del riesgo a una variable fácilmente comprensible por el cliente) por ser de fácil comprensión y de significado inequívoco»*³⁷⁶.

En definitiva, lo que ambos documentos intentan transmitir es precisamente la necesidad de una mayor concreción en cuanto a la tolerancia al riesgo que tenga en cuenta no solo variables objetivas (¿se considera usted un inversor con un perfil de riesgo moderado, conservador, alto?), sino que también se tengan en cuenta alguno de los elementos

³⁷³ Como es natural, proveer de estos recursos a los empleados no les convertirá en expertos analistas conductuales. De la misma forma que disponer de todos los ingredientes de una receta no es garantía de un plato exquisito. Pero es evidente que disponer de un bagaje en el ámbito de los sesgos puede contribuir en la búsqueda de soluciones a problemas que puedan plantearse como contradicciones en las respuestas del cliente, por ejemplo.

³⁷⁴ Artículo 35.1 a) D 2006/73/CE.

³⁷⁵ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 11.

³⁷⁶ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 15.

secundarios o sesgos que hemos estudiado. En concreto, las recomendaciones de la AEVM y la CNMV parecen querer determinar el grado de influencia en el inversor del sesgo de aversión a las pérdidas (¿qué nivel de pérdidas está dispuesto a aceptar?) y el sesgo del descuento hiperbólico (¿durante cuánto tiempo está dispuesto a aceptar dichas pérdidas?).

Sin embargo, consideramos extremadamente pobres estas recomendaciones del supervisor comunitario y nacional toda vez que apenas resultan orientativas para las entidades, a quienes tampoco se les hace partícipes de los elementos secundarios que deberán tener en cuenta en la valoración de la idoneidad de un cliente minorista. En suma, consideramos que el contenido de las preguntas debería enfocarse en obtener, a través de la exposición de situaciones plausibles, cuál es el grado real de tolerancia del inversor y cuán influenciado puede llegar a estar por los diversos sesgos conductuales.

En el Anexo II de este trabajo recogemos en listado abierto y meramente ejemplificativo, una muestra de preguntas reales extraídas de diversos cuestionarios y fuentes³⁷⁷. Con ellas pretendemos ofrecer una visión alternativa de lo que consideramos una mejor vía de acceso a la información de los clientes. Tal y como podrá comprobarse de su lectura pretenden revelar la influencia de los sesgos en los clientes mediante la exposición de situaciones verosímiles en las que se le pide al futuro inversor que se posicione en una opción u otra, esto es, que revele su verdadera tolerancia al riesgo. Desde luego el acercamiento que ofrecemos en este trabajo y, en concreto estas preguntas, deberán valorarse como lo que son, es decir, primeras tomas de contacto con una temática relativamente reciente, escasamente estudiada en nuestro país³⁷⁸ pero, sin embargo, de gran trascendencia en la protección del inversor minorista. No es preciso señalar que existe un amplio margen de mejora de las propias preguntas que planteamos ya que podrían llegar a hacer referencia incluso a datos y variaciones reales de un concreto y popular producto de inversión. Sea como fuere, ya habrá podido valorarse lo complicado que resulta emprender esta senda de mejora. Las luces y sombras del comportamiento humano dificultan la labor.

No debemos perder de vista que, evidentemente, estas propuestas también revisten un coste de implantación para las entidades. En un principio, lo que parecería asumible en el ámbito de la banca privada, podría llegar a ser poco rentable en el entorno de la banca minorista analizando los costes-beneficios de las propuestas. Sin embargo, este escollo no debería frenar una futura implantación a la luz de las evidentes mejoras que supondrían en la protección de los inversores y en la delimitación de su perfil de riesgo real. Por lo

³⁷⁷ BAISCH, R., y WEBER, R. H., "Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Challenges for a Legal Framework Coping with Ambiguous Risk Perceptions", ... *ob. cit.*, pp. 183 y ss.; CHAZ SARDI, M. C., y EL ALABI, E., *Sesgos de Comportamiento en el Proceso de Toma de Decisiones: Alguna Evidencia Experimental sobre "Loss Aversion" y "Mental Accounting"*, disponible en https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas_de_Economia/iees03j3591112.pdf; WEBER, M., WEBER, E. U., y NOSIĆ, A., "Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking", ... *ob. cit.*, pp. 881 y ss.; y ABREU, M., "Individual investors' behavioral biases", ... *ob. cit.*

³⁷⁸ Nótese que la mayoría de estudios y bibliografía citada se encuentran en lengua inglesa.

que, corresponde al regulador asesorar a los intermediarios financieros en la búsqueda de opciones de implantación. Nosotros ya hemos venido aportando reiteradamente una. Se trata de la creación de cuestionarios estandarizados u orientativos.

En otro orden de cosas, las críticas expuestas (falta de inclusión de elementos subjetivos y ausencia de orientaciones sobre cómo hacerlo) no son las únicas existentes en torno a la determinación del riesgo. De hecho, también se ha puesto de manifiesto la irrelevancia de delimitar el perfil de riesgo cuando, *a posteriori*, es posible apreciar una incongruencia entre el perfil declarado y el producto finalmente adquirido³⁷⁹. En este sentido, resulta manifiestamente elocuente el contenido de la sentencia del Pleno del TS de 18 de abril de 2013 que pasamos a resumir³⁸⁰.

Los hechos se remontan a 2007, fecha en que los actores agraciados con un premio de la ONCE conciertan con BBVA un contrato tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión. En dicho acto, y al ser preguntados por su perfil de riesgo, los demandantes optaron por un perfil muy bajo, es decir, el más conservador de las cinco opciones que se les facilitaron. No obstante, también fueron interpelados acerca de la posibilidad de invertir en valores de alto riesgo, a lo que también accedieron. Sin perjuicio de la contradicción manifiesta que nunca les fue señalada (admitir un perfil de riesgo conservador y aceptar inversiones de riesgo), al amparo del mencionado contrato de gestión, la entidad le aconsejó y posteriormente adquirió para ellos 300 títulos de participaciones preferentes de *Lehman Brothers* por valor nominal de 1.000 euros cada uno y un tipo de interés nominal de 5,125%. Como es de sobra conocido, poco después esta entidad quiebra, hecho que suscitó la demanda inicial de juicio ordinario por haber adquirido productos que no se ajustaban al perfil de cliente minorista que había optado por riesgo muy bajo.

Sin entrar a valorar las resoluciones previas del Juzgado de Primera Instancia número 27 de Valencia³⁸¹, o de la Audiencia Provincial de Valencia³⁸², preferimos centrarnos, como hemos dicho, en la citada sentencia de 18 de abril del TS por residir en ella los argumentos de mayor enjundia. En concreto, el Alto Tribunal señala que *«no se suministra una información completa y clara al inversor ni se actúa de buena fe cuando en el contrato existe una contradicción evidente entre la respuesta que da el inversor cuando se le pregunta por su perfil de riesgo y la elección de los valores en que se puede invertir»*. Del mismo modo, a continuación aclara que *«no se acepta la tesis de la sentencia de la Audiencia Provincial que justifica la corrección de la actuación de BBVA en que la normativa reguladora del mercado de valores no impide a clientes conservadores solicitar inversiones en productos de riesgo. Lo relevante es que ese plus de buena fe y diligencia a observar por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que ésta*

³⁷⁹ CARRASCO PERERA, A., y LYCZKOWSKA, K., “Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MIFID”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 10, 2014, pp. 78 y ss.

³⁸⁰ STS 244/2013 de 18 abril de 2013.

³⁸¹ *Vid.* SJPI Valencia 342/2010, 30 de diciembre.

³⁸² *Vid.* SAP Valencia 283/2011, 28 de junio.

ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (que por los términos en que se define, riesgo muy bajo, bajo, medio, alto o muy alto, es fácilmente comprensible) y los productos de inversión aceptados por el cliente (productos cuya comprensión cabal exige conocimientos expertos en el mercado de valores) y de este modo asegurarse que la información facilitada al cliente es clara y ha sido entendida».

Más allá del hecho de que atendiendo al espíritu de las recomendaciones realizadas en este trabajo se podrían llegar a minimizar este tipo de situaciones en el futuro, lo cierto es que no podemos dejar de advertir el carácter quizás excesivamente ejemplarizante de la sentencia. Notamos un reforzado paternalismo en el hecho de hacer responsable a la entidad de las decisiones inversoras arriesgadas de sus clientes. En efecto, y como pone de manifiesto el propio TS, la normativa de valores permite a clientes calificados como conservadores solicitar inversiones en productos de riesgo. Sin embargo, en este caso esta posibilidad se ha desdeñado como posible justificación de la adquisición de las preferentes de la discordia, porque no se puso en conocimiento de los clientes la contradicción existente entre su tolerancia al riesgo (conservadora) y el carácter arriesgado del producto en sí. Una advertencia que, tal y como parece desprenderse del espíritu de la sentencia del TS, debería haberse hecho por partida doble, primero cuando en el acto de formalización de contrato de gestión de carteras los clientes accedieron a invertir en valores de alto riesgo, y segundo cuando posteriormente se propuso la adquisición de estos valores.

Debemos aclarar que en este caso no se trata de afectados desvalidos, completamente ignorantes en cuanto al funcionamiento de los mercados, a quienes les fueron endosadas unas preferentes sin ningún tipo de información, mermando notablemente los ahorros de toda una vida. Por el contrario, antes del acaecimiento del fatal desenlace de *Lehman Brothers*, los actores habían venido manteniendo una intensa actividad inversora. Constan solo los datos relativos a las operaciones llevadas a cabo con BBVA, siendo bastante significativos, pues desde 2006 contaban con varios depósitos a plazo fijo, tres fondos de inversión, un depósito estructurado de capital garantizado de renta variable, integrado por un depósito a plazo y un derivado financiero. Pero es que, además, el mismo día en que BBVA adquirió para ellos las preferentes mencionadas, también adquirió preferentes con la entidad emisora BNP. Sobre estas últimas nada se alega, y es que pese a haber formado parte del mismo negocio, haberse seguido la misma forma de actuación y ser tan arriesgadas como las preferentes de *Lehman Brothers*, estas han resultado ser rentables. Lo que reduce la cuestión a una mera conclusión, el oportunismo. ¿Cómo si no puede alegarse incumplimiento de contrato respecto de unas preferentes y no respecto de las otras adquiridas bajo el mismo proceder y que seguían en la cartera de los actores dando rendimientos?

A pesar de los notables y necesarios avances que se han venido suscitando en la protección de los inversores minoristas, no debiera perderse de vista el hecho de que la actividad en el mercado de valores es arriesgada por definición propia. Cualquiera que

esté mínimamente familiarizado con la teoría financiera sabe que siempre existe un riesgo de mercado. Ningún mandato legal puede eliminar o neutralizar ese alea consustancial a la actividad. Unas veces se gana (como con las preferentes de BNP) y otras se pierde (como con las preferentes de *Lehman*). Otra cosa sería que hubiese mediado aquí una actitud desinformadora por parte de la entidad que, en manifiesta desatención de sus obligaciones, ocultara el carácter arriesgado de los productos. Pero es que consta que la empleada de la entidad remitió a los actores la información precontractual, y tras la adquisición de las preferentes se les informaba periódicamente de la evolución de su cartera. Así que, el núcleo del reproche que hace el TS se centra en la falta de advertencia de la incongruencia existente entre un perfil de riesgo bajo y unos productos financieros arriesgados. En este sentido, debe recordarse que no se trataba de una orden de compra aislada de un producto, sino de una gestión discrecional de cartera en la que se había autorizado a la entidad a adquirir productos de riesgo. Con lo que, no podemos compartir las conclusiones vertidas por el TS, volviendo a reiterar el sentir ejemplarizante de la sentencia.

De aceptar como válido tal pronunciamiento estaríamos dando pie a un peligroso precedente de lógica deducción y que nos lleva de nuevo al inicio de esta crítica. ¿Por qué admitir un perfil de riesgo distinto del conservador o bajo? En efecto, marcar la casilla de tolerancia baja será una garantía de respaldo en caso de que operaciones especulativas de alto riesgo no salgan como se esperaba. Bastará con reclamar la incongruencia entre el perfil determinado y el producto ofrecido para librarse de los negativos efectos económicos. Siendo esto así, ¿qué sentido tiene dejar en manos del inversor la determinación de su tolerancia al riesgo? Evidentemente ningún inversor elegirá otro perfil, pues sería sinónimo de admitir que conoce los eventuales riesgos a los que se enfrenta³⁸³. De manera que, de seguir la lógica empleada por el TS y tal vez reduciendo la cuestión al absurdo, bien podría eliminarse la posibilidad que asiste al cliente de delimitar su tolerancia al riesgo pues es obvio que siempre elegirá baja. Desde luego, no parece ser este el camino, por lo que nuestras propuestas de cuestionarios normalizados y en los que se tenga en cuenta factores objetivos y subjetivos, adquieren una nueva dimensión de utilidad.

2.3.2. El alcance de los conocimientos y experiencia del cliente

Al hilo de cuanto venimos describiendo acerca de los sesgos conductuales, debemos continuar con el alcance de los conocimientos y experiencia del cliente, otra de las cuestiones sobre las que la entidad deberá recabar información. En este sentido, el artículo 35.1 c) de la Directiva 2006/73/CE advierte de la necesidad de que la futura operación «*sea de tal naturaleza que el cliente cuente con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera*». Por lo que, de la evaluación de idoneidad, deberán obtenerse tales datos. A este

³⁸³ CARRASCO PERERA, A., y LYCZKOWSKA, K., “Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MIFID”, ... *ob. cit.*, pp. 78 y ss.

respecto, las mencionadas *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* de la AEVM recomiendan que, en lugar de preguntar a los clientes si consideran que disponen de la suficiente experiencia para invertir en determinados instrumentos, la ESI debería optar por averiguar con qué tipos de instrumentos está familiarizado el cliente³⁸⁴.

En esta misma línea, el supervisor nacional aclara que no es necesario que la entidad se asegure que el cliente cuenta con conocimientos y experiencia respecto de cada instrumento objeto de recomendación, sino que dependerá del servicio que le preste. Así, en caso de asesoramiento y teniendo en cuenta que sobre el inversor pesa, en última instancia, la decisión de inversión o desinversión, es necesario que la entidad evalúe sus conocimientos y experiencia para poder recomendarle aquellas operaciones idóneas en las que el cliente pueda comprender su naturaleza y riesgos. De tratarse de un servicio de gestión discrecional de carteras, tal y como lo recoge la CNMV, no es preciso que el cliente cuente con los conocimientos y la experiencia para comprender en toda su dimensión la naturaleza y riesgos de todos los instrumentos implicados. De ahí que, habida cuenta que será el gestor quien realice el seguimiento de la cartera y las comprobaciones sobre si esta se ajusta a los objetivos de inversión y situación financiera del cliente, no es necesario que este cuente con experiencia real o profesional, ni que disponga de un alto nivel de formación. En estos casos, a la entidad le bastará con comprobar sus conocimientos financieros generales, esto es, con qué instrumentos se encuentra familiarizado, para dar por cumplido el requisito de informarse sobre los conocimientos y experiencia del cliente. Ahora bien, esta circunstancia no debe ser entendida como patente de corso, permitiendo alentar al ignorancia de los clientes a los que se les preste el servicio de gestión de carteras. Nada más lejos. Aunque el cliente no cuente con profundos conocimientos y experiencia sobre todos y cada uno de los instrumentos que integran su cartera gestionada, deberá, no obstante, comprender la naturaleza del grueso de aquellos que conforman su cartera. Ello supone comprender los principales riesgos que ostenta, en conjunto, el patrimonio gestionado. De manera que, siguiendo dicha premisa, a menores conocimientos o experiencia, menor complejidad debería tener la cartera. Circunstancia que puede ir modificándose con el tiempo pues, indudablemente, el cliente irá adquiriendo experiencia a través de las inversiones que realice. Más dicha experiencia acumulada no deberá ser tomada en consideración fuera del ámbito específico de la gestión de su cartera³⁸⁵.

De cara a nuestra reflexión posterior, queda claro que el objetivo del análisis de los conocimientos y experiencia del cliente es evaluar la capacidad de los clientes para comprender los riesgos que una operación puede conllevar. Pero debemos cuestionarnos si el actual método para la obtención de dicha información es realmente eficiente. Dicho de otro modo, ¿se ve influenciado el cliente aquí, tal y como sucede en la determinación del riesgo, por circunstancias no valoradas en los test de idoneidad? Con frecuencia, las

³⁸⁴ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 11.

³⁸⁵ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 16 y ss.

preguntas se centran en averiguar de forma generalista si el cliente está familiarizado o no con los instrumentos financieros, no añadiendo mayores detalles respecto. De hecho, en numerosas ocasiones el cuestionario no contempla ninguna referencia sobre su nivel de conocimientos³⁸⁶. En otras tantas, no se le solicita al cliente que informe acerca de inversiones pasadas o de los resultados de estas³⁸⁷.

A día de hoy, casi cualquier persona ha oído hablar de las participaciones preferentes o los *swaps*. La crisis financiera ha familiarizado a muchos con dichos productos financieros y además desde una perspectiva negativa. Razón por la que, con toda probabilidad, de ser preguntados sobre los conocimientos que se tienen sobre esos productos, el inversor minorista medio responda que sí los conoce y que no desea tener contacto alguno con ellos. Cuando lo cierto es, y este es solo un ejemplo, que el conocimiento que dice tener es más bien superficial y sesgado. Otro ejemplo bien podría ser que, sobre la base de positivas operaciones inversoras previas, el cliente crea conducirse con mayor experiencia asumiendo riesgos para los que realmente no está capacitado. Luego, nuestra recomendación en este ámbito es que como complemento del conocimiento y experiencia que el cliente diga tener respecto de un producto en cuestión, debería establecerse también un indicador del nivel.

Esta reflexión enlaza con las ya expuestas en cuanto a los sesgos conductuales. Y es que a la hora de determinar sus conocimientos el cliente puede verse afectado directamente por el sesgo del exceso de confianza y/o de la falacia de control. Por influencia del primero puede juzgar que tiene más conocimientos que los que realmente posee, mientras que, alentado por el segundo, puede creerse conocedor de los movimientos del mercado. Si bien, indirectamente pueden influirle otros sesgos como el de confirmación o anclaje.

Volvemos a toparnos aquí con el mismo dilema al que ya nos hemos enfrentado anteriormente. Debemos completar nuestra propuesta con un medio, un método, una forma de averiguar el nivel real de conocimientos y experiencia del cliente, pues decir que la recopilación de información debe mejorarse sin decir cómo, es equivalente a dar el proverbial pez sin enseñar a pescar. A results de lo cual, incluimos como Anexo III de este trabajo un listado de preguntas que, nuevamente como meros ejemplos, pretenden alentar el debate en torno a los conocimientos del cliente³⁸⁸. Creemos necesario destacar

³⁸⁶ Tal y como se ha podido comprobar en Francia a través del AMF, *Summary of spot inspections on mifid i/mifid ii clients' knowledge and experience*, 18 de octubre de 2018, disponible en https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Controles-SPOT/synthese-spot-octobre-2018, donde se estudió la forma en que se recopilaba la información sobre el conocimiento y experiencia del cliente. De manera más concreta, el supervisor financiero francés examinó el contenido de 100 cuestionarios de idoneidad reales suministrados a inversores minoristas por cinco entidades diferentes.

³⁸⁷ Conclusión a la que llegó el supervisor financiero italiano y quedó reflejada en el informe emitido por LINCiano, N., y SOCCORSO, P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, CONSOB Discussion Paper, núm. 4, 2013, pp. 19 y ss., donde se estudiaron 20 cuestionarios reales.

³⁸⁸ Al igual que las anteriores preguntas ejemplificativas sobre la tolerancia al riesgo de los clientes, estas también han sido adaptadas a partir de diversas fuentes y cuestionarios reales. Vid. AMF, *Summary of spot inspections on MiFID I/MiFID II clients' knowledge and experience*, ... *ob. cit.*; BAISCH, R., y WEBER, R. H., "Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Challenges for a Legal Framework Coping with Ambiguous Risk Perceptions", ... *ob. cit.*, pp. 183 y ss.; CHAZ SARDI, M. C., y

que, como podrá apreciarse, todas las preguntas incluyen una opción por la que el inversor puede alegar su total desconocimiento de la cuestión. Bajo la opción de “no lo sé”, se intenta limitar los casos en los que el cliente responde aleatoriamente, pudiendo llegar a configurar un perfil de conocimientos ficticio. En este sentido, adquiere relevancia nuestra propuesta de establecer dos fases en el proceso de realización del cuestionario ya que en la primera de ellas podrían dilucidarse todas las dudas que pudiera tener el cliente futuro inversor, entre ellas la importancia de responder sinceramente a las cuestiones que se le preguntan, optando por la opción de “no lo sé” tantas veces como sea necesario.

Al mismo tiempo a través de las preguntas expuestas puede llegar a comprobarse cuán influenciado por los sesgos conductuales se encuentra un cliente que dice tener sólidos conocimientos de los productos y del mercado y que, por el contrario, responde incorrectamente a un alto porcentaje de preguntas.

2.3.3. La información sobre la situación financiera del cliente

Por razones evidentes, la información sobre la situación financiera del cliente es de notable importancia en la evaluación de la idoneidad. A ella se refieren tanto la MiFID I, como la Directiva 2006/73/CE. Esta última, recordemos, señala que las indagaciones sobre la situación financiera del cliente deben hacer hincapié en las fuentes de ingresos, el nivel de estos y su periodicidad. Al mismo tiempo se ha de conocer si el futuro inversor posee activos, activos líquidos, si ha llevado a cabo o mantiene abiertas otras inversiones, si tiene bienes inmuebles o si debe asumir compromisos financieros periódicos³⁸⁹.

Por su parte, la AEVM en sus *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* aclara que el alcance de esta información dependerá del tipo de instrumentos financieros que integren la recomendación o la transacción. De tal forma que las ESI podrán modular la cantidad de información necesaria en función de las preferencias del cliente. Así lo expone cuando, a modo de ejemplo, indica que en el caso de instrumentos financieros ilíquidos o arriesgados debería hacerse referencia a la cuantía de ingresos periódicos y totales del cliente, la naturaleza temporal o permanente de estos, su origen (salario, pensión de jubilación, mensualidad de arrendamiento...), y los activos que pueda poseer el cliente con especial énfasis en aquellos de carácter líquido (otras inversiones, inmuebles, fondos de pensiones, depósitos en efectivo...). Dicha información se completará, si así es preciso, con aquellos datos que pudieran, de alguna forma, intervenir en la disponibilidad financiera del cliente, esto es, condiciones, cláusulas, préstamos, garantías o cualquier otra clase de restricciones que pudiesen aplicarse sobre los activos antes mencionados. Al mismo tiempo, también deberán

EL ALABI, E., *Sesgos de Comportamiento en el Proceso de Toma de Decisiones: Alguna Evidencia Experimental sobre “Loss Aversion” y “Mental Accounting”*, ... *ob. cit.*; WEBER, M., WEBER, E. U., y NOSIĆ, A., “Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking”, ... *ob. cit.*, pp. 881 y ss.; y ABREU, M., “Individual investors’ behavioral biases”, ... *ob. cit.*

³⁸⁹ Artículo 35.3 D 2006/73/CE.

conocerse los compromisos financieros periódicos del cliente presentes y futuros, ya que igualmente influirán en sus finanzas.

En fin, poco debemos objetar sobre esta información, salvo quizás que su nivel de profundidad dependa, en palabras de la AEVM, del «*tipo de instrumentos financieros objeto de recomendación o de transacción*»³⁹⁰, todo lo cual puede suscitar segundas lecturas por las que llegue a concluirse que, respecto de otras categorías de instrumentos, la información financiera a recopilar puede ser de menor entidad o más superficial. Situación que debería valorarse con cautela por parte de la propia entidad teniendo en cuenta que tanto la renta como el patrimonio del sujeto tendrán un efecto significativo en la tolerancia al riesgo, y son cruciales a la hora de analizar la capacidad financiera del cliente. Lo cual implica la necesidad de proceder con cierta precisión y profundidad, sobre todo para evitar errores evaluativos que puedan, por falta de información no solicitada, dar lugar a la generación de un perfil erróneo o incompleto.

Debemos añadir también que quizás fuese conveniente conocer los ingresos del hogar y no solo aquellos que ostenta el individuo, pues es muy posible que en esos casos la decisión inversora no sea de carácter personalísima, sino más bien consensuada. Esta variable también resultará útil a la hora de evaluar la estabilidad de la renta, por lo que deberán conocerse otras obligaciones como gastos de alquiler o hipoteca, número de hijos o capital destinado al ahorro³⁹¹.

2.4. Negativa a la prestación del servicio

Como ya puede colegirse de lo apuntado hasta ahora, la obtención de la información necesaria del cliente para realizar la evaluación de idoneidad, reviste notable importancia pues permitirá a la empresa recomendarle aquellos servicios de inversión o instrumentos financieros adecuados al perfil que él mismo ha determinado mediante sus respuestas al cuestionario. Tal es así que, como la propia Directiva 2006/73/CE sanciona en su artículo 35.5, de no obtenerse la información requerida, no será posible que la empresa recomiende servicios de inversión o instrumentos financieros a su cliente o posible cliente. Nótese que la prohibición parece extenderse, en principio, al servicio de asesoramiento pues solo se hace referencia a la prohibición de recomendar productos o servicios. Nada se dice en cuanto a proceder a la gestión de carteras del cliente, si bien debe entenderse como incluida en la limitación³⁹². Tampoco se mencionan aquellos casos en los que la evaluación de idoneidad se salde con un resultado negativo, pues el tenor literal del artículo se refiere a las circunstancias en las que la empresa «*no consiga la información requerida*». Más, a pesar de tal ausencia, debemos considerar que

³⁹⁰ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), ... *ob. cit.*, p. 8.

³⁹¹ LINCiano, N., y SOCCORSO, P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, ... *ob. cit.* p. 20.

³⁹² Así quedó aclarado en el artículo 72 *in fine* de la redacción original del RD 217/2008, donde se señala que «*cuando la entidad no obtenga la información señalada en las letras anteriores, no podrá recomendar servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente ni gestionar su cartera*».

lógicamente, la prohibición de realizar recomendaciones se extiende a aquellos casos en los que la evaluación de idoneidad haya resultado negativa.

Pero bien mirada la cuestión nos preguntamos, ¿mejora o perjudica esta restricción a los inversores minoristas? Nada impide a un inversor ávido de rentabilizar su capital y rechazado en una entidad, acudir a otra y volver a realizar el cuestionario de idoneidad modificando ahora ciertas respuestas con tal de no ser nuevamente descalificado como cliente. En vista de lo cual, quizás debiera procederse a una matización de la negativa a la prestación del servicio que contempla la Directiva 2006/73/CE. En primer lugar, porque como hemos dicho, de saber el cliente que no será aceptado si no supera el test, puede suponer que este aporte información inexacta desvirtuando completamente los objetivos del cuestionario. Y, en segundo lugar, porque volvemos a toparnos con regulaciones excesivamente paternalistas que parecen querer garantizar para los inversores minoristas la rentabilidad segura de sus operaciones.

Mucho más templado ha resultado el regulador británico que en su *Conduct of Business Sourcebook* contempla la posibilidad de proponer un servicio u operación alternativa en caso de no obtener la información necesaria para evaluar la idoneidad del cliente. La articulación de esta oportunidad se asienta en una premisa lógica que, sin embargo, no ha tenido en cuenta el regulador nacional. Siempre va a existir un nivel mínimo irreductible de información que va a aportar el cliente, sobre la cual no va a existir ningún género de dudas. Nos referimos al capital que está dispuesto a invertir y el plazo durante el cual está dispuesto a mantener su inversión. Es por esto que la normativa británica admite, siempre que sea coherente con los intereses del cliente, que por parte de la ESI se le pueda proponer un servicio u operación alternativas adaptados al nivel de detalle de la información que el cliente haya proporcionado. De tal suerte que podrán entablarse conversaciones con el cliente en aras a redefinir el servicio en función de la información disponible³⁹³. Lo que no implica que por ello se desatienda la obligación de adecuación, que en esta circunstancia también se mantiene vigente, de modo que cualquier servicio o producto, por limitado que sea debe seguir siendo adecuado para el cliente³⁹⁴.

³⁹³ Evidentemente dicho servicio deberá mantenerse en los límites del asesoramiento o gestión de carteras, pues de traspasar dicha frontera, ya no sería preceptiva la evaluación de idoneidad.

³⁹⁴ Vid. Artículo 9.2.7 G, *Conduct of Business Sourcebook*, «Aunque a una empresa no se le permita hacer una recomendación personal o tomar una decisión para operar porque no tiene la información necesaria, su cliente puede solicitar a la empresa que preste otro servicio, como, por ejemplo, organizar una operación o actuar como agente del cliente. Si esto sucede, la empresa debe asegurarse de que recibe confirmación escrita de las instrucciones. La empresa también debe tener en cuenta la norma del interés superior del cliente y cualquier obligación que pueda tener en virtud de las normas relativas a la idoneidad al prestar los diferentes servicios (...)». (Although a firm may not be permitted to make a personal recommendation or take a decision to trade because it does not have the necessary information, its client may still ask the firm to provide another service such as, for example, to arrange a deal or to deal as agent for the client. If this happens, the firm should ensure that it receives written confirmation of the instructions. The firm should also bear in mind the client's best interests rule and any obligation it may have under the rules relating to appropriateness when providing the different service (...). Además, CLIFFORD CHANCE LLP, *Guideline on the application of the suitability and appropriateness requirements under the FSA rules implementing MiFID in the UK*, disponible en http://www.mifidconnect.com/mifidconnect/downloads/suitability_guideline_100807.pdf; y CHIRICO,

En consecuencia, nuestra recomendación se incardina en los mismos términos moderados previstos en el Reino Unido con la finalidad de ofrecer alternativas de asesoramiento o gestión de carteras a quien, en un primer momento, podría haberse quedado sin ninguna.

2.5. La excepción cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya está sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria³⁹⁵

Con independencia de la importancia manifiesta de obtener información de los clientes en el ámbito de la evaluación de la idoneidad, la MiFID I contempla en su artículo 19.9 la posibilidad para las ESI de no verse compelidas a tal análisis *«en caso de que 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 normas europeas comunes para entidades de crédito y créditos al consumo relativas a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo»*. Visto en retrospectiva, tal posibilidad adquirió gran trascendencia en aquellos casos en los que se comercializaron *swaps* vinculados a préstamos hipotecarios. Operaciones estas en las que no se realizaron los test de idoneidad y conveniencia por parte de la entidad, precisamente por entender que se encontraban sujetas a la eximente mencionada. Y ello a pesar de que, como sabemos, los *swaps* son instrumentos financieros, y además complejos.

La finalidad del artículo 19.9 MiFID I residió en evitar dobles actuaciones evaluadoras que, a todas luces, acabarían arrojando el mismo resultado. Es así que, habiéndose evaluado la conveniencia o idoneidad del cliente respecto del producto global, no sería necesario volver a repetir el proceso para el producto financiero accesorio.

No obstante, en su momento se suscitaron importantes controversias a la hora de determinar la vinculación que debía existir entre ambos productos pues, por parte de los afectados se alegaba el carácter autónomo de ambos contratos. En particular, sobre los *swaps* se invocaba su naturaleza de contratos de seguros para desvirtuar su carácter accesorio³⁹⁶.

A., “Suitability and Appropriateness under MIFID: ‘Faithful watchdogs’ or ‘terrible twins’?”, *ECMI Policy Brief*, núm. 9, 2007, p. 7, ed. electrónica.

³⁹⁵ Por cuestiones de orden expositivo procederemos a tratar esta excepción como parte de la evaluación de idoneidad. Sin embargo, tal y como recoge la MiFID, esta posibilidad se extiende en idénticas condiciones a la evaluación de la conveniencia. Razón por la que en estas líneas hagamos referencias a ambas evaluaciones. De la misma forma, en el apartado dedicado exclusivamente al análisis de la conveniencia, no volveremos a incidir en esta cuestión en aras de evitar una excesiva reiteración.

³⁹⁶ Entre otras, la SAP Asturias 276/2010, de 6 octubre, advierte que, a pesar de las similitudes que pueden encontrarse entre un *swap* y un contrato de seguro, derivadas de la finalidad del primero de cubrir los riesgos de las subidas de los tipos de interés *«ciertamente no es necesario que tal contrato esté vinculado a una determinada operación de pasivo, siendo autónomo e independiente de estas y puede ser concertado en referencia bien al global del pasivo o bien con referencia a una o varias operaciones de tal naturaleza. Es un contrato bilateral, sinalagmático, consensual, con obligaciones recíprocas para cada parte en cuanto según los tipos referenciales pactados aplicados sobre el importe nominal determinará que la*

Mediante una nota conjunta emitida por el BdE y la CNMV se intentaba dar respuesta a esta cuestión, al tiempo que se delimitaban las competencias de ambos en cuanto a la supervisión y resolución de las reclamaciones relativas a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura³⁹⁷. En dicha nota se señaló de manera explícita que «*aunque la supervisión de estos instrumentos financieros corresponde en principio a la CNMV, sin embargo, en la medida en que exista una vinculación entre producto bancario e instrumento financiero de cobertura, el Banco de España, por la vía de la accesoriedad, resultará competente respecto de un servicio de inversión que aparece ofertado como “parte de ellos”*». Por tanto, deberían ser de aplicación las normas de conducta de las entidades de crédito en cuanto a la información y valoración de los riesgos ya que el producto principal, del que luego resultaría el derivado vinculado (el *swap*), era un producto bancario³⁹⁸. Todo lo cual, además, con independencia de que no se exige que la contratación de ambos productos (bancario y financiero) tenga que ser simultánea, bastando con que el segundo se haya contratado posteriormente y durante el plazo de vigencia del primero. En cuanto al importe nocional, se precisa que este no podrá ser superior al del producto principal. A todo ello se añade que la vinculación deberá entenderse también (i) en los casos en los que resulta expresa, como en aquellos en los que, pese a no haber sido pactada, las partes reconocen que la oferta y la contratación se hizo en ese sentido; (ii) cuando es posible identificar elementos esenciales coincidentes en ambos productos (por ejemplo, el idéntico plazo de vigencia del producto bancario y el derivado); (iii) cuando el derivado se encuentra vinculado claramente en el clausulado

*liquidación produzca un saldo negativo (carga para el cliente) o positivo (abono para el cliente) y con un aspecto aleatorio en cuanto a la aplicación efectiva del concreto tipo del interés, al enfrentarse un tipo referencial fijo frente a otro de carácter variable sometido a las fluctuaciones de los mercados financieros. Esta operación si bien atípica, es válida y eficaz al amparo del artículo 1255 del Código Civil (LEG 1889, 27) 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 (artículo 1 Ley Contrato de Seguro (RCL 1980, 2295)»; y la SAP de Valencia 287/2012, de 17 julio, también apuntó que «el contrato en ningún caso se calificó como seguro, y el actor era plenamente consciente de que no lo era. Resulta insostenible, del examen de lo actuado, tal afirmación contenida en la sentencia con soporte y fundamento en la declaración de la testigo de que era una "manera de asegurarse" para el cliente frente a las subidas de los tipos de interés. Es claro que nos hallamos ante un contrato de cobertura, aunque, ciertamente, por los avatares económicos su desarrollo haya producido otros efectos, no previsibles, entendemos, al tiempo en que se suscribieron el primero -no aludido en la demanda- ni el segundo de los contratos aquí analizado, pero esto no puede confundirse con un seguro, pues faltan todos los elementos identificadores del mismo». Vid. también CASTILLA CUBILLAS, M., “Permutas financieras, riesgos en los préstamos hipotecarios a interés variable y test de conveniencia”, *Derecho de los Negocios*, núm. 245, 2011, pp. 8 y ss., ed. electrónica.*

³⁹⁷ BdE y CNMV, *Delimitación de competencias de la CNMV y del Banco de España en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura*, 20 de abril de 2010, disponible en <http://www.cnmv.es/portal/AIDia/Comunicaciones.aspx?idPerfil=5&ejercicio=2010>.

³⁹⁸ «(...) el hecho de que el producto principal sobre el que gira el derivado (instrumento financiero) vinculado, sea un producto bancario, supone que el cliente a la hora de ser informado del producto ofertado y de la valoración de la adecuación del mismo a sus características, debe tener las garantías propias de cliente de servicios bancarios y no de inversor, ya que no emplea o quiere el derivado como producto de inversión sino solo en cuanto vinculado a un producto bancario y con el objeto de minorar los riesgos de fluctuación de tipos de interés o de cambio de divisas»; BdE y CNMV, *Delimitación de competencias de la CNMV y del Banco de España en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura*, ... *ob. cit.*

de ambos productos; y (iv) cuando un mismo derivado está vinculado a dos o más productos bancarios, siempre que la comercialización la haya realizado una misma entidad³⁹⁹.

En cualquier caso, la cuestión fue finalmente resuelta por el TJUE en su sentencia de 30 de mayo de 2013 a propósito de las cuestiones prejudiciales planteadas por el Juzgado de Primera Instancia número 12 de Madrid⁴⁰⁰. La controversia giró en torno a un contrato de permuta financiera suscrito entre las empresas Genil 48 S.L y Comercial Hostelería de Grandes Vinos, S.L y las entidades Bankinter y BBVA. En ninguno de los casos se llevaron a cabo las evaluaciones de idoneidad o conveniencia, por lo que los afectados solicitaron la nulidad del contrato. Así las cosas, entre otras cuestiones, se planteó, (i) si el ofrecimiento de un instrumento financiero complejo vinculado a otro producto de financiación es causa suficiente para omitir la realización de los test de idoneidad y conveniencia; y (ii) si para proceder a tal omisión es preciso que el producto financiero, al que se encuentre vinculado el instrumento que provoca las desavenencias, debe estar sometido a estándares de protección del inversor de similar cariz que los exigidos en la MiFID.

Respecto del primero de los planteamientos prejudiciales, el Alto Tribunal comunitario concluyó que correspondía a los tribunales nacionales determinar la vinculación del servicio de inversión objeto de la disputa (el *swap*), con el producto financiero. Si bien ofreció una serie de precisiones orientativas de cara a corroborar la ausencia de vinculación, entre las que se incluía la valoración de la duración del instrumento financiero, que no debería ser superior; que el mismo instrumento financiero se aplicara a distintos productos ofrecidos al mismo cliente; o que instrumento y producto se ofrezcan mediante contratos diferentes.

Sobre el segundo de los planteamientos, el TJUE también determinó que el artículo 19.9 MiFID I no hace referencia a la similitud que debe haber entre la evaluación del producto financiero y las evaluaciones de idoneidad y conveniencia. De hecho, es posible que las evaluaciones o la información que deba obtenerse del cliente no coincida con las previstas en los artículos 19.4 y 19.5 MiFID I. Ahora bien, aunque las exigencias de evaluación no sean coincidentes, no debe perderse de vista que, en cualquier caso, las disposiciones o normas por las que se regule el producto financiero, al que se encuentre vinculado el instrumento, deberán permitir la valoración de los riesgos para el cliente, así como establecer requisitos de información. Por tanto, a pesar de que las obligaciones no deban ser coincidentes, es preciso que en la regulación del producto financiero, esto es, el

³⁹⁹ En este sentido, *vid.* SAP Salamanca 383/2013, de 20 noviembre.

⁴⁰⁰ TJUE, Sentencia de 30 de mayo de 2013, Genil 48, S.L. y Comercial Hostelería de Grandes Vinos, S.L./Bankinter, S.A. y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344. *Vid.* también MERCADAL VIDAL, F., y HERNÁNDEZ PAULSEN, G., “La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros: comentario de la Sentencia del Tribunal de Justicia de La Unión Europea (Sala cuarta) de 30 de mayo de 2013”, *Diario La Ley*, núm. 8138, 2013, pp. 1 y ss., ed. electrónica.

principal, posibilite el análisis de los riesgos para el cliente, al tiempo que también determine requisitos de información.

En resumen y en palabras del propio TJUE *«por una parte, un servicio de inversión solo se ofrece como parte de un producto financiero cuando forma parte intrínseca de este en el momento en que dicho producto financiero se ofrece al cliente y, por otra parte, lo dispuesto en la legislación de la Unión y en las normas europeas comunes a las que se refiere dicho precepto debe permitir una valoración del riesgo de los clientes o establecer requisitos de información que incluyan asimismo el servicio de inversión que forma parte intrínseca del producto financiero de que se trate, para que este servicio deje de estar sujeto a las obligaciones enunciadas en dicho artículo 19»*.

Puede apreciarse, aunque de forma sutil, un importante matiz entre lo dispuesto por el BdE y la CNMV y el TJUE. En concreto, mientras los primeros indican que deberán aplicarse las normas de conducta de las entidades de crédito, el TJUE puntualiza que ello será así siempre que tales normas hagan referencia o incluyan la valoración de los riesgos y requisitos de información.

3. La evaluación de la conveniencia

De conformidad con lo dispuesto por la MiFID I (art. 19.5), será preciso evaluar la conveniencia cuando el servicio que se preste al cliente no sea el de asesoramiento o gestión de carteras. Por lo tanto, será preceptiva cuando el servicio sea: el de recepción o transmisión de órdenes; el de ejecución de órdenes en nombre de clientes; el de operaciones por cuenta propia; y la suscripción o colocación de instrumentos financieros. En todos estos casos, la ESI deberá requerir al cliente minorista que proporcione información sobre sus conocimientos y experiencia en relación con el concreto producto o servicio ofrecido o solicitado. Se espera que, con tal información la entidad pueda evaluar si dicho producto o servicio es adecuado para él. Si, como parece apreciarse, la evaluación de la idoneidad está vinculada con el presente y el futuro del propio cliente, la evaluación de la conveniencia reflejará su pasado⁴⁰¹.

Ambas evaluaciones, idoneidad y conveniencia, se enfocan en la protección del inversor, si bien se encuentran sujetas a regímenes diferentes según el servicio que se proporcione. Por lo que, cuando proceda, la evaluación de la conveniencia procurará determinar si un concreto producto o servicio resulta adecuado para un cliente pues este *«tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica»*⁴⁰².

⁴⁰¹ BAISCH, R., y WEBER, R. H., “Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Challenges for a Legal Framework Coping with Ambiguous Risk Perceptions”, ... *ob. cit.*, pp. 172 y ss.

⁴⁰² Artículo 36 Directiva 2006/73/CE.

No obstante, no debe entenderse que de la evaluación de la conveniencia del producto resultará que este se ajusta al perfil del cliente, pues no es esta su finalidad. Tal y como advierte la CNMV «no se persigue el ajuste de los objetivos de inversión del cliente al nivel de riesgo del instrumento»⁴⁰³. Con esta evaluación simplemente se busca saber si el cliente es capaz de comprender la naturaleza y los riesgos que entraña la operación.

En cualquier caso, en aquellas circunstancias en las que la ESI considere que el producto o servicio no es adecuado para el cliente, o que la información solicitada sobre sus conocimientos y experiencia es insuficiente o no ha sido aportada, deberá advertirle de ello. Pero, no se observa aquí, como sí ocurre en la evaluación de la idoneidad, impedimento alguno para, sin perjuicio de las advertencias pertinentes, proceder no obstante con la comercialización del producto o servicio no adecuado.

Antes que la transposición y aplicación de la MiFID I se completara, podía surgir la duda respecto a cómo abordar la evaluación de conveniencia de aquellos clientes que habían iniciado negociaciones con carácter previo a tal fecha. Sobre ello se pronunció la Directiva 2006/73/CE, señalando que en dichos casos debería presumirse que tales clientes poseen la experiencia necesaria y los conocimientos para comprender los riesgos de su operación⁴⁰⁴. En dicho pronunciamiento, la citada Directiva también añade que, tras la entrada en vigor de la MiFID I, cuando un cliente inicie una serie de negociaciones en una misma entidad, que no supongan lógicamente la prestación del servicio de asesoramiento o gestión de carteras, no será necesario realizar la evaluación de conveniencia para cada una de las operaciones, sino que bastará con realizarla al inicio de la prestación del servicio.

4. Consideraciones sobre la evaluación de conveniencia

4.1. El test de conveniencia

Al igual que sucedía en la evaluación de la idoneidad, en este caso tampoco se ha dejado constancia explícita de la forma en que la ESI debe integrar en sus procedimientos la evaluación de la conveniencia. Silencio que parece llenar la AEVM con su documento orientativo *MiFID Supervisory Briefing: appropriateness and execution-only*, en el que se informa que, si bien cada ESI determinará la manera en que lleve a cabo el análisis, es posible atender a esta obligación a través de entrevistas cara a cara, por teléfono, mediante

⁴⁰³ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 2, donde, en consonancia con lo dispuesto en la MiFID y en la Directiva 2006/73/CE, se reitera que «el objetivo del análisis de conveniencia es que la entidad obtenga los datos necesarios para valorar si, en su opinión, el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del servicio o producto ofrecido».

⁴⁰⁴ *Vid.* Considerando 59 Directiva 2006/73/CE y ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores”, ... *ob. cit.* p. 189, que al respecto señaló que nada se dice sobre el número de operaciones previas o la duración de las mismas ya que no sería razonable presumir una experiencia y/o unos conocimientos cuando la inversión ha sido puntual, ha pasado un tiempo desde que se realizó o ya entonces no fueron convenientes para el cliente.

la entrega de copias impresas de la documentación o a través de soluciones en línea⁴⁰⁵. En análogo sentido, la CNMV también añade que la entidad puede apoyarse en la información que disponga del cliente en aquellos casos en los que se hayan realizado operaciones previas⁴⁰⁶. Es evidente que, en estos casos, el nivel de información que debe obtenerse del cliente existente siempre será menor que la que debe recabarse de los nuevos, si bien dependerá de varios factores. El primero de ellos, que la ESI cuente con registros en los que se contenga la información necesaria. De nada vale esgrimir el carácter de cliente preexistente como presupuesto para eludir la solicitud de información, si la entidad no cuenta con los necesarios registros donde consultarla. El segundo de los factores, es que el cliente que ya lo era con anterioridad a la operación debe haber tenido, al menos, una relación duradera con la entidad como para que esta última pueda disponer de la información necesaria. En definitiva, es posible adoptar un enfoque flexible sobre cuánta información requerir del cliente. Cuando el cliente no hubiese tenido contacto previo con la entidad, la CNMV precisa que el mecanismo habitual para obtener información suele ser a través de cuestionarios o test de conveniencia. La entidad debe poder acreditar que la evaluación de la conveniencia se ha realizado, por lo que, de optarse por la realización de cuestionarios, deberá recabarse la firma del cliente. Al mismo tiempo, resulta oportuno que el cuestionario se realice en un documento separado de la orden de compra, en el que figuren las respuestas del cliente y el resultado de la evaluación. De tratarse de una evaluación realizada con motivo de una concreta operación, deberán establecerse los procedimientos necesarios para que esta quede referida inequívocamente a la operación, debiendo identificar la fecha en la que se realiza tal evaluación⁴⁰⁷.

En todo caso, la información que debe suministrar el cliente, y que deberá analizarse por la ESI al objeto de determinar si este cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para entender las características y riesgos de la operación, ha quedado recogida en el artículo 37 Directiva 2006/73/CE. Concretamente dicha información hará referencia: (i) a los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente; (ii) la naturaleza, el volumen y la frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros, así como el período durante el cual se han llevado a cabo; y (iii) el nivel de educación y la profesión o profesión anterior del cliente o posible cliente. Sin embargo, la AEVM aclara en el documento *MiFID Supervisory Briefing: appropriateness and execution-only* que no se trata de una lista exhaustiva o definitiva de aquellos aspectos sobre los que deberá recopilarse información, sino que los elementos definitivos y el rigor con que se enfrente la recopilación y la evaluación

⁴⁰⁵ AEVM, *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only* (ESMA/2012/851), 19 de diciembre de 2012, p. 6, disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-851.pdf>.

⁴⁰⁶ Huelga decir que a menos que tenga conocimiento de que la información está manifiestamente desactualizada, inexacta o incompleta (art. 37.3 Directiva 2006/73/CE)

⁴⁰⁷ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, ... ob. cit.*, pp. 4 y 7.

variarán en función de la naturaleza del cliente, el servicio a prestar y el tipo de producto o transacción prevista⁴⁰⁸.

4.1.1. Tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente

La CNMV en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad* despeja una importante incógnita respecto de este primer elemento sobre el que el cliente deberá aportar información. Se trata del concepto de la familiaridad del cliente con los servicios, operaciones o instrumentos financieros, pues ¿qué debe entenderse por *estar familiarizado*? La familiaridad sobre un instrumento financiero debe comprenderse como una situación de menor grado que la experiencia. En este sentido, el supervisor nacional señala que se trata de un concepto difícil de valorar en el que, con frecuencia las preguntas que se le hacen al cliente pueden resultar ambiguas. De ahí que, la CNMV advierta que al objeto de valorar la conveniencia «*no se considera adecuada la utilización de preguntas genéricas respecto al grado de “familiaridad” del cliente con los instrumentos que, de ser respondidas en sentido positivo, puedan adoptarse como un elemento suficiente para determinar la conveniencia sin experiencia previa o sin un nivel de formación adecuado*».

En definitiva, a la hora de analizar esta cuestión, deberá optarse por obtener información específica sobre los conocimientos financieros del cliente mediante preguntas sobre los riesgos de crédito, del mercado o de la liquidez que incorporan los productos.

4.1.2. Naturaleza, volumen y frecuencia de las operaciones del cliente sobre instrumentos financieros y el período durante el cual se han llevado a cabo

Mediante la obtención de estos datos se busca valorar la experiencia inversora previa del cliente. A tales efectos, la CNMV aporta en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad* una serie de elementos orientativos que resultarán de ayuda a la entidad para determinar tal experiencia⁴⁰⁹.

En primer lugar, deberá tenerse en cuenta si las operaciones, vigentes o pasadas, del cliente han estado vinculadas al mismo instrumento financiero o a uno de naturaleza y riesgo similar. Debe apreciarse que cuanto mayor sea la complejidad de los instrumentos, más difícil será que existan otros de naturaleza y riesgo equivalente, por lo que es posible que no pueda hablarse de una vinculación. Puede advertirse de lo hasta ahora expuesto la importancia de la correcta clasificación de los instrumentos según su naturaleza y riesgo, ya que ello influirá en la evaluación de la conveniencia. Asimismo, la experiencia de un cliente respecto de una determinada familia de instrumentos financieros puede resultar

⁴⁰⁸ AEVM, *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only* (ESMA/2012/851), ... *ob. cit.*, p. 5.

⁴⁰⁹ *Ibidem*, pp. 5 y ss.

suficiente para estimar la conveniencia de una operación que recaiga sobre otro instrumento encuadrable en otra familia diferente, siempre que pueda entenderse que el cliente puede comprender la naturaleza y los riesgos de la nueva operación planificada.

En segundo lugar, la entidad deberá tener en consideración a la hora de valorar la experiencia inversora del cliente, que las operaciones previas realizadas por este constituyan una pluralidad, esto es, sean más de una operación aislada. De hecho, bastarán dos o más operaciones cuando de ellas resulte que el cliente asumió una posición en un instrumento financiero, o mantuvo o conserva al menos dos posiciones vivas en este.

En tercer lugar, la entidad deberá tener en cuenta si han existido circunstancias que hayan entorpecido la adquisición de la experiencia necesaria. Entre ellas, la CNMV cita como ejemplo el cliente que haya interpuesto reclamación o queja de la que razonablemente pueda entenderse que no cuenta con los conocimientos y experiencia necesarios.

El último de los elementos tiene que ver con el plazo transcurrido desde que se mantuvieron vivas las posiciones acreditativas de la experiencia previa. En este sentido, es preciso que no hayan pasado más de tres o cinco años desde que se realizó la operación anterior. El arco temporal ha sido establecido por las propias entidades y dependerá de la complejidad del producto y de los riesgos inherentes a este. De esta forma, para los instrumentos no complejos resulta razonable un periodo no superior a cinco años, mientras que para los complejos el plazo se reduce a tres años.

Es posible que la experiencia inversora pueda ser de tal entidad que por sí misma sea suficiente para proceder a analizar la conveniencia de la operación. En tales casos, es preciso que la misma cumpla con todos los requisitos mencionados, esto es, haga referencia a operaciones vinculadas al mismo instrumento financiero, o a uno de naturaleza y riesgo similar, hayan sido varias las operaciones que hayan permitido la obtención de experiencia y no haya transcurrido un plazo de tiempo prolongado desde que se llevaron a cabo. Concurriendo todos los elementos, podrá presumirse que la nueva operación prevista es conveniente sin tener que analizar los demás factores (tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente y nivel de educación y profesión).

4.1.3. Nivel de educación y profesión actual o anterior del cliente

La obtención de este tipo de información permitirá a la ESI realizar una serie de presunciones respecto de los conocimientos financieros del cliente. Resulta evidente que, haciendo uso del ejemplo aportado por la CNMV, un cliente con estudios de posgrado en finanzas y cuyo puesto de trabajo lo desarrolle en el departamento de gestión de carteras de una entidad, contará con mayores conocimientos que otro cliente que cuente también con estudios de posgrado, pero relativos a cualquier otra área (Derecho laboral, por ejemplo) aunque también trabaje en la misma entidad. En cualquier caso, debe ponerse de relieve que un análisis genérico podría no aportar la información necesaria. Retomando

el anterior ejemplo, es posible que de ser preguntados por su nivel de estudios ambos clientes respondieran haciendo alusión simplemente a la tenencia de estudios de posgrado sin mayores detalles. Por lo que deberá alentarse que el cliente especifique con mayor precisión su nivel de educación y profesión.

En aquellas situaciones en las que el cliente no posea experiencia previa, ni tampoco esté familiarizado con ningún instrumento financiero, podrá tenerse en cuenta su nivel de formación, así como su experiencia profesional para presumir como convenientes operaciones realizadas respecto de instrumentos con escaso grado de complejidad y riesgo. Así, cualquiera que sea su nivel general de formación y experiencia profesional y en palabras de la CNMV, podrán considerarse como convenientes las adquisiciones de deuda pública a corto plazo denominada en euros y con *rating* igual o superior a A por *Standard & Poor's* o equivalente y los fondos de inversión armonizados con vocación de inversión monetario⁴¹⁰. En cuanto al resto de productos no complejos, sí resultará adecuado valorar su conveniencia en función del nivel de estudios y profesión del cliente.

4.2. Sobre la utilidad de establecer cuestionarios de conveniencia orientativos

Nótese que no hemos hecho referencia hasta ahora a la oportunidad o necesidad de establecer un cuestionario orientativo. Más, al igual que sucede con la evaluación de idoneidad, no debería dejarse al arbitrio de las entidades habida cuenta del riesgo de proliferación, como ya está sucediendo, de numerosos test con diverso contenido y, por ende, susceptibles de generar diversas interpretaciones.

En el ámbito de la evaluación de la conveniencia, el cliente también puede verse influenciado por los ya mencionados sesgos conductuales. Así, puede llegar a considerar que posee una mayor familiaridad con los servicios, operaciones o instrumentos financieros por los que sea preguntado. Puede erróneamente estimar que su profesión actual o pasada, así como su formación, le han dotado de un mayor bagaje del que realmente tiene. Y puede estimar que, habiendo realizado operaciones anteriores, goza de un mayor grado de experiencia. Al mismo tiempo, la entidad puede crear cuestionarios ineficientes de los que equivocadamente pueda estimarse que un cliente minorista cuenta con los conocimientos y experiencia suficiente como para comprender los riesgos de la operación y, en consecuencia, no advertirle debidamente de ello con el consiguiente perjuicio para el inversor. O incluso puede llegar a analizar erróneamente los resultados aportados. Sobre esto se ha manifestado la CNMV exponiendo que «*las entidades deben*

⁴¹⁰ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 6.

Sumariamente debemos apuntar que las agencias de *rating* como *Standard & Poor's* cumplen una importante función en el entramado financiero pues son las encargadas de llevar a cabo, de forma independiente, la calificación crediticia. La categoría A hace referencia a inversiones estables y se subdivide, a su vez, en varias categorías internas que van desde la A hasta la AAA, siendo esta última la más alta calificación a la que se puede optar. En cuanto a los fondos de inversión armonizados con vocación de inversión Monetario, estos hacen referencia a aquellas operaciones en las que no se invierte en renta variable y cuyo objetivo es mantener el principal, obteniendo una rentabilidad conforme a los tipos de interés del mercado monetario.

ser especialmente cautelosas al establecer los mecanismos de valoración de las respuestas obtenidas en los cuestionarios utilizados, cuidando que en los mismos no se produzcan sesgos positivos a la hora de considerar si una operación es conveniente». Razón por la que, en este caso debamos extender, en todo cuanto sea posible, los comentarios, reflexiones y propuestas realizadas a propósito de la evaluación de la idoneidad.

4.3. La no conveniencia de las operaciones

Como ya mencionamos, en aquellos casos en los que el cliente no proporcione la información solicitada, la proporcione de forma incompleta o, habiéndolo hecho, de la información aportada resulta que el producto o servicio no es adecuado para él a criterio de la ESI, la única obligación de esta entidad es advertirle de tal circunstancia. Advertencia que sí podrá ser objeto de formato normalizado. Pero, cumplido ese requisito informativo nada se dispone en cuanto a la imposibilidad de ofrecer el servicio o proceder a la comercialización del producto⁴¹¹.

Y es que, reiteramos, la finalidad de la evaluación de la conveniencia no es determinar si el producto o servicio se ajusta a los objetivos del cliente, sino establecer si este es capaz de comprender la naturaleza y los riesgos de la operación. En suma, mediante esta evaluación no se creará un perfil de cliente *ex profeso* que servirá posteriormente para recomendarle productos y servicios. No se produce una clasificación del cliente en la que basarse para ofrecerle los servicios de asesoramiento o gestión discrecional de carteras. Sino que aquí lo que se pretende es valorar sus conocimientos y experiencia para entender, respecto de una operación o una serie de ellas, a qué riesgos se enfrentará, advirtiéndole de sus deficiencias en caso negativo. Queda en manos del cliente la decisión final de si, a pesar de las advertencias recibidas, continuar con la operación.

Con todo, tal afirmación se encuentra necesitada de alguna matización, pues de poner aquí el punto final podría llegar a concluirse que, cuando una entidad determine que un instrumento financiero no es conveniente para un cliente y así se lo advierta, ha cumplido con todas sus obligaciones de conducta. Sin embargo, lo cierto es que sobre las entidades pesa la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes, por lo que en caso de percatarse que un determinado instrumento financiero complejo no resulta conveniente para el cliente, no debería comercializarlo activamente a este. Dicho de otro modo, si a la entidad le consta que el instrumento complejo no conviene al cliente, no debe contactarle

⁴¹¹ En este sentido, VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 274, quien menciona que «*la Ley no impide que la mayoría de productos financieros complejos puedan ser contratados por cualquier inversor, incluso no conocedor de la terminología ni de los riesgos; y por eso a tal libertad de contratación se contraponen el deber de informar y de evaluar de forma previa al cliente acerca de la conveniencia o idoneidad de la contratación. Nótese que la norma no impide que un cliente solicite y obtenga un producto que no se considera “conveniente” para él: simplemente exige que la empresa de inversión le prevenga de forma previa y expresa que considera tal producto no adecuado. Con ello no se atenta contra el principio de libertad de contratación, pero sí se protege al cliente advirtiéndole previamente*».

y ofrecérselo por mucho que acompañe dicha actuación con cuantas advertencias sean necesarias⁴¹².

En cambio, en idénticas circunstancias y si se tratase de instrumentos financieros no complejos, nada obsta a que la ESI pueda ofrecer al inversor este producto no conveniente. Si bien deberá reforzar la información que ofrece al inversor relativa a las características y riesgos del producto al objeto de comprobar, posteriormente y sobre la base de esta información, si el cliente aun desea emprender la operación.

A pesar de la lógica conclusión que señalamos por la cual, en atención al mejor interés del cliente, no debería contactarse con este y ofrecerle instrumentos financieros complejos, la clave está en el uso del condicional del verbo *deber*. Y es que esta precisión, que puede parecer nimia y fuera de contexto en un trabajo de índole jurídica como este, tiene, sin embargo, mayor envergadura de la que a primera vista podría verse. No debemos olvidar que, como hemos mencionado en varias ocasiones, el contenido de la *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad* carece de carácter normativo, siendo meramente unas pautas de adecuado comportamiento. Razón por lo que, a pesar de que la entidad no *debería* comercializar entre sus clientes minoristas productos complejos que sabe que le son manifiestamente no convenientes, lo cierto es que la ley no lo prohíbe, eso sí, debiendo advertirle de ello y procediendo a completar las expresiones manuscritas a las que haremos referencia más adelante⁴¹³.

4.4. Las advertencias en formato normalizado

Por lo que se refiere a la advertencia que, en formato normalizado, deberá hacer la ESI al cliente cuando determine que no posee los conocimientos ni experiencia suficientes como para comprender la naturaleza y riesgos de la operación, hemos de hacer una serie de precisiones.

La primera de ellas tiene que ver con las modalidades en la que dicha advertencia puede ser realizada. De conformidad con lo previsto por la CNMV, la entidad puede optar por advertirle vía documento firmado y separado de la orden de compra, en cuyo caso se recomienda que en este documento conste solamente la advertencia, debiendo fijarse los procedimientos necesarios para que la advertencia quede vinculada inequívocamente a la operación específica. Asimismo, también puede incluirse la advertencia en la propia orden. Opción esta que implica que el aviso no pueda esconderse, minimizarse o mezclarse con otras advertencias o informaciones. Luego se espera que la advertencia conste de forma visible y con entidad propia, no siendo adecuado que se aproveche la

⁴¹² Así lo establece la CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 4. Sobre la delimitación de productos financieros complejos y no complejos, *vid. infra* apartado 5.2 de este mismo capítulo.

⁴¹³ En este sentido, AGÜERO ORTIZ, A., “¿Sabían nuestros tribunales lo que es un instrumento financiero complejo? No lo sabían”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, 2016, núm. 4, pp. 51 y ss.

ocasión para advertir al cliente de otras cuestiones (por ejemplo, los riesgos asociados a la inversión).

Nuestra siguiente precisión enlaza con las características que deben tener las advertencias. Así, cuando el cliente no aporte la información requerida, o lo haga de modo insuficiente para permitir la evaluación, la advertencia deberá indicar de forma clara que aun cuando es obligación de la entidad evaluar la conveniencia, esta no ha podido realizarse por la negativa del cliente a proporcionar los datos. Lo que deberá completarse con la alusión a que en dicha circunstancia el cliente pierde las protecciones previstas para este supuesto⁴¹⁴.

Por otro lado, si valorados los datos la entidad concluye que la operación no es conveniente para el cliente, la advertencia que emita al respecto debe señalarlo. En este sentido, hará referencia a la obligación que tiene la ESI de efectuar tal procedimiento evaluador y que, habiéndolo realizado, en su opinión la operación no es conveniente para el cliente, esto es, el cliente no posee los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que pretende operar⁴¹⁵.

4.5. ¿Resulta suficiente la autoevaluación del cliente?

Es evidente que, dado el carácter y el espíritu de las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, no puede resultar suficiente la autoevaluación del cliente. Muy al contrario, corresponde a las entidades atender activamente su deber evaluador respecto de los clientes minoristas precisamente a través de los cuestionarios que se le suministren y mediante el análisis de las respuestas ofrecidas.

⁴¹⁴ La CNMV aporta en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, ... ob. cit.*, p. 10, un ejemplo de advertencia, si bien el contenido definitivo de las advertencias ha quedado dispuesto por la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros (C.CNMV 3/2013). En este caso, la advertencia deberá expresar que «*Le informamos de que dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted; es decir evaluar si, a nuestro juicio, usted posee conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento sobre el que desea operar. Al no haber proporcionado los datos necesarios para realizar dicha evaluación, usted pierde esta protección establecida para los inversores minoristas. Al no realizar dicha evaluación, la entidad no puede formarse una opinión respecto a si esta operación es o no conveniente para usted.*».

⁴¹⁵ Se incluye un ejemplo orientativo en la *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, ... ob. cit.*, p. 11, más el texto definitivo, previsto por la C.CNMV 3/2013 deberá decir «*Le informamos de que, dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted.*

En nuestra opinión esta operación no es conveniente para usted. Una operación no resulta conveniente cuando el cliente carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar.».

En consecuencia, no puede trasladarse esta responsabilidad al cliente ni siquiera indirectamente a través del propio cuestionario mediante la inclusión de preguntas de las que resulte una forzosa autoevaluación, tales como ¿considera que el producto es conveniente para usted? o ¿conoce y entiende usted los riesgos del instrumento financiero?⁴¹⁶. Es así que, en caso de ser respondidas afirmativamente, supondrían que la entidad está trasladando al cliente su deber evaluador.

De manera que, en última instancia corresponde a las entidades emitir un veredicto evaluador. En aquellas situaciones en las que puedan apreciarse incoherencias en las respuestas del cliente, la ESI deberá comunicárselo, habiendo verificado previamente que dichas contestaciones incoherentes no se deben al propio planteamiento del cuestionario. Si, con todo, el cliente mantuviese el sentido de sus respuestas, lo más razonable sería que la ESI tramitase el test como negativo, y de esta manera estaría cubierta frente a eventuales reclamaciones si los resultados de la inversión no son los que el cliente esperaba.

4.6. Vigencia de los análisis de conveniencia

Es posible que el futuro inversor minorista objeto de la evaluación de la conveniencia, tenga previsto realizar más de una operación, lo que conlleva la necesidad de plantearse si debe realizarse un análisis por cada una de las operaciones o si, por el contrario, puede utilizarse el resultado positivo de un análisis previo y extenderlo a la nueva operación planteada. Parece ser esta última opción la acogida por la CNMV que, no obstante, precisa que dicho análisis previo no debe haber sido realizado con mucho tiempo de antelación. No alcanza a precisarse, eso sí, a cuánto tiempo se refiere cuando aduce «*que dicho análisis no se haya producido mucho tiempo antes*». Parece posible que, para esclarecer esta cuestión, pueda ser de utilidad extender los plazos de tres y cinco años antes mencionados en línea con los elementos orientativos que ayudarán a la entidad a determinar la experiencia del cliente. De tal suerte que, cuando el cliente tenga prevista la realización de varias operaciones podría ser factible, a la hora de extender el resultado positivo de una evaluación de conveniencia previa, considerar si han transcurrido más de tres o cinco años desde que realizó operaciones con instrumentos complejos y no complejos respectivamente.

En cuanto a la vigencia máxima de las evaluaciones positivas realizadas con base en el nivel general de formación y experiencia profesional del cliente, estas podrán mantenerse indefinidamente, salvo en los casos en los que la ESI cuente con información que sugiera la necesidad de una revisión. Puede ser el caso, por ejemplo, en que el cliente ha adquirido mayor formación por la realización de cursos, o cuando producto de un cambio laboral le procura mayor experiencia. Esta precisión podría plantear ciertas dudas pues acabamos de explicar que pueden extenderse los resultados de una evaluación anterior a una

⁴¹⁶ Preguntas recogidas como ejemplo inadecuado de evaluación de conveniencia en CNMV en la *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, ... ob. cit.*, p. 8.

operación nueva si no ha transcurrido *mucho* tiempo desde que se realizó. Con lo cual, ¿cómo casa esa cuestión con lo que ahora exponemos respecto del carácter indefinido de las evaluaciones positivas? La respuesta a tal interrogante es que la durabilidad de las evaluaciones positivas se predica solamente en relación con el nivel general de formación y experiencia profesional del cliente. De manera que, aun cuando dicho nivel general de formación y experiencia profesional se mantuviera en el tiempo, si el cliente deseara llevar a cabo una operación habría que proceder a evaluar los restantes parámetros, esto es, tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente y naturaleza, volumen y frecuencia de las operaciones.

5. Ejecución, recepción y transmisión de órdenes de clientes. El servicio de solo ejecución o *execution-only*

Decíamos *ut supra* que la evaluación de la conveniencia es presupuesto necesario cuando el servicio que se preste al cliente no sea el de asesoramiento o gestión discrecional de carteras. De manera que el análisis de la conveniencia queda circunscrita al ámbito de los siguientes servicios recogidos en el Anexo I, sección A de la MiFID I, esto es, recepción y transmisión de órdenes, ejecución de órdenes, negociación por cuenta propia, y suscripción o colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme. Entre ellos, nos centraremos ahora en la ejecución y recepción y transmisión de órdenes de clientes, por ser justamente objeto de excepción de la evaluación de conveniencia siempre que se cumplan los presupuestos previstos en el artículo 19.6 MiFID. Dichos requisitos serán (i) que los servicios se refieran a «*acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM y otros instrumentos financieros no complejos*»; (ii) «*que el servicio se preste a iniciativa del cliente o posible cliente*», a quien se habrá informado claramente de que la prestación del servicio no obliga a la ESI a evaluar la adecuación, por lo que el cliente no goza de la protección de las normas de conducta pertinentes; (iii) que se haya informado claramente al cliente de que no recae sobre la ESI la obligación de evaluar la adecuación del instrumento o servicio y que, consecuentemente, no gozará de la protección de las normas de conducta pertinentes; (iv) que la entidad cumpla con las obligaciones en materia de conflictos de intereses. Cumpliéndose estos cuatro requisitos, la ESI no quedaría obligada a efectuar la evaluación de conveniencia al cliente minorista.

La principal ventaja de esta exención para los inversores minoristas tiene que ver con los costes del servicio que serán lógicamente menores. Al mismo tiempo, la agilidad con la que se presta el servicio supone también otra ventaja, a veces nada desdeñable. Sin embargo, tales circunstancias no deberían propiciar un aumento injustificado del riesgo

que asume el inversor. Riesgo que, precisamente intentan minimizar las evaluaciones de idoneidad y conveniencia⁴¹⁷.

Así las cosas, para ponernos en condiciones de analizar el valor de esta excepción, conviene recordar en qué consiste, por una parte, la iniciativa del cliente en relación con la prestación del servicio, argüida por el citado cuerpo normativo y, por otra, qué debe entenderse por instrumentos financieros complejos y no complejos.

5.1. Servicio prestado a iniciativa del cliente

De conformidad con lo apuntado en el Considerando 30 de la propia MiFID se entenderá que todo servicio se presta a iniciativa del cliente, salvo que sea el cliente quien solicita el servicio como respuesta a una comunicación personalizada que le haya hecho la entidad, o por su cuenta. Dicha comunicación bien puede incluir una invitación, o bien puede tener como fin influir en el cliente respecto de un instrumento financiero o una operación concreta.

Ahora bien, cuando el cliente solicite un servicio sobre la base de una comunicación efectuada por cualquier medio, que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros de carácter generalista o dirigida a un grupo o categoría de clientes (futuros o actuales) más amplio, se considerará que dicho servicio se ha prestado a iniciativa del cliente.

Así las cosas, la esencia de la cuestión reside en el carácter personal o general de la comunicación. De donde se infiere que una comunicación generalista dará lugar a un servicio prestado a iniciativa del cliente. Resulta palmaria, por tanto, la importancia de distinguir las comunicaciones generales de las demás notificaciones que se le hagan llegar al cliente si tenemos en cuenta que, de cumplirse también las demás premisas expuestas⁴¹⁸ podrá ofrecerse el servicio al cliente minorista sin necesidad de efectuarle el test de conveniencia. En vista de lo cual nos preguntamos, ¿qué debe considerarse como una comunicación general? La AEVM ha incluido bajo esta categoría el material divulgativo que se encuentre en periódicos, revistas, televisión, radio o vallas publicitarias. También se considerarán como tales las emplazadas en páginas *web* o los resultados de búsqueda en Internet⁴¹⁹. Sin embargo, a nuestro juicio, una recomendación que es distribuida a través de canales de distribución al público, como los ya mencionados, no debería considerarse de índole personalizada⁴²⁰, porque más que a su localización, habría que

⁴¹⁷ En este sentido, CASEY, J-P, y LANNOO, K., *The MiFID Revolution*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2009, pp. 49 y ss.

⁴¹⁸ Es decir, que se trate de instrumentos financieros no complejos y que la ESI cumpla con las políticas para evitar de conflictos de intereses.

⁴¹⁹ AEVM, *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only* (ESMA/2012/851), ... *ob. cit.*, p. 4. Sobre las recomendaciones personalizadas y su diferencia con las comunicaciones generales, *vid.* Capítulo IV: El servicio de asesoramiento en materia de inversión, pp. 207 y ss.

⁴²⁰ *Vid.* Considerando 79 Directiva 2006/73/CE, «El asesoramiento sobre instrumentos financieros ofrecido en un periódico, diario, revista o cualquier otra publicación dirigidos al público en general (incluido a través de Internet), o en cualquier emisión de radio o televisión, no debe considerarse que constituya una

estar a su contenido. En este sentido es preciso recalcar, tal y como lo hizo en su momento el CERV, que aquellas recomendaciones dirigidas a varios destinatarios, pero expresadas en términos de adecuación a su perfil habrán de considerarse como comunicaciones personales y no como generales. De esta forma las recomendaciones generales no contendrán información que haya sido elaborada de conformidad con las características del/los cliente/s a la que se dirija, por lo que no podrán generar en estos la percepción de que se trata de una recomendación particular⁴²¹.

Por su parte, la CNMV también ha valorado esta cuestión en su *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, donde quedó dispuesto que para que exista comunicación personalizada es preciso que se haya establecido contacto personal y directo con el cliente, sin importar el medio. La finalidad de dicha comunicación, además, deberá ser influir en el cliente respecto de una operación específica o un instrumento financiero en particular. En este sentido, la CNMV, merced a su experiencia supervisora, plantea diversos escenarios con fines esclarecedores. De esta manera advierte que cuando la actividad comercializadora se realiza en las propias sucursales o vía telefónica, siendo un operador quien se pone en comunicación con el cliente, suele ser habitual que la iniciativa provenga de la entidad; mientras que en aquellas ocasiones en las que no existe contacto personal, como es a través de Internet, suele ser frecuente que la iniciativa parta del cliente.

Ahora bien, la CNMV matiza y subraya que, aunque haya habido contacto con el cliente, si este ordena la adquisición de un instrumento financiero no complejo sin que medie invitación o indicaciones previas por parte del personal que le atendió, puede concluirse que la iniciativa es del cliente. Pero si el cliente solicita orientación y el personal comercial se la proporciona de un modo que incite al inversor a adquirir ciertos instrumentos financieros concretos, se considerará que la iniciativa ha partido de la entidad. Es el caso, por ejemplo, en que no se le presentan alternativas al cliente, sino que se le orienta hacia un producto en concreto.

En cuanto a las campañas publicitarias, la CNMV considera que una parte de las operaciones que deriven de estas serán consideradas realizadas a iniciativa de los clientes, si la campaña ha sido divulgada en medios de comunicación dirigidos al público en general; otra parte, en cambio, serán consideradas realizadas a iniciativa de la entidad, si dicha campaña se refuerza con algún tipo de política interna para que los empleados comercializasen activamente su adquisición.

recomendación personal a efectos de la definición de «asesoramiento en materia de inversión» que figura en la Directiva 2004/39/CE».

⁴²¹ CERV, *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments* (CESR/05-290b), abril de 2005, pp. 7 y ss., y especialmente p. 9, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_290b.pdf.

5.2. Instrumentos financieros complejos y no complejos

Sin pretender alejarnos en exceso de nuestro objetivo, ciertamente la cuestión de la complejidad de los instrumentos financieros requiere de mayor desarrollo porque el nivel de protección del inversor minorista se amplía o contrae en función de dicha complejidad. De ahí deriva la necesidad de una correcta clasificación.

Resulta curioso que a pesar de la importancia de la distinción de los instrumentos según su complejidad, la MiFID I no aportara una definición concreta o un listado exhaustivo y anexo de productos que, de alguna forma, ayudaran a conformar con mayor precisión los instrumentos incluidos como complejos o no complejos. Así, la MiFID I se limita en el artículo 19.6 a incluir como no complejos los siguientes ejemplos: «*acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM y otros instrumentos financieros no complejos*». Se trata, como puede advertirse, de una enumeración meramente ejemplificativa.

Más asertivo resultó el artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE en el que, ahora sí, se abordó la cuestión con mayor detalle. Concretamente y para delimitar la categoría de instrumentos financieros no complejos se partió del listado expuesto del artículo 19.6, advirtiendo que, todos aquellos instrumentos no contemplados allí se considerarán también como no complejos siempre que cumplan con cuatro requisitos: (i) no estar incluido en el artículo 4.1.18.c) MiFID⁴²² o en los puntos 4 a 10 del Anexo I, sección C, MiFID; (ii) disponer de frecuentes posibilidades de venta, reembolso u otro tipo de liquidación a precios de mercado u ofrecidos o validados por sistemas de evaluación independientes del emisor; (iii) no implicar responsabilidad real o potencial para aquellos clientes que excedan del coste de adquisición del instrumento; y (iv) estar a disposición del público información completa sobre sus características que será, además, lo suficientemente clara como para que un cliente minorista medio pueda decidir si invierte o no.

En el panorama nacional la categoría de instrumentos financieros no complejos se transpuso al artículo 79 bis 8 LMV-2007 donde, además de lo dispuesto en la Directiva 2006/73/CE, se optó por añadir un apartado para contemplar la categoría de instrumentos financieros complejos que, en un alarde de redacción alambicada y perversa, los rotula con una doble negación «*no se considerarán instrumentos financieros no complejos*». En

⁴²² El artículo 4 de la MiFID dedicado a las definiciones, recoge en su apartado 1, punto 18, letra c): «*Valores negociables: las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago, como: (c) 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*». Por lo que no podrán considerarse instrumentos financieros no complejos aquellos valores negociables que coincidan con tales características, esto es, que sean derivados.

cualquier caso, se precisa que serán instrumentos financieros complejos bien 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; bien los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de la misma LMV-2007.

No obstante, con tales pronunciamientos normativos no se consiguió zanjar la cuestión de la complejidad o no complejidad de los instrumentos financieros, pues no contienen la claridad esperada, ni para los operadores jurídicos, ni para las ESI, ni para los inversores. A ello contribuyó también el aluvión de instrumentos financieros cuya aparición *ex novo* tuvo múltiples razones. Entre ellas, y por citar un ejemplo paradigmático, debemos mencionar los trabajos del Comité de Supervisión Bancaria, cuyo informe sobre la *Convergencia Internacional de Medición y Estándares de Capital* de 2004, más conocido como los acuerdos de Basilea II⁴²³, fijaban las participaciones preferentes perpetuas y no acumulativas (aquellas que suponen la pérdida de la prima en caso de resultado negativo) como elementos *tier 1* del capital de las entidades bancarias. Con lo que, consecuentemente, pasaron a formar parte de los recursos propios de las mismas, alentando su comercialización entre los inversores⁴²⁴.

Para intentar solventar las numerosas dudas surgidas del afloramiento, como decimos, de nuevos productos financieros, el CERV publicó consecutivamente en mayo y noviembre de 2009⁴²⁵, sendos documentos en los que pretendía, por una parte, esclarecer la

⁴²³ Vid. COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, junio de 2006, disponible en <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>.

⁴²⁴ La función de los recursos propios de una entidad bancaria puede sintéticamente resumirse en dos cometidos. Por un lado, protegerán a los acreedores en caso de liquidación y, por otro, preservan la estabilidad del sistema financiero. De ahí que no es de extrañar que se regule el coeficiente mínimo de recursos propios de las entidades. Al igual que los ahorros de una familia, estos recursos propios servirán para hacer frente a pérdidas inesperadas, pero en el cumplimiento de esta función no todos los recursos propios tienen la misma calidad. Algunos, por ejemplo, solo absorben pérdidas una vez que la entidad ha entrado en liquidación, de modo que solo tienen valor protector de cara a los depositantes. Los criterios para determinar la calidad de los recursos propios fueron fijados por los acuerdos de Basilea I de 1988, donde se determinaron las cinco características que se tendrían en cuenta para valorar la calidad del capital. Estas fueron, la permanencia o estabilidad del instrumento en el pasivo de las entidades, la capacidad para absorber pérdidas, el nivel de subordinación, la posibilidad de suspender o eliminar el dividendo si no existen beneficios distribuibles, y la disponibilidad inmediata para absorber pérdidas. El grado de cumplimiento del instrumento financiero con los requisitos señalados determinaría su clasificación como *tier 1* o capital de calidad, y *tier 2* o capital de menor calidad. Vid. MARQUÉS SEVILLANO, J. M., y SANCHIS ARELLANO, A., “Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera”, *Estabilidad Financiera*, núm. 17, 2009, p. 60, disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/Noviembre/ief0417.pdf>.

Así las cosas, y teniendo en cuenta la mencionada inclusión de las participaciones preferentes perpetuas y no acumulativas dentro de la categoría de *tier 1*, podemos empezar a comprender qué razones hubo, además de los incentivos que analizaremos en el capítulo dedicado al asesoramiento en materia de inversión, para la masiva comercialización de preferentes. En todo caso, lo que nos interesa destacar ahora es la aparición de nuevos productos financieros hasta ahora no contemplados.

⁴²⁵ CERV, *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 14 de mayo de 2009, disponible en

aplicación de los requisitos de conveniencia y valorar las propuestas sobre la calificación de tipos específicos de productos en complejos y no complejos; y por otra parte, dar respuesta a una serie de preguntas concretas sobre el encuadramiento de ciertos productos financieros eminentemente dirigidos a clientes minoristas.

Con la misma intención la CNMV publicó, en octubre de 2010⁴²⁶, su *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*, alentada, además, por la necesidad de esclarecer los criterios establecidos por el CERV toda vez que, tal y como la propia CNMV constata, se estaban detectando incidencias en la correcta clasificación de determinados instrumentos financieros que estaban siendo objeto de comercialización entre clientes minoristas. En dicho documento el supervisor nacional recogió un listado no exhaustivo de instrumentos financieros complejos y no complejos, al tiempo que aclaró los requisitos del artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE y 79 bis 8 LMV-2007, relativos a la frecuencia de las posibilidades de venta, precios públicamente disponibles, precios de mercado, precios suministrados o validados por sistemas de valoración, e información suficiente a disposición del público sobre las características del instrumento.

Sin embargo, y pese a los esfuerzos nacionales y comunitarios, la determinación de la complejidad de un producto financiero no resultó ser tarea sencilla. Desde la perspectiva de los pronunciamientos judiciales, con cierta frecuencia jueces y tribunales establecieron una relación directa entre la complejidad de los productos financieros y su carácter arriesgado, creando la errónea equivalencia por la cual un producto con un elevado riesgo sería un producto complejo. Debemos insistir en este punto y recordar que, antes de las reformas introducidas por MiFID II en este sector, un producto financiero complejo implicaba la ausencia de posibilidades frecuentes de venta, reembolso o cualquier tipo de liquidación a precios disponibles públicamente que sean, además, precios de mercado o precios ofrecidos o validados por sistemas de evaluación independientes del emisor. Nada se dice en cuanto al riesgo de los mismos, que no negamos, pero que desde luego no debe hacerse prevalecer como característica para calificar como complejos unos instrumentos financieros frente a otros. En este sentido, la propia CNMV aclara que *«las acciones que componen el Ibex35 son instrumentos relativamente poco complejos, pero que pueden incluir elevados niveles de volatilidad (es decir, pueden suponer mayor riesgo), mientras un bono estructurado con vencimiento a 1 año que garantiza la devolución del principal a vencimiento y referencia su rendimiento a la evolución de un subyacente, pese a*

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf, y *Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 3 de noviembre de 2009, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf.

⁴²⁶ CNMV, *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*, 14 octubre de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOCComplejos.PDF.

incorporar un nivel de riesgo relativamente bajo si el emisor cuenta con una elevada calidad crediticia, es un instrumento complejo de entender»⁴²⁷.

Hecha esta salvedad respecto al carácter arriesgado y la complejidad de los productos, debemos continuar nuestra exposición con los cambios introducidos por MiFID II en esta materia. Unas reformas que, como veremos, han supuesto el endurecimiento de la prestación del servicio de *execution-only*. Sin embargo, de momento solo nos interesa las variaciones que han sufrido los instrumentos financieros complejos. En este sentido, debemos subrayar que la MiFID II ha restringido los tipos de instrumentos financieros que se considerarán no complejos, excluyendo del listado a las acciones en instituciones de inversión colectiva distintas de los OICVM y las acciones que incorporen derivados, así como los bonos, obligaciones u otra forma de deuda titulizada, instrumentos del mercado monetario y depósitos estructurados que incorporen derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre. En cuanto a las participaciones y acciones en OICVM quedan excluidas los estructurados contemplados en el artículo 36, apartado 1, párrafo segundo, del Reglamento UE 583/2010, esto es, aquellas que *«proporcionan a los inversores, en fechas predeterminadas, remuneraciones calculadas con arreglo a un algoritmo y vinculadas a la evolución de activos financieros, índices, carteras de referencia u OICVM de características similares, o a la materialización, en relación con dichos activos, índices, carteras de referencia u OICVM de características similares, de variaciones de precios o de otras condiciones»*. En consecuencia, el foco de atención se sitúa en las eventuales dificultades de comprensión del instrumento por parte de los inversores⁴²⁸. Así lo esclareció también la AEVM en su documento de consulta *Draft guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, donde advierte que la complejidad de un producto financiero está directamente relacionada con la dificultad de comprensión del mismo por el cliente. Son las dificultades de entendimiento de las características del producto, y consecuentemente de sus riesgos, lo que determinará si estamos ante un instrumento financiero complejo o no. De modo que *«algunos instrumentos financieros de alto riesgo pueden ser relativamente fáciles de entender y, por lo tanto, no se considerarán complejos»⁴²⁹.*

⁴²⁷ CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, ... *ob. cit.*, p. 2. Sobre la escasa relación entre los productos complejos y su carácter arriesgado, que unas veces puede existir pero que en otras no se observa, *vid.* CARRASCO PERERA, A., y LYCZKOWSKA, K., *Las participaciones preferentes son “productos complejos”, pero eso nada importa*, 2 de septiembre de 2013, disponible en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2013/09/Las-participaciones-preferentes-son-productos-complejos-pero-eso-nada-importa-1.pdf>; y AGÜERO ORTIZ, A., “¿Sabían nuestros tribunales lo que es un instrumento financiero complejo? No lo saben”, ... *ob. cit.*, pp. 51 y ss. Como puede apreciarse, al igual que nosotros, también concluyen que un instrumento financiero complejo no tiene que ser necesariamente arriesgado para ser calificado como complejo.

⁴²⁸ Artículo 25.4 a) MiFID II y artículo 217.1 TRLMV.

⁴²⁹ AEVM, *Draft guidelines on complex debt instruments and structured deposits* (ESMA /2015/610), 24 de marzo de 2015, p. 11, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-610_cp_mifid_guidelines_complex_products.pdf

En lo que respecta a las características de los instrumentos financieros no complejos y no recogidos en el cuerpo de la MiFID II, también ha habido variaciones. Así, se considerará que un instrumento financiero no es complejo si, además de lo previsto en el artículo 38 de la Directiva 2006/73/CE, «no incorpora una cláusula, condición o evento desencadenante que pueda modificar sustancialmente la naturaleza o el riesgo de la inversión o el perfil de pagos, como las inversiones que incorporan un derecho a convertir el instrumento en una inversión distinta», y «no incluye gastos de salida explícitos o implícitos que tengan por efecto convertir la inversión en ilíquida aun cuando existan posibilidades técnicamente frecuentes de venderla, obtener su reembolso o realizarla de algún otro modo»⁴³⁰.

Por tanto, y en definitiva, un instrumento financiero podrá considerarse como complejo cuando se encuentre entre los específicamente señalados como tales en el artículo 25.4 a) MiFID II (art. 217.1 TRLMV)⁴³¹ y en el artículo 217.3 TRLMV, o cuando no cumpla con todas o alguna de las características del artículo 57 Reglamento Delegado 2017/565.

5.3. Reflexiones sobre el servicio de execution-only: el manifiesto abandono del cliente minorista cuando su operación no requiere de evaluación de conveniencia

A la hora de valorar el servicio de *execution-only* debemos tener muy en cuenta la obligación de actuación en el mejor interés del cliente. En no pocas ocasiones se invoca judicialmente este principio con ocasión de las actuaciones de las entidades financieras en las que se ha podido constatar una manifiesta dejadez de esta norma de comportamiento.

Como hemos visto, respecto de los servicios de ejecución, recepción y transmisión de órdenes de clientes (o *execution-only*) la evaluación de conveniencia no es necesaria siempre que se trate de un instrumento financiero no complejo, el servicio se preste a iniciativa del cliente, se le informe de que no le protegen las normas de conducta y, finalmente, la ESI cumpla con las obligaciones en materia de conflictos de intereses. Nos llama la atención el tercero de los criterios señalados, en el que nos centraremos con especial interés en esta reflexión.

No alcanzamos a entender si cuando la MiFID I (y con la misma redacción, la MiFID II) advierte que el cliente no gozará de la protección de las normas de conducta pertinentes, se está refiriendo a las normas de conducta que emanan de la obligación de evaluar la conveniencia, o a todo el conjunto de normas protectoras contenido en la Directiva. Teniendo en cuenta que seguidamente se advierte que la ESI deberá cumplir con las obligaciones en materia de conflictos de intereses, la lógica invita a pensar que la

⁴³⁰ Artículo 57 Reglamento Delegado 2017/565 y artículo 217.2 TRLMV.

⁴³¹ Recordemos que la categorización que hacen estos artículos de los instrumentos financieros complejos no es directa, sino que atiende a la exclusión. De esa forma, se excluyen como instrumentos financieros no complejos una serie de productos ya señalados y que, en consecuencia, serán considerados como complejos.

referencia tan solo se constriñe a las normas de conducta que le serían impuestas en caso de tener que proceder con la evaluación de la conveniencia.

Por otra parte, y en estas circunstancias, para poder concluir que una entidad no se encuentra sometida a los preceptos de la MiFID I, es preciso recordar que esta no podría realizar ningún otro servicio o actividad de inversión que no fuera la negociación por cuenta propia, debiendo operar únicamente en los límites de dicha actividad, salvo que (i) sea un creador de mercado; (ii) sean miembros o participantes de un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación (SMN), o tengan un acceso electrónico directo a un centro de negociación; (iii) apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia; o (iv) negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes⁴³². De cumplirse alguna de estas premisas podríamos plantearnos la exención del cumplimiento de los deberes impuestos a las ESI por MiFID I y II. Más, es evidente que no es este el caso, por lo que volvemos a recalcar que las normas de conducta a las que se refiere el artículo 19.6 MiFID I [art. 25.4 c) MiFID II], y que no están obligadas a respetar las entidades cuando presten el servicio de *execution-only*, son solo las relativas a la evaluación de conveniencia.

Sin embargo, en el ámbito nacional la cuestión parece no estar clara. Ya en su momento y con mayor acierto que en las posteriores reformas, la LMV-2007 preveía como una de las condiciones para no realizar la evaluación de conveniencia a los clientes minoristas, que la entidad le hubiese informado a este con claridad *«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»*⁴³³. Quedaba claro así, mediante la referencia explícita a *la protección establecida en el apartado anterior*, que las normas de conducta y por tanto la protección que no disfrutaría el inversor sería la relativa a la evaluación de la conveniencia. Pero en contra de la claridad con la que se despachó la cuestión entonces, el actual texto refundido vigente dispone *«que la entidad haya informado al cliente o posible cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la conveniencia del instrumento financiero ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección de las normas de conducta establecidas en esta ley. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado»*⁴³⁴.

Puede observarse ya la trascendencia mayúscula que tiene el asunto pues ¿debemos entender entonces, a la luz de la vigente redacción, que cuando al cliente se le ofrezca el servicio de solo ejecución no se encuentra protegido por las disposiciones del TRLMV en cuanto a deberes de comportamiento de las entidades? Parece ser esta la conclusión habida cuenta de la expresión *«el cliente no goza de la protección de las normas de conducta establecidas en esta ley»*. En pocas palabras, cuando el cliente demande de la ESI el servicio de *execution-only*, y cumpliendo los requisitos para que no le sea de

⁴³² Artículo 2.1 d) MiFID I y MiFID II.

⁴³³ Artículo 79 bis 8 c) LMV-2007.

⁴³⁴ Artículo 216 c) TRLMV.

aplicación el test de conveniencia, no se encontrará protegido por la miríada de normas recogidas en el Título VII, artículos 202 a 232 TRLMV, entre los que se incluyen deberes tan importantes como el de información, y más aún, el de categorización de los inversores⁴³⁵.

Desde luego la relevancia de esta interpretación meramente literal nos parece de un contrasentido manifiesto con el espíritu proteccionista de la MiFID que, en sus dos versiones, recapitulemos, solo establece que en tales casos «*el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes*». Analizada en profundidad la expresión empleada por el regulador comunitario llegamos a dos conclusiones.

La primera, que cuando se menciona que el cliente no gozará de la *correspondiente* protección, se está haciendo referencia a la protección que le asistiría en caso de no estar en los márgenes del servicio de *execution-only*. Es decir, si la operación planteada por el cliente no cumpliera con algunos de los requisitos previstos en virtud de los cuales no es preciso realizarle el test de conveniencia, es evidente que la protección que le *correspondería* sería la derivada de la consecuente evaluación de conveniencia. Dicho de otro modo, si el cliente pone en conocimiento de la entidad su intención de que esta le preste el servicio de solo ejecución y no cumple con los requisitos de producto no complejo y servicio prestado a iniciativa del cliente, le *corresponde* que se le realice el test de conveniencia. Luego, cuando la MiFID I y II advierten que *el cliente no goza de la correspondiente protección*, consideramos que se está refiriendo a la correspondiente protección que le sería de aplicación en caso de no cumplir con los requisitos por los que se ve exento del test de conveniencia, y que es precisamente la evaluación de la conveniencia.

En esta misma línea, nuestra segunda conclusión tiene que ver también con la misma expresión, en cuya interpretación creemos que está el error del regulador nacional. Así, cuando la frase concluye que al cliente no le protegerán *las normas de conducta pertinentes*, nuevamente se está refiriendo, como hemos dicho, a las normas que derivan de la evaluación de la conveniencia y que, ya hemos visto, consisten en solicitar al cliente información sobre sus conocimientos y experiencia para advertirle, bien que el producto no es adecuado para él, bien que no ha sido posible hacer la evaluación por la falta de dicha información. La RAE aporta una interesante acepción al adjetivo pertinente, «*que viene a propósito*». Y es que nos parece lógico desde todo punto concluir que cuando el legislador comunitario incluyó tal enunciado lo hizo en referencia o a propósito de las normas de conducta *pertinentes* cuando dicha especialidad no se cumpliera. Normas referidas a evaluar la conveniencia. En definitiva, una interpretación que atiende a la finalidad de este precepto. Una finalidad que debe buscarse en la Directiva de la que

⁴³⁵ Deber este que queda vacío de contenido pues, lógicamente, si el cliente no se encuentra protegido por las normas de conducta, no tiene sentido encuadrarlo en una categoría concreta (minorista o profesional), teniendo en cuenta que la finalidad de esta delimitación es establecer en qué grado le será de aplicación la normativa protectora.

trae causa, lo que nos obliga a sostener la conclusión ya mencionada. Si se diera algún conflicto en la aplicación de esta norma, habrá de ser el TJUE, como máximo intérprete de la normativa europea y garante de la aplicación uniforme de la misma, quien deba dar la interpretación precisa.

Por tanto, y como ya avanzamos, creemos que ha existido en el legislador nacional una errónea interpretación de la normativa MiFID que traiciona su espíritu proteccionista. Aunque el servicio prestado no requiera de la evaluación de la conveniencia, no deja de ser un servicio de inversión que se presta a un inversor minorista a quien el TRLMV pretende dejar desamparado a su suerte, de tal forma que aunque la ESI constate que el producto financiero no complejo no le conviene no tiene obligación alguna de comunicárselo.

El profundo calado que hallamos en esta cuestión obliga también a analizar la transposición de este concreto aspecto en diversas jurisdicciones. Así, comenzando por aquellas más afines, vemos que el artículo 533.13.III del *Code monétaire et financier* francés, ha optado por trasladar la expresión en los mismos términos en que se redacta en la MiFID. De donde resulta que, «*le prestataire a préalablement et clairement informé le client, notamment le client potentiel, de ce qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service ou de l'instrument financier et qu'il ne bénéficie pas de la protection correspondante des règles de bonne conduite pertinentes. Cet avertissement peut être transmis sous une forme normalisée*»⁴³⁶ («El prestador de servicios ha informado previa y claramente al cliente, en particular al cliente potencial, de que no está obligado a evaluar la idoneidad del servicio o del instrumento financiero y de que no disfruta de la protección correspondiente de las normas de conducta pertinentes. Esta advertencia podrá transmitirse en formato normalizado»).

En Italia, por su parte, la transposición de este mandato comunitario se encuentra en el artículo 43 del *Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (Regolamento intermediari)*, aprobado por la *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB)* mediante la resolución 20307, de 15 de febrero de 2018. El tenor literal del artículo resalta que «*il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato*»⁴³⁷, («se haya informado claramente al cliente o posible cliente de que, al prestar dicho servicio, el intermediario no está obligado a evaluar la conveniencia y que, por lo tanto, el inversor no se beneficia de la

⁴³⁶ Artículo 533.13 III, *Code monétaire et financier*, disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20191115>.

⁴³⁷ Artículo 43, *Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari*, disponible en http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2018_20307.pdf/776d11cf-5df4-4079-8af3-a0f1335b7593

protección ofrecida por las disposiciones en cuestión. La advertencia podrá facilitarse utilizando un formato normalizado»).

En el Reino Unido, el artículo 10A.4.1.b) del *Conduct of Business Sourcebook* relativo a la condiciones por las cuales no es necesario evaluar la conveniencia, indica que *«the client has been clearly informed (whether in a standardised format or not) that, in the provision of the service or insurance distribution activity, the firm is not required to assess the appropriateness of the financial instrument or service or insurance-based investment product provided or offered and that therefore the client does not benefit from the protection of the rules on assessing appropriateness»*⁴³⁸ («se haya informado claramente al cliente –ya sea en un formato normalizado o no– de que, en la prestación del servicio o en la actividad de distribución de seguros, la empresa no está obligada a evaluar la conveniencia del instrumento financiero o del servicio o del producto de inversión basado en un seguro prestado u ofrecido y que, por lo tanto, el cliente no se beneficia de la protección de las normas sobre evaluación de la conveniencia»).

Finalmente, el artículo 58 de la *Bundesrecht konsolidiert: Gesamte Rechtsvorschrift für Wertpapieraufsichtsgesetz 2018*, es decir, la normativa de supervisión de valores alemana, recoge que *«der Kunde wurde eindeutig darüber informiert, dass der Rechtsträger bei der Erbringung dieser Dienstleistungen die Angemessenheit der Instrumente oder Dienstleistungen, die erbracht oder angeboten werden, nicht gemäß § 57 prüfen muss und der Kunde daher nicht in den Genuss des Schutzes dieser Wohlverhaltensregeln kommt; diese Warnung kann in standardisierter Form erfolgen»* («se haya informado claramente al cliente de que, al prestar estos servicios, la persona jurídica no está obligada a verificar la conveniencia de los instrumentos o servicios prestados u ofrecidos de conformidad con el artículo 57 y que, por lo tanto, el cliente no se beneficia de la protección de estas normas de conducta; esta advertencia puede darse de forma normalizada»)⁴³⁹.

Examinada la forma en que se ha transpuesto la cuestión objeto de la controversia en estos cuatro ordenamientos, la conclusión parece más evidente si cabe. Lamentablemente el legislador nacional ha cometido aquí un error de interpretación que, y esto es lo curioso, no había cometido en las versiones anteriores de la normativa pese a que el mandato se ha mantenido redactado en los mismos términos en la MiFID I y en la MiFID II.

No obstante, volviendo al inicio de esta reflexión, debemos cuestionarnos cómo se relaciona el contenido vigente del TRLMV (aunque esté erróneamente interpretado), con la obligación de actuación en el mejor interés del cliente. Para responder a este interrogante, debemos analizar la cuestión desde dos puntos de vista. El primero de ellos

⁴³⁸ Artículo 10.4.1, *Conduct of Business Sourcebook*, disponible en <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf>.

⁴³⁹ § 58, *Bundesrecht konsolidiert: Gesamte Rechtsvorschrift für Wertpapieraufsichtsgesetz 2018*, disponible en <https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20009943>.

teniendo en cuenta la letra y el espíritu de la MiFID I, es decir, en aquellos casos en los que el cliente no disfruta de la protección solo y exclusivamente de las normas relativas a la evaluación de la conveniencia. En el segundo de los escenarios nos volveremos a plantear el asunto, ahora sí, teniendo en cuenta el tenor literal del TRLMV, manifiestamente contrario al tenor de la Directiva y por ende, cuando el cliente no goza de la protección de las normas de conducta establecidas en dicha Ley.

Entrando ya en la primera de las posibilidades que hemos previsto, no debemos olvidar que el artículo 19.1 MiFID I (art. 24.1 MiFID II) recalca que *«los Estados miembros exigirán que, cuando preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de inversión actúe con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes»*. Por mucho que no sea necesaria la evaluación de la conveniencia, habida cuenta del cumplimiento de los requisitos reiterados, ello no significa que no se esté prestando un servicio de inversión que podrá ser la ejecución o recepción y transmisión de órdenes.

Es evidente que, en el curso de las actuaciones de una entidad financiera, esta dispone de más y mejor información que cualquier cliente, y más aún que cualquier inversor minorista medio. Le asisten no solo sus conocimientos y experiencia en el ejercicio de la labor intermediadora, sino también toda una infraestructura propia del oficio, capaz incluso de aventurar con cierta precisión los movimientos del mercado. Por lo que un inversor tiene la expectativa razonable a esperar que, cuando encomienda una operación a una ESI, esta velará adecuadamente por sus intereses, incluso cuando no tenga que hacerlo⁴⁴⁰. Más allá de que, en determinados casos y bajo circunstancias muy tasadas, la ESI no esté obligada a cumplir con ciertas obligaciones de conducta, no implica que pueda actuar en manifiesta dejadez de los intereses de su cliente, para con quien sigue teniendo deberes de diligencia.

Por tanto, y a pesar de que la MiFID no lo contemple directamente, aunque sí indirectamente, como hemos expuesto, si la entidad, al prestar el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes bajo las condiciones que la eximen de realizar el test de conveniencia, tuviera conocimiento de que la operación no es adecuada para el cliente, debe hacérselo saber. Lo contrario, es decir, abandonar al inversor dando como justificación que se le ha informado de que no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes, sería una actuación manifiestamente desleal, oportunista y, sobre todo, contraria al interés del cliente y a la buena fe negocial.

Es más, en el segundo de los teóricos escenarios propuestos, y que coincide con la realidad vigente en nuestro país, aunque no fueran de aplicación las normas de conducta previstas en el TRLMV, seguiría perviviendo el deber general de actuar de acuerdo a las exigencias de la buena fe. Con independencia de todas las obligaciones proteccionistas

⁴⁴⁰ En ese sentido, BUSCH, D., “Agency and Principal Dealing Under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) I & II, *European Review of Private Law*, núm. 2, 2017, p. 349.

que irradian de los diversos cuerpos legales citados, no debemos perder de vista que, por encima de cualquier imposición, sobre las ESI pesa el principio general de actuar según las exigencias de la buena fe⁴⁴¹. En este sentido, numerosas sentencias parten de las vulneraciones al principio de la buena fe como base argumentativa de los subsiguientes quebrantos de la normativa sectorial. Así, como ha tenido oportunidad de exponer el TS en numerosas ocasiones, la desproporción existente entre las ESI y sus clientes minoristas ha generado la necesidad de conformar una normativa específica cuyo último fundamento se sitúa en el principio de la buena fe comercial⁴⁴².

En síntesis, y como corolario de este argumentario, debemos concluir que, si en cualquiera de los dos escenarios posibles, la entidad tuviera conocimiento de que el instrumento financiero no complejo no es adecuado para el cliente porque, pese a su carácter de no complejo y que el servicio se presta a iniciativa del cliente, este no reúne los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos que implica, deberá advertirle de su criterio.

III. MODIFICACIONES INTRODUCIDAS POR MiFID II

1. Evaluación de idoneidad

1.1. La elasticidad de la información a obtener del cliente: la determinación de los objetivos de inversión y la situación financiera

Hemos debatido ampliamente acerca de la elasticidad de la información que podrá recabarse de los clientes, habida cuenta de la ausencia de cuestionarios normalizados o meramente orientativos. Carencia que deben suplir cada una de las ESI mediante la elaboración de sus propios cuestionarios, algunos de los cuales pueden adolecer de ciertos

⁴⁴¹ En este sentido, FERRANDO VILLALBA, L., “Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe (a propósito de la STS de 18 de abril de 2013)”, ... *ob. cit.*, pp. 104-105.

⁴⁴² Entre otras muchas, *vid.* STS 244/2013 de 18 abril, 563/2015 de 15 octubre, 510/2016 de 20 julio, y 63/2016 de 12 febrero. En concreto la STS 323/2015 de 30 junio dispone que «*como declaramos en la sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 840/2013, de 20 de enero de 2014, y hemos reiterado en sentencias posteriores, estos deberes de información responden a un principio general: todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate. Este principio general es una consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe, que se contiene en el art. 7 del Código Civil y en el Derecho de contratos de nuestro entorno económico y cultural, en concreto en el art. 1:201 de los Principios de Derecho Europeo de Contratos. Este genérico deber de negociar de buena fe conlleva el más concreto de valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, para precisar qué tipo de información ha de proporcionársele en relación con el producto de que se trata, y en su caso emitir un juicio de conveniencia o de idoneidad, y, hecho lo anterior, proporcionar al cliente información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran los concretos riesgos que comporta el instrumento financiero que se pretende contratar*». Ciertamente, en este caso en particular, lo que se enjuicia es la comercialización de productos financieros complejos en la que es obligatoria la evaluación de la idoneidad o conveniencia, pero ello no implica que dicho pronunciamiento no pueda ser invocado en idéntico sentido en nuestro caso, en el que parece querer dejarse desamparado al inversor minorista por el simple hecho de que este ha decidido llevar a cabo una operación de ejecución o recepción y transmisión de órdenes con una ESI, respecto de un producto no complejo.

déficits que tornen la información allí recogida en insuficiente, pudiendo llegar a poner en entredicho el valor de la evaluación subsiguiente. Adelantamos ya que no ha habido novedades en torno a esta cuestión, por lo que sigue recayendo sobre las ESI la obligación de producir sus cuestionarios sin unos modelos orientativos.

Sobre la información que deberá obtenerse de los clientes, la MiFID II ha dispuesto respecto de los datos sobre la situación financiera de estos, el deber de incluir referencias a su capacidad para soportar pérdidas. Al mismo tiempo, en la definición de los objetivos de inversión deberá incluirse referencias sobre la tolerancia al riesgo⁴⁴³. Ahora bien, teniendo en cuenta el carácter subjetivo que indudablemente tiene la autodeterminación por parte del propio cliente de su tolerancia al riesgo, así como la cantidad de elementos que pueden llegar a influenciarla, nos resulta llamativo que el legislador comunitario no verbalice de forma más completa la forma en la que esta debiera obtenerse. Ciertamente que la MiFID II es una Directiva de nivel 1, pero nada se dispone al respecto en el Reglamento Delegado 2017/565, donde se limita a reiterar que en la determinación de los objetivos de inversión del cliente deberá incluirse la tolerancia al riesgo de este [arts. 54.2 a) y 54.5 Reglamento Delegado 2017/565].

Ofrece mayores detalles la AEVM en sus nuevas *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*⁴⁴⁴, en las cuales se establece la necesidad de que las ESI evalúen la tolerancia al riesgo mediante ejemplos ilustrativos y comprensibles en los que se observen los niveles de pérdida/rentabilidad que pueden llegar a acontecer en función del riesgo asumido, debiendo evaluar la reacción del cliente ante tales hipótesis. En cuanto a las preguntas relativas a la tolerancia al riesgo, la AEVM aboga por la exposición de ejemplos prácticos de situaciones que puedan darse en la práctica, así como el uso de gráficos o escenarios positivos y negativos. La finalidad no es otra que valorar el grado de comprensión del cliente de nociones financieras tan básicas, como la relación entre el riesgo y la rentabilidad.

Sin duda, estas recomendaciones de la AEVM ayudarán a una determinación mucho más real de la tolerancia al riesgo de los clientes, pero seguimos sosteniendo que el establecimiento de un cuestionario que sirva de base, elaborado teniendo en cuenta los numerosos factores que pueden influir, sería la mejor solución. Precisamente a propósito de los sesgos conductuales, la CNMV ha publicado recientemente una guía sobre *Psicología económica para inversores*⁴⁴⁵ en la que entra a analizar, desde el punto de vista de la economía conductual, aquellos elementos que pueden incidir en el

⁴⁴³ Artículo 25.2 MiFID.

⁴⁴⁴ AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II* (ESMA35-43-1163 ES), 6 de noviembre de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_es.pdf.

⁴⁴⁵ CNMV, *Psicología económica para inversores*, disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Guias.aspx>; *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Toma_decisiones_inversion.pdf.

comportamiento de los inversores. El propósito de la guía es orientar a los inversores e intentar reducir los efectos que los sesgos cognitivos pueden llegar a tener en la toma de decisiones de inversión.

Sin desmerecer el carácter relevante de este documento, lo cierto es que, además de su función educadora de los inversores, debería dirigirse igualmente a las entidades de inversión a quienes se hace responsable de las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, y quienes deberían estar igualmente informadas respecto de estas cuestiones, como hemos reiterado.

En definitiva, la novedad introducida por MiFID II en este aspecto que, como hemos manifestado, se limita a añadir en la información a solicitar a los clientes, la capacidad de estos para soportar pérdidas, así como su tolerancia al riesgo, se completa con la referencia a la finalidad de tales indagaciones. Si en MiFID I la evaluación de la idoneidad se realizaba con la intención de que la empresa pudiera recomendar los servicios de inversión o instrumentos financieros más convenientes para el cliente, en MiFID II se añade a lo dicho que *«en particular, mejor se ajusten a su nivel de tolerancia al riesgo y su capacidad para soportar pérdidas»*. De manera que, cuando la entidad preste el servicio de asesoramiento o gestión de carteras, deberá tener en cuenta que sus recomendaciones, (i) respondan a los objetivos de inversión del cliente, incluyendo su tolerancia al riesgo; (ii) sean financieramente asumibles por el inversor, lo que también comprende los riesgos de inversión conexos y coherentes con los objetivos de inversión; y (iii) sean de tal naturaleza que el cliente disponga de la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos de la operación o la gestión de su cartera⁴⁴⁶.

Finalmente, si la recomendación versare sobre un paquete de servicios o sobre productos combinados, la evaluación de la idoneidad tendrá que hacerse considerando el paquete de forma global⁴⁴⁷.

1.2. La declaración de idoneidad

Otra importante novedad introducida por MiFID II (art. 25.6) en el procedimiento es la relativa a la entrega al cliente, antes de efectuar cualquier operación, de una declaración de idoneidad en la que se especifique, en soporte duradero, de qué forma el asesoramiento es acorde con las preferencias, objetivos y demás características del inversor minorista.

⁴⁴⁶ Artículo 54.2 RDL. 2017/565.

⁴⁴⁷ La CNMV aclara este concepto en su documento *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II*, indicando que deberá entenderse el paquete como si fuera un producto único que se encuentra integrado por varios componentes. De cara a la evaluación de la idoneidad o la conveniencia, deberán considerarse las características del producto en su conjunto en términos de rendimiento, riesgo, costes...etc. Se ofrece como ejemplo el caso de la contratación de un fondo no complejo de bajo riesgo junto con un depósito estructurado complejo, donde habría que tener en cuenta que este último instrumento añade complejidad y riesgo al producto, por lo que deberá evaluarse su idoneidad o conveniencia teniendo en cuenta todas sus características. CNMV, *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II*, 13 de julio de 2018, pp. 39 y ss., disponible en https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII130718.pdf.

Es de aplaudir que en nuestro país esta obligación ya se encontraba prevista, si bien con carácter posterior a la realización de la recomendación, desde agosto de 2012, fecha en la que entró en vigor el hoy derogado RDL 24/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito, cuya disposición final tercera preveía con notable claridad la modificación del apartado 6 del entonces artículo 79 bis LMV-2007, para incluir la obligación de las ESI de proporcionar al cliente una descripción acerca de la coherencia de la recomendación con las características y objetivos del inversor⁴⁴⁸.

En todo caso, tal y como describe el artículo 54.12 Reglamento Delegado 2017/565, el informe incluirá un resumen del asesoramiento proporcionado en el que se haga hincapié en los motivos por los cuales se ha considerado que la recomendación era idónea para el perfil del cliente, esto es, cómo se ajusta a los objetivos y circunstancias personales del cliente, al plazo de la inversión señalado, a sus conocimientos y experiencia, así como a su actitud frente al riesgo y a su capacidad para asumir pérdidas.

1.3. La cualificación del personal de las ESI

Nada se exigía en la MiFID I respecto de la formación o cualificación que debía tener el personal de las ESI que prestara asesoramiento o proporcionara información a los clientes sobre instrumentos financieros. Una necesidad que por lógica que pudiera parecer quedó recogida en el artículo 5.1 d) de la Directiva 2006/73/CE y fue también objeto de desarrollo en las *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* de la AEVM, como ya observamos anteriormente.

Sobre esta cuestión MiFID II abre precisamente su artículo 25, dedicado a las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, con una referencia al deber de las ESI de asegurarse y, además, demostrar a la CNMV si así lo solicitase, que las personas que prestan asesoramiento o suministran información a los clientes disponen de los conocimientos y competencias necesarios. Entraremos con profundidad en esta cuestión en el Capítulo IV, donde haremos referencia a la evaluación de los conocimientos y competencias del personal dedicado a informar y/o asesorar a los clientes⁴⁴⁹. En estos momentos, lo que nos interesa hacer notar es que actualmente la formación exigida es y será eminentemente financiera, lo que viene abalado por la AEVM⁴⁵⁰.

⁴⁴⁸ Vid. Disposición final tercera del Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. También, ALONSO CARBONERO, F., FRANCO HIDALGO, S., y GALLEGU TORTUERO, I., “MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones”, *ICADE: Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 89, 2013, p. 109 y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 312, 2019, p. 13, ed. electrónica.

⁴⁴⁹ Vid. pp. 207 y ss.

⁴⁵⁰ Vid. AEVM, *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II* (ESMA35-43-1163 ES), ... *ob. cit.*, p. 29.

En línea con nuestra postura⁴⁵¹, es preciso destacar que el Reglamento Delegado 2017/565 prevé una novedad similar a la referida. En concreto, el artículo 54 recoge que «al emprender la evaluación de idoneidad, la empresa informará a los clientes o posibles clientes, de forma clara y sencilla, de que el motivo de la misma es permitir a la empresa actuar en el mejor interés del cliente». Esta observación ha sido desarrollada posteriormente por la AEVM en su documento sobre *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II*⁴⁵², donde detalla que las labores informativas a las que se refiere el Reglamento deberán consistir en explicar al cliente de forma clara y sencilla el objetivo de la evaluación, que no es otro que facilitar a la entidad su actuación en el mejor interés del mismo. Se busca con ello que el cliente comprenda los motivos por los cuales se le solicita determinada información, así como la importancia de que esta sea exacta, completa, veraz y actualizada.

Con todo, a diferencia de lo que sostenemos en nuestra propuesta, la normativa referida no contempla un procedimiento posterior a la realización de la evaluación desde el que detectar posibles contradicciones o errores de interpretación. En cualquier caso, de *lege ferenda* sería conveniente valorar la posibilidad de nuestra propuesta por las razones arriba expuestas.

1.4. La fiabilidad de la información

Antes de la entrada en vigor de la MiFID II la actuación de las ESI, en el concreto ámbito de la fiabilidad de la información, se encontraba recogida en las *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* de la AEVM. Recordemos que dichas Directrices hacían referencia a la necesidad de que las entidades estuviesen atentas a cualquier inexactitud manifiesta en la información suministrada por el cliente. Ahora, sin embargo, el Reglamento Delegado 2017/565 ha completado estas orientaciones mediante el establecimiento de un listado abierto de medidas cuya finalidad sigue siendo garantizar que la información obtenida de los clientes sea lo más fiable posible.

⁴⁵¹ Recuérdese que ya hemos establecido que, sin perjuicio de la importancia que tiene que los empleados de las ESI estén debidamente formados en aquellas materias propias de su ámbito de trabajo, desde nuestra perspectiva se requiere, para aquellos cuya función sea suministrar y evaluar las respuestas ofrecidas por los clientes en los test de conveniencia e idoneidad, de una formación adicional en materias que consideramos esenciales y transversales para el correcto desarrollo de sus funciones. Hemos apuntado como principal una mínima orientación en cuanto a los sesgos conductuales que pueden afectar a sus clientes y que, por ende, podrían llegar a derivar en una incorrecta evaluación.

Al mismo tiempo, cuando hicimos referencia a la cualificación de los trabajadores también propusimos el establecimiento de un proceso de evaluación de idoneidad planteado desde una óptica de dos fases. Una sugerencia que, por otra parte, no debía ser entendida como una apuesta por un proceso necesariamente separado en dos actos, sino más bien, por la sustanciación de dos fases integradas en un mismo proceder, un *continuum* que facilite la labor de la entidad desde la perspectiva de los costes.

⁴⁵² *Ibidem*, pp. 6 y ss.

Entre tales medidas se incluyen el deber de cerciorarse que los clientes comprenden la relevancia de facilitar información exacta y actualizada; el deber de velar que las herramientas que se utilicen en el proceso evaluador hayan sido adecuadamente diseñadas y adaptadas para ser usadas con sus clientes; el deber de cuidar que las preguntas formuladas en el cuestionario puedan ser entendidas por los clientes, al tiempo que permitan obtener una imagen precisa de sus objetivos y necesidades; y, el deber de la ESI de adoptar las medidas necesarias para asegurar la coherencia de la información, por ejemplo, permaneciendo atenta a posibles inexactitudes evidentes.

1.5. La posibilidad de cambiar de inversión

Contiene el artículo 54.11 Reglamento Delegado 2017/565 otra disposición que podríamos considerar igualmente novedosa y que tiene que ver con los eventuales cambios de inversión que pueda hacer un cliente.

En efecto, en el seno de un servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras a través del cual se pretenda llevar a cabo un cambio de inversiones, bien mediante la venta de un instrumento y la compra de otro distinto, bien efectuando cambios en un instrumento existente, la ESI deberá obtener información sobre las inversiones existentes y las nuevas planificadas con el propósito de analizar los costes y beneficios de la operación. Se espera que con ello puedan demostrar, en la medida de lo posible, que las eventuales ventajas de la transacción son mayores que sus costes.

1.6. El seguimiento de la información

Debemos recordar que, en cuanto al seguimiento y actualización de la información obtenida de los clientes, ya hemos hecho referencia a la multiplicidad de factores que pueden influir, por ejemplo, en la determinación del umbral de riesgo que está dispuesto a asumir el cliente. Circunstancia que aconsejaba el establecimiento de unos plazos mínimos, hasta ahora no previstos, en los que proceder a actualizar la información.

En esta línea, el artículo 54.13 Reglamento Delegado 2017/565 prevé para aquellas ESI que ofrezcan una evaluación periódica de idoneidad, la obligación de proceder a reexaminarla al menos una vez al año. La finalidad, lógicamente, es la mejora del servicio mediante el ofrecimiento de recomendaciones debidamente actualizadas con el perfil del cliente. No obstante, podrá modularse al alza (pues el mínimo queda estipulado en una reevaluación una vez al año), la frecuencia con la que se realice la actualización en función tanto del perfil de riesgo del cliente, como del tipo de instrumentos financieros recomendados.

1.7. Negativa a la prestación del servicio

Debe recordarse aquí que cuando analizamos el contenido del artículo 35.5 Directiva 2006/73/CE⁴⁵³, hicimos mención al efecto perverso que podría derivarse del mismo, ya que al cliente le bastaría simplemente con acudir a otra entidad para ser nuevamente evaluado. De ahí que, para evitar la generalización de tales situaciones, propusimos adoptar la solución aportada en Reino Unido, donde se prevé la posibilidad de proponer al cliente un servicio u operación alternativa.

Por su parte, el Reglamento Delegado 2017/565, pese a mantener la negativa a la prestación del servicio, permite atemperar o suavizar dicha negativa, como cabe interpretar de su artículo 54.10. Este precepto dispone que *«al prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras, la empresa de servicios de inversión se abstendrá de hacer recomendaciones o decidir negociar si ninguno de los servicios o instrumentos es idóneo para el cliente»*. De esta redacción resultan, a nuestro juicio, dos interesantes conclusiones. La primera de estas conclusiones es que ya se prevé, con entidad propia, el supuesto hasta ahora no contemplado en relación a las consecuencias de una evaluación de idoneidad negativa⁴⁵⁴. La segunda conclusión es que, a semejanza del legislador británico, parece que se permite la prestación del servicio de asesoramiento o gestión de cartera respecto de aquellos instrumentos que sí fuesen idóneos⁴⁵⁵. Esta conclusión la alcanzamos de la literalidad del precepto glosado al estipular la abstención de efectuar recomendaciones por parte de las ESI cuando *ninguno* de los servicios o instrumentos resulte idóneo para el cliente. Afirmación de la que es posible inferir que una evaluación negativa sobre la idoneidad de uno o varios servicios o instrumentos, no impide *per se* proceder a recomendar otros que sí sean adecuados.

2. Evaluación de conveniencia

La evaluación de la conveniencia también ha sufrido relevantes modificaciones a resultas del nuevo texto MiFID II, si bien en menor medida que las anteriormente estudiadas. Así, a semejanza de lo establecido en la evaluación de idoneidad, cuando la operación prevista sea respecto de un paquete de servicios y productos combinados (art. 24.11 MiFID II), el análisis pertinente deberá examinar si el paquete es conveniente de forma global. Es decir,

⁴⁵³ Vid. Apartado II.2.4: Negativa a la prestación del servicio.

⁴⁵⁴ Tráigase a colación aquí lo que en su momento indicamos a este respecto. Y es que, como se recordará, subrayamos que a pesar de que nada se dijera en la Directiva 2006/73/CE sobre las consecuencias de una evaluación de idoneidad negativa, deberían extenderse los efectos previstos cuando la ESI no consiguiese la información requerida, es decir, debería abstenerse de realizar recomendaciones. Vid. *supra* apartado 2.2.4.

⁴⁵⁵ Obviamente la similitud que señalamos no puede sostenerse sin antes aclarar que, en puridad de conceptos, la solución prevista por el Reino Unido está estipulada para aquellos casos en los que no se permita a la ESI efectuar ninguna recomendación. Razón por la cual el cliente podía solicitar a la empresa que le prestase otro servicio. Sustentamos, por tanto, la similitud señalada sobre la base de que en ambas normas se busca una solución para una situación que prometía ser definitiva.

no se examinará la conveniencia de cada uno de los componentes que conforman el paquete, sino la totalidad este (art. 25.3 MiFID II).

Asimismo, y aunque ambos textos comunitarios mantienen la necesidad de crear un registro en el que se incluyan los documentos del acuerdo entre la ESI y el cliente, que contendrán los derechos y las obligaciones de ambos y todas las condiciones en las que se presta el servicio, el artículo 56.2 Reglamento Delegado 2017/565 impone a las ESI la necesidad de llevar registros de las evaluaciones de conveniencia realizadas, en los que se incluya (i) el resultado propiamente de la evaluación; (ii) las advertencias que se hayan hecho al cliente en aquellos casos en los que el resultado de la evaluación de conveniencia haya sido negativo y, a pesar de ello, el cliente hubiese solicitado efectuar la operación; o, (iii) las advertencias que se hayan dirigido al cliente en caso de que este no hubiese proporcionado información suficiente como para permitir realizar la evaluación de conveniencia pero desea llevar a cabo la operación. Exigencia esta que ya se encontraba prevista en nuestro país desde 2012 a resultas de la entrada en vigor del mencionado RDL 24/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito, donde se establecía que *«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»*.

Al contrario de lo establecido respecto de las evaluaciones de idoneidad, en las cuales se prevé la entrega al cliente, con carácter previo a la operación, de una declaración que especifique que el asesoramiento a prestar se ajusta a las preferencias y objetivos del cliente, nada se dice sobre una declaración de similares características ni en la MiFID II, ni en el Reglamento Delegado 2017/565, para los casos en los que el servicio implique la evaluación de la conveniencia. No obstante lo cual, debemos recordar que, con independencia de tal omisión, el legislador nacional previó esta cuestión en el mencionado RDL 24/2012, donde la modificación del artículo 79 bis 7 (actualmente, art. 214.3 TRLMV) recogió precisamente que cuando se prestaran servicios distintos del asesoramiento y la gestión de carteras, las entidades deberían entregar al cliente una copia de la evaluación de conveniencia realizada. Copia que debería ser firmada por el cliente en la que, además, figurase la fecha de entrega⁴⁵⁶. En el caso de que el servicio se prestase sobre un instrumento financiero complejo, preveía y mantiene nuestra normativa nacional (art. 79 bis 7 tercer párrafo LMV-2012 y art. 214.6 TRLMV) la necesidad de que el documento contractual incluya la firma del cliente y una expresión manuscrita suya en la que manifieste, bien que ha sido advertido acerca de la no conveniencia del producto, bien que no ha sido posible evaluarle⁴⁵⁷.

⁴⁵⁶ Esta última exigencia (fecha y firma), se incorporó gracias a la C.CNMV 3/2013.

⁴⁵⁷ Los términos en virtud de los cuales deberá hacerse la expresión manuscrita fueron desarrollados por la C.CNMV 3/2013, cuya norma cuarta prevé que el contenido de la expresión manuscrita debe decir: en caso de que no haya sido posible realizar la evaluación de conveniencia: *«Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí»*. En caso de que el resultado de la evaluación haya sido negativo: *«Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí»*.

En resumen, sobre las ESI recae la obligación de entregar a los clientes una copia de la evaluación de la conveniencia que hayan llevado a cabo, y que deberá estar fechada y firmada por el cliente. En el caso de que la operación prevista tenga como objetivo un instrumento financiero complejo, el documento deberá incluir también una expresión manuscrita por el propio cliente.

3. El servicio de *execution-only*

Teniendo en cuenta que la prestación de este servicio disminuye notablemente la protección de los inversores, la MiFID II ha reforzado las condiciones para su prestación. De esta forma, ahora se prohíbe que este servicio pueda ofrecerse conjuntamente con un determinado servicio auxiliar. Se trata de la concesión de créditos o préstamos al cliente con la finalidad de que estos puedan realizar operaciones en las que está involucrada la ESI otorgante. Y es que es evidente que ello aumenta la complejidad de la operación, lo cual redundará en mayores dificultades para que el cliente comprenda los riesgos que entraña⁴⁵⁸.

Por tanto si partimos del hecho de que no puede prestarse este servicio conjuntamente con el señalado servicio auxiliar, y tampoco puede prestarse respecto de un listado agrandado de instrumentos financieros complejos⁴⁵⁹, es posible comprobar que MiFID II ha reducido notablemente el ámbito material de este servicio, restringiendo las situaciones en las que podría dar lugar⁴⁶⁰.

Al mismo tiempo, respecto de la necesidad de llevanza de un registro de comunicaciones y conversaciones, la MiFID II especifica que cuando se negocia por cuenta propia o se preste el servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, dicho registro deberá incluir las grabaciones de las conversaciones telefónicas o las comunicaciones electrónicas (art. 16.7 MiFID II⁴⁶¹). Serán de especial relevancia, debiendo constar en el registro, las conversaciones y comunicaciones electrónicas cuya intención sea dar lugar a operaciones bien en el ámbito de una negociación por cuenta propia, bien respecto de la prestación de servicios relacionados con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes. Debe aclararse, no obstante, que no es

⁴⁵⁸ Artículo 25.4 y Considerando 80 MiFID II.

⁴⁵⁹ Recuérdese que ya hicimos hincapié en el endurecimiento de la categoría de los instrumentos complejos, concluyendo que se considerarán como tales (i) aquellos señalados en el artículo 25.4 a) MiFID II (art. 217.1 TRLMV) como específicamente excluidos de la categoría de instrumentos financieros no complejos (ergo, serán complejos); (ii) los recogidos en el artículo 217.3 TRLMV; (iii) aquellos que no cumplan con todas o alguna de las características del artículo 57 Reglamento Delegado 2017/565. *Vid.* Apartado 5.2: Instrumentos financieros complejos y no complejos.

⁴⁶⁰ ALONSO CARBONERO, F., FRANCO HIDALGO, S., y GALLEGU TORTUERO, I., “MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones”, ... *ob. cit.* pp. 110 y ss.

⁴⁶¹ Incorporado a nuestro ordenamiento por el artículo 36 RDL 14/2018. *Vid.* Artículos 194 TRLMV y 32 RD 1464/2018 y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor”, ... *ob. cit.*, p. 15, ed. electrónica

preciso que mediante estas conversaciones o comunicaciones se concluya con la realización de las operaciones, basta con que en ellas se tenga la intención de llevarlas a cabo.

Sea como fuere, la ESI deberá tomar las medidas necesarias para proceder a la grabación de las conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas, debiendo notificar de ello tanto a los clientes actuales como a los nuevos. Si bien tan solo es preciso que la notificación se realice una sola vez, antes de la prestación del servicio, no podrá procederse si antes no se ha avisado por adelantado al cliente.

Sin perjuicio de las dos posibilidades previstas (conversación telefónica o comunicaciones electrónica), los clientes podrán transmitir sus órdenes mediante otras vías, tales como correo postal o fax. Pero en cualquier caso deberá hacerse en un soporte duradero.

En cuanto a las conversaciones mantenidas cara a cara, la MiFID II prevé que se podrán registrar por escrito en actas o notas, considerándose equivalentes a las órdenes recibidas por teléfono.

Estos registros estarán a disposición del cliente en caso de que los solicite y habrán de conservarse durante un periodo de cinco años, ampliable a siete cuando la autoridad competente lo solicite.

IV. CONTROVERSIAS GENERADAS POR LA DEFECTUOSA APLICACIÓN DE LOS DEBERES DE EVALUACIÓN DE IDONEIDAD Y/O CONVENIENCIA: LA DOCTRINA DEL ERROR VICIO

Procede en este apartado exponer y valorar las consecuencias de la defectuosa aplicación de los deberes de evaluación de idoneidad y/o conveniencia, tras la entrada en vigor de la MiFID II. Ahora bien, como podrá comprobarse, la práctica totalidad de las sentencias que abordamos hacen referencia a las obligaciones vigentes en MiFID I, e incluso pre-MiFID en algunos casos, pues, como hemos reiterado en varias ocasiones la íntegra transposición de la MiFID II apenas ha tenido un recorrido significativo en nuestro país.

1. La Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de enero de 2014: la generalización de la doctrina del error vicio

Esta celeberrima Sentencia del TS de 20 de enero de 2014 sentó las bases de la doctrina del error capaz de viciar el consentimiento prestado, cuando existía un incumplimiento de las obligaciones evaluadoras y de información. Ya hemos analizado estas últimas, y a tal análisis nos remitimos, más debemos continuar con el estudio de las consecuencias contractuales derivadas del incumplimiento de las obligaciones evaluadoras.

No es preciso detenernos en demasía en la explicación de los hechos probados del caso, pues ya han quedado expuestos en los muchos comentarios que dicha STS ha generado, y que por ello nos excusa de su mención. Baste recordar tan solo que la controversia gira en torno a la prestación de un servicio de asesoramiento financiero sobre un *swap*, prestado a un cliente a quien no se clasificó ni como profesional, ni como minorista, y a quien tampoco se le realizó ni el test de idoneidad, o al menos el de conveniencia. Negligente conducta que, además, se llevó a cabo estando vigentes ya las normas de comportamiento de la MiFID I.

Antes de adentrarnos en los pormenores del caso en cuestión, conviene hacernos eco de los requisitos que, desde la doctrina y la jurisprudencia, debe revestir el error como vicio invalidante del contrato. Un acercamiento que plantearemos a vista de pájaro, toda vez que los vaivenes sufridos por esta doctrina en los últimos tiempos darían, por sí solos, para completar un grueso trabajo de investigación.

Así las cosas, y como es de sobra conocido, para que exista contrato deben concurrir sus elementos esenciales, esto es, consentimiento, objeto y causa⁴⁶². En esta misma y sobre el consentimiento, debe indicarse que este «*se manifiesta por el concurso de la oferta y de la aceptación sobre la cosa y la causa que han de constituir el contrato*» (art. 1262 CC)⁴⁶³. Sin embargo, es posible que existan irregularidades que pueden llegar a viciar el beneplácito prestado. De esta suerte, la voluntad contractual se habría formado de forma defectuosa por la existencia de un vicio del consentimiento. Circunstancia que implica, *ex artículo 1265 CC*, la nulidad del consentimiento prestado. Las causas que conducen a tal desenlace anulatorio se encuentran claramente delimitadas en el mencionado artículo y «*será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo*».

Dicha rotundidad resulta atemperada, no obstante, en los posteriores preceptos⁴⁶⁴. El artículo 1266 CC establece que «*para que el error invalide el consentimiento, deberá*

⁴⁶² Artículo 1261 CC. Sobre la concurrencia de los elementos del contrato, ALBALADEJO, M., *Instituciones de Derecho Civil. Parte general y Derecho de obligaciones*, Bosch, Barcelona, 1972, pp. 509 y ss., advierte que «*no significa que estas tres cosas sean elementos del contrato en el sentido que hemos dado a elemento, de pieza componente del negocio jurídico, en el caso actual, del contrato*». Así, los requisitos esenciales del contrato significarían que, en primer lugar, debe existir concordancia en las declaraciones de voluntad de las partes. Segundo, que el contrato debe recaer sobre un objeto que, sin embargo, no es parte del mismo contrato, sino una entidad sobre la que aquél versa. Cita como ejemplos el contrato de compraventa cuyo objeto que puede recaer sobre la cosa vendida y su precio, o sobre la prestación de entrega, o sobre las relaciones e intereses recíprocos de dos personas. Tercero, que las obligaciones que el contrato fije deban tener una causa.

⁴⁶³ En este sentido, DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Tomo I: Introducción teoría del contrato*, ... *ob. cit.*, pp. 172 y ss., distinguía dentro del consentimiento una serie de fenómenos que convivían, a veces confusamente en palabras del autor, como parte del mismo concepto. De un lado, la voluntad interna individual de cada contratante en obligarse mediante la prestación del consentimiento. De otro, la declaración del contratante como manifestación externa de su voluntad. Finalmente, la intención común de ambos manifestada a través de dos declaraciones coincidentes.

Para ALBALADEJO, M., *Instituciones de Derecho Civil. Parte general y Derecho de obligaciones*, ... *ob. cit.*, p. 510, lo que se pretendía expresar es la coincidencia de intereses de las partes desde diversos puntos de vista o intereses contrapuestos.

⁴⁶⁴ Tal y como recoge DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Tomo I: Introducción teoría del contrato*, ... *ob. cit.* pp. 185 y ss., de aplicar rigurosamente el contenido del artículo 1265 CC sería posible apreciar la existencia de vicios del consentimiento con independencia de la

*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 solo invalidará el contrato cuando la consideración a ella hubiere sido la causa principal del mismo»⁴⁶⁵. Conviene recordar que el error implica una equivocación, un desacierto, una errada representación mental del contrato⁴⁶⁶. Sin embargo, para que este error tenga la virtualidad de invalidar el contrato ha de recaer sobre el objeto principal del mismo o sobre las condiciones que motivaron su celebración. En caso de que el contrato fuese realizado *intuitu personae* también podrá hablarse de error cuando sea posible constatar el yerro en la identidad de la persona cuya consideración ha sido causa principal del contrato. En definitiva, ha de tratarse de un error esencial o sustancial del objeto del contrato, de tal entidad que, de no haberse padecido no habría tenido lugar el consentimiento ahora viciado⁴⁶⁷.*

Pero además, la doctrina y la jurisprudencia han venido configurando un requisito adicional que debe sumarse a la esencialidad del error. Se trata de su carácter excusable, esto es, inevitable pese a la diligencia normal de quien lo ha padecido. En otras palabras,

naturaleza o alcance del error, dolo o intimidación subyacentes. Aplicación categórica que se ha preferido matizar en función de la justicia o injusticia que supondría la perpetuación del vínculo contractual. «Por ello, más que una monolítica categoría dogmática de vicios del consentimiento contractual, que tenga que ser entendida desde un punto de vista lógico, existe lo que puede llamarse un *casuismo dogmatizado* o, si se prefiere, una tipificación legal de casos de justicia o injusticia de la vinculación contractual, atendiendo a los hechos ocurridos en el momento de su constitución, de manera que en algunos casos se permite que quien quedó injustamente vinculado por un contrato, pueda desligarse de él y obtener una decisión judicial en virtud de la cual las cosas se restituyan o devuelvan al estado que tenían cuando el contrato se celebró, siempre que ello sea posible».

⁴⁶⁵ Sobre la entidad del error se manifestó GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ quien, incluso antes de la promulgación del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil, señala que «*el error es el mayor defecto de las convenciones, porque no puede haber consentimiento, cuando las partes han errado sobre el objeto de la convención*». En este sentido, también apuntaba que el error de hecho, capaz de invalidar el consentimiento (según el art. 989 del Proyecto de Código de 185, el error de derecho no anulará el contrato), podía recaer sobre la causa del contrato, sobre la cosa, sobre la persona y sobre la naturaleza de la obligación. *Vid.* GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, B., *Estudios fundamentales sobre el Derecho Civil español. Tratado de las Obligaciones*, tomo IV, Lex Nova, Valladolid, 1869, pp. 32 y ss.

⁴⁶⁶ Entre otros, LASARTE, C., *Curso de Derecho Civil Patrimonial*, Tecnos, Madrid, 2015, p. 330-331; DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Tomo I: Introducción teoría del contrato*, ... *ob. cit.* p. 207; GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, B., *Estudios fundamentales sobre el Derecho Civil español. Tratado de las Obligaciones*, ... *ob. cit.* p. 32; ALBALADEJO, M., *Derecho Civil I. Introducción y parte general*, Bosch, Barcelona, 2002, p. 631; PAGADOR LÓPEZ, J., “Impugnación por vicios del consentimiento y condiciones generales de la contratación”, *Diario La Ley*, tomo 2, 1999; MORALES MORENO, A. M., *El error en los contratos*, Ceura, Madrid, 1988, pp. 67 y ss.; DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1997, pp. 107 y ss. *Vid.* también STS 21 de mayo y 30 de septiembre de 1963, 11 de marzo de 1964, 15 de junio de 1966, 27 de mayo de 1982, 29 de enero de 1986, 27 de marzo de 1989, 25 de febrero de 1995, 19 de febrero de 1996, 21 de mayo, 23 de octubre de 1997, y un largo etcétera.

⁴⁶⁷ Sobre el requisito de la esencialidad del error *vid.* entre otras, STS 30 de abril de 1896, 16 de febrero de 1935, 14 de junio de 1943, 9 de marzo de 1951, 26 de noviembre de 1956, 30 de septiembre de 1963, 8 de junio de 1968, 7 y 12 de abril de 1976, 15 de febrero de 1977, 18 de abril, 21 de junio y 29 de diciembre de 1978, 9 de abril de 1980, 12 de junio de 1982, 29 de abril de 1986, 14 y 18 de febrero de 1994, 23 de febrero de 1995, 19 de febrero de 1996, 21 de mayo, 23 de octubre de 1997, 6 de febrero de 1998, 30 de septiembre de 1999, 10 de febrero, 26 de julio y 20 de diciembre de 2000. Todas ellas citadas por ALBALADEJO, M., *Derecho Civil I. Introducción y parte general*, ... *ob. cit.* p. 632.

habrá que valorar el error como excusable cuando quien, habiendo observado una conducta razonable y diligente con la circunstancia, no ha podido evitarlo⁴⁶⁸.

En este sentido, resultan emblemáticas dos sentencias del TS de hondo calado y vigencia a pesar de acumular 110 y 77 años de antigüedad respectivamente. En la primera de ellas, la STS de 15 de enero de 1910, el supuesto de hecho recayó en la existencia de un error en el consentimiento prestado por quienes, resuelto el contrato de arrendamiento de minas, se vieron compelidos por el arrendador al pago de las cantidades adeudadas. Alegada su existencia por los arrendatarios, el TS procede a su desestimación habida cuenta de que el contrato de arrendamiento de la mina se había basado en un cálculo más o menos acertado del potencial productivo de ésta, *«pero sin hacer depender de este cálculo la validez y subsistencia del contrato»*. A lo que añade, con gran tino y mayor visión de futuro, que *«el error o la equivocación que pueda cometerse en los cálculos de un negocio no implica en ningún aspecto el error en el consentimiento a que se refiere fundamentalmente el artículo 1265 del Código y mucho menos cuando quienes contratan son personas peritas y conocedoras del respectivo negocio, y es este, por su naturaleza, verdaderamente aleatorio»*.

La segunda de las sentencias del TS, también de gran relevancia, es la de 14 de junio de 1943 en la que, a resultas de un error de hecho substancial en las condiciones de liquidación de un contrato de disolución de una sociedad, el Alto Tribunal expone que *«aun cuando el Código Civil patrio no establece expresamente el requisito de que el error sea excusable, hay que entender, con nutrida doctrina científica, que un error que se haya podido evitar con una regular diligencia no puede ser invocado por el que haya incurrido en él para anular la declaración»*.

A pesar de que en la primera de las sentencias mencionadas no se hace referencia clara al concepto de la excusabilidad, sí es posible comenzar a deducir su naturaleza que, finalmente acabaría fraguando, ya bajo tal denominación, en la segunda de las sentencias citadas. Un requisito que, desde entonces, ha sido acogido doctrinal y jurisprudencialmente en la valoración del error, debiendo acumularse a lo previsto en el artículo 1266 CC⁴⁶⁹.

⁴⁶⁸ ALBALADEJO, M., *Derecho Civil I. Introducción y parte general*, ... ob. cit., pp. 633 y ss.; DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., “Algunas reflexiones en torno a la excusabilidad y reconocibilidad del error en los contratos”, en *Estudios en homenaje a la profesora Teresa Puente*, vol. II, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, Valencia, 1996, pp. 541 y ss.

⁴⁶⁹ Destaca especialmente la STS de 11 de marzo de 1964 en la que se destierra la tesis de Derecho romano por la cual *error iuris* resultaba siempre inexcusable, resaltando que el error regulado en el artículo 1266 CC puede ser de hecho o de Derecho, debiendo añadirse el requisito de la excusabilidad respecto de ambas clases de error. Pronunciamiento reiterado en la STS de 18 de abril de 1978, donde de forma esquemática se detallan las condiciones bajo las cuales puede entenderse que ha habido un error en el consentimiento de tal entidad como para invalidar el contrato. Dichas condiciones indispensables previstas por el Alto Tribunal serían (i) que el error recaiga sobre la sustancia de la cosa que constituye su objeto o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubieren dado lugar a su celebración (art. 1261 CC y STS 27 de octubre de 1964); (ii) que derive de hechos desconocidos por el obligado voluntariamente a contratar (STS 1 de julio de 1915 y 26 de diciembre de 1944); (iii) que no sea imputable a quien lo padece (STS de 21 de octubre de 1932 y 16 de diciembre de 1957); y (iv) que exista un nexo causal entre

Sobre estos requisitos se pronuncia la citada STS de 20 de enero de 2014 al manifestar que *«hay error vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea»*. Pero lógicamente, para desvincular a quien ha sufrido este error del *pacta sunt servanda*, se requiere:

- i. *«Que la representación equivocada merezca esa consideración»*, es decir, quien ha errado deberá demostrar que su decisión se basó en las circunstancias erróneamente representadas.
- ii. *«El error ha de recaer -además de sobre la persona, en determinados casos- sobre la sustancia de la cosa»*. El error, por tanto, debe situarse sobre el objeto del contrato o sobre las condiciones de la cosa que principalmente fueron el motivo de la celebración del mismo.
- iii. El error deberá ser esencial, lo que supone que deberá afectar a las percepciones o representaciones que el contratante errado tuvo en consideración como causa principal de celebración del contrato. *«Si dichos motivos o móviles no pasaron, en la génesis del contrato, de meramente individuales, en el sentido de propios de uno solo de los contratantes, o, dicho con otras palabras, no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento»*.
- iv. *«El error ha de ser, además de relevante, excusable»*. En otras palabras, no podrá hablarse en términos de error cuando quien se dice afectado pudo, empleando la diligencia exigible en las circunstancias concretas, haber llegado a saber qué estaba contratando.

Habiendo apuntado los requisitos indicados por el TS en esta y otras tantas sentencias⁴⁷⁰, nuestra exposición debe continuar con la solución aportada en este caso que consideramos, además, merecedora de una valoración por nuestra parte por las razones que más adelante aportaremos.

Así, volviendo al caso que originó el pronunciamiento del TS en enero de 2014, y respecto de la omisión de la evaluación de la idoneidad que debió haberse realizado dado el perfil del cliente, es decir, un inversor minorista, y las características del servicio prestado, esto

el mismo y la finalidad que se pretendía en el negocio jurídico concertado (STS de 14 de junio de 1943 y 21 de mayo de 1963). En fin, la naturaleza excusable se ha perpetuado desde entonces como requisito añadido. Lo que confirman numerosas sentencias posteriores. Entre ellas las STS de 8 de junio de 1968, 7 de abril de 1976, 15 de febrero de 1977, 21 de junio y 29 de diciembre de 1978, 9 de abril de 1980, 7 de julio y 9 de octubre de 1981, 4 de enero, 27 de mayo y 12 de junio de 1982, 4 de diciembre de 1985, 7 de noviembre de 1986, 30 de septiembre y 7 de noviembre de 1987, 4 de diciembre de 1990, 30 de mayo de 1991, 14 y 18 de febrero, 29 de marzo y 7 de mayo de 1994, 1 de julio de 1995, 25 de enero y 28 de septiembre de 1996, 21 de mayo y 23 de octubre de 1997, 6 de febrero de 1998, 30 de septiembre de 1999, 10 de febrero, 26 de julio y 20 diciembre de 2000.

⁴⁷⁰ Vid. con carácter previo a la STS de 20 de enero de 2014, entre otras, STS 683/2012, de 21 de noviembre y la STS 626/2013, de 29 de octubre. Posteriormente, vid. STS 491/2015 de 15 septiembre (ECLI:ES:TS:2015:3868) y STS 537/2018 de 28 septiembre (ECLI:ES:TS:2018:3355).

es, asesoramiento financiero, el TS señala que *«En un caso como el presente, en que el servicio prestado fue de asesoramiento financiero, el deber que pesaba sobre la entidad financiera no se limitaba a cerciorarse de que el cliente minorista 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»*. Y continúa, *«en caso de incumplimiento de este deber, lo relevante para juzgar sobre el error vicio no es tanto la evaluación sobre la conveniencia de la operación, en atención a los intereses del cliente minorista que contrata el swap, como si al hacerlo tenía un conocimiento suficiente de este producto complejo y de los concretos riesgos asociados al mismo. La omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo»*.

En resumen, a pesar de que en el caso en particular al cliente debía haberse hecho el test de idoneidad para comprobar que las futuras recomendaciones eran acorde a sus intereses, no es la omisión de este lo que deriva en el error vicio, sino el hecho de que la entidad no pudo probar por ninguna vía que el cliente no tenía el conocimiento suficiente ni del producto complejo, ni de los riesgos de este. Aunque haya casos en los que el cliente pueda tener de antemano los conocimientos necesarios y no sufra error al contratar, el TS advierte que la omisión del test lleva a suponer que el cliente efectivamente carece de tal conocimiento sobre el producto y sus riesgos y, en consecuencia, debe presumirse la existencia del error vicio. La conclusión es tajante, la falta de realización del test no implica necesariamente la existencia del error vicio, pero sí lo presume.

Es precisamente esta presunción directa, que además se ha utilizado como criterio determinante de múltiples sentencias posteriores, la que consideramos relevante y, desde luego, de notable trascendencia. Por ello y para valorar correctamente su alcance, consideramos preciso volver sobre los requisitos antes apuntados que debe revestir el error para considerar que vicia el consentimiento. En concreto, los requisitos de la esencialidad y la excusabilidad.

Sobre el primero de ellos, la esencialidad, parece haber en esta STS de 20 de enero de 2014 un cambio de parecer o más bien una puntualización respecto de lo precisado en su momento en la STS de 21 de noviembre de 2012, donde se rechazaba el error vicio sobre la base que este *«exige que la representación equivocada se muestre razonablemente segura, de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre un futuro más o menos próximo con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia»*. Recuérdese que los hechos de la Sentencia de 2014 que comentamos giraban en torno a la comercialización de un contrato de *swap* que, tal y como detalla el TS en el resumen

de antecedentes, *«se trataba de un swap de inflación, especulativo, en la medida en que no estaba afectado a operaciones previas o coetáneas entre las partes»*. El swap de la discordia, en fin, no estaba asociado a ningún préstamo hipotecario u otro instrumento financiero adquirido en el mismo momento o previamente. Se trataba simplemente de un producto contratado sin más afán que el especulativo. Pues bien, conforme al parecer expresado por el TS en 2012, y de haberse mantenido en este caso, el fallo habría sido de similares características desestimatorias pues no puede sostenerse la esencialidad del error cuando *«por virtud de dichos contratos las partes debían ejecutar unas prestaciones inicialmente determinables, pero cuya determinación quedó sujeta a factores básicamente aleatorios, dada la inestabilidad del índice de referencia utilizado (...). Tampoco se argumenta en la sentencia recurrida sobre la influencia que pudiera haber tenido, en la correcta generación de una operación impulsada por la común voluntad de que el aleas cumpliera un papel determinante de los resultados económicos, el desconocimiento de una futura mutación de las condiciones existentes al contratar, siendo que lo normal es que la incertidumbre excluya la posibilidad de una presuposición razonablemente segura, sustituida por la lógica asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida contrapuesto a la esperanza de ganancia»*. En suma, basándonos en los argumentos expuestos por el TS en 2012 en un caso de similares características al que ahora examinamos, no podría mantenerse la esencialidad del error pues la incertidumbre, el alea, propio de un swap se opone al argumento de que el cliente se representó o percibió como ciertas y como causa principal del contrato unas circunstancias que no resultaron ser tales. Pues ¿qué tuvo en consideración el cliente?, ¿solamente las perspectivas de rentabilidad y sobre ellas tomó la decisión de invertir sin tener en cuenta las posibilidades de pérdida de las que ahora pretende desembarazarse alegando un consentimiento viciado?

Y a pesar de lo expuesto, como decimos, el TS procede a aclarar en su STS de 20 de enero de 2014 relativa, insistimos, a unos hechos muy similares, y tras lo que parecía un comienzo argumentativo lógico y coherente con lo sostenido hasta ahora que *«el error vicio exige que la representación equivocada se muestre razonablemente cierta, de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre el futuro con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia. Aunque conviene apostillar que la representación ha de abarcar tanto al carácter aleatorio del negocio como a la entidad de los riesgos asumidos, de tal forma que si el conocimiento de ambas cuestiones era correcto, la representación equivocada de cuál sería el resultado no tendría la consideración de error»*. Es así que se incluye en la ecuación al riesgo. De manera que, si el cliente desconocía tanto el carácter aleatorio del negocio como los riesgos, la representación de cuál sería el resultado, tendría la entidad de error vicio esencial. Y sobre la base de este giro argumental del TS nos preguntamos ¿cumple el cliente con ambos requisitos? ¿desconocía el cliente por igual la aleatoriedad e incertidumbre del swap, así como sus riesgos? Ciertamente resulta difícil saberlo, ya que de los hechos de la sentencia solo consta que el subdirector de la oficina, valiéndose de la confianza que tenía con el

cliente, le ofreció el producto, mediando entre las partes únicamente, por toda información precontractual, dos *emails* en los que no se informa de los riesgos, sino que se explica el producto como si de un seguro financiero frente a la inflación se tratara. Pero incluso de aceptar que efectivamente el cliente desconocía ambos extremos del instrumento financiero por la ausencia de los test de idoneidad o conveniencia (y por la falta de información), nos volvemos a preguntar, ahora desde la perspectiva de la relación de causalidad y sabiendo que la finalidad del producto era meramente especulativa, ¿habría cambiado la situación de haber sido evaluado convenientemente? Es poco probable que, tras la actividad evaluadora, el cliente decidiese no llevar a cabo la operación cuya finalidad era maximizar una rentabilidad. A través de los cuestionarios no se proporciona información al cliente, al contrario, se le pide a este que la ofrezca. Un test de idoneidad o conveniencia no va a equilibrar la asimetría informativa de las partes, como mucho determinará si el cliente tiene los conocimientos como para comprender la naturaleza y riesgos de la operación y qué clase de productos se le podrán recomendar, pero no perdamos de vista nunca que, al fin y a la postre, estas evaluaciones no impiden la contratación. Quizás hubiese sido más coherente con los pronunciamientos anteriores y con el carácter esencial que reviste el instituto del error vicio, considerar que, a pesar de no haberse realizado los cuestionarios preceptivos, al cliente se le ofreció un producto meramente especulativo, sin ninguna vinculación con otros instrumentos financieros, y cuya finalidad última era lógicamente la maximización de la rentabilidad. No puede desconocer, ni el más ignorante de los clientes, si se nos autoriza la informalidad, que *nadie da duros a cuatro pesetas*. Luego, por mucho que en este caso el producto se haya presentado como un seguro frente a la inflación, el cliente debía conocer como mínimo que existía una aleatoriedad, un factor imprevisible que podía influir en la rentabilidad del producto que adquirió, no olvidemos, para especular y, por tanto, el error no sería esencial, a nuestro juicio.

Sobre el segundo de los requisitos, la excusabilidad, de igual forma nos cuestionamos, ¿debe admitirse sin más tal error como excusable? Tal y como el propio TS resalta en la misma sentencia de 2014 varios párrafos antes *«la jurisprudencia valora la conducta del ignorante o equivocado, de tal forma que niega protección a quien, con el empleo de la diligencia que era exigible en las circunstancias concurrentes, habría conocido lo que al contratar ignoraba y, en la situación de conflicto, protege a la otra parte contratante, confiada en la apariencia que genera toda declaración negocial seriamente emitida»*. Razón por la que, si el instrumento objeto de la operación se encontraba perfectamente explicado en el contrato y era fácil de comprender⁴⁷¹ por el sujeto afectado, no vemos razón para tratar el error como excusable, ya que fue la conducta poco diligente del cliente, que no leyó lo que firmaba, y no la *declaración negocial seriamente emitida* la

⁴⁷¹ Lo que parece que sucede en este caso, pues en diversos fragmentos de la STS se recoge que *«Se trataba de un swap de inflación, especulativo, en la medida en que no estaba afectado a operaciones previas o coetáneas entre las partes. El importe del capital nominal de referencia (nocial) fue de 400.000 euros. El tipo fijo marcado era del 3,85%. Se fijaron cinco periodos de cálculo anuales y que la relación contractual se extinguiera el día 30 de abril de 2013»*. Y además se advierte que *«se explica el producto como si se tratara de un seguro financiero frente a la inflación»*.

que condujo a que el consentimiento se prestara por error. Es preciso recapitular y recordar que un producto financiero es complejo porque tiene escasas posibilidades de venta, reembolso o cualquier tipo de liquidación a precios disponibles públicamente que sean, además, precios de mercado o precios ofrecidos o validados por sistemas de evaluación independientes del emisor. Luego, un producto financiero no es complejo porque sea difícil de entender.

Es así que debemos situarnos en desacuerdo con la presunción automática del error postulada por el TS pues tan solo se valora la ausencia del test (y de información), y no se tiene en cuenta para determinar el error vicio, ni la tipología del producto, que podrá ser perfectamente entendible por el cliente, ni al propio cliente incluso, cuya falta de diligencia puede tornar en inexcusable su actitud. Obviamente los intereses de los inversores minoristas deben ser protegidos, pero una cosa es defender a quien se encuentra en inferioridad, y otra muy distinta es intentar neutralizar para ellos el alea consustancial a una operación de inversión. Y es que, así planteada la cuestión, nada impide al cliente «prevaler la falta de información o de evaluación de riesgo para librarse de unas obligaciones que había comprendido perfectamente»⁴⁷². Reiteramos que evidentemente debe articularse un ámbito proteccionista para los inversores minoristas en el que conviva una normativa reforzada con una correcta aplicación de sus consecuencias. Presumir sin más que la ausencia del test implica la existencia de error vicio es equivalente a querer convalidar las malas decisiones de inversión de quienes, en un momento dado, pudieron entender correctamente las vicisitudes del entorno en el que se adentraban con independencia de que se les evaluara o no⁴⁷³.

Pero, a mayor abundamiento, no podemos dejar de mencionar, como tan acertadamente lo han hecho otros autores, que la presunción judicial aquí formada, respecto de la cual la ausencia de la evaluación del cliente presupone su falta de conocimiento sobre el producto y los riesgos, no puede dar lugar a la calificación jurídica dimanante, es decir, a presumir el error. Las presunciones realizadas en sede judicial para dar por probados ciertos hechos, no pueden irradiar y conformar la calificación jurídica. En este caso el error debe probarse, no puede llegarse a concluir su presencia a partir de presunciones⁴⁷⁴.

⁴⁷² VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 287.

⁴⁷³ AGÜERO ORTIZ, A., “El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción solo al alcance de algunos”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 8, 2013, pp. 501 y ss.

⁴⁷⁴ En este sentido, BUSTO LAGO, “Comentario a la STS de 29 de octubre de 2013. Contrato de permuta financiera de tipos de interés (swap): ausencia de error invalidante. Improcedencia de la aplicación de la regla «*rebus sic stantibus*»”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 95, 2014, pp. 434 y 446, nos recuerda que, a tenor de lo dispuesto en el artículo 386.1 LEC, «*a partir de un hecho admitido o probado, el tribunal podrá presumir la certeza, a los efectos del proceso, de otro hecho, si entre el admitido o demostrado y el presunto existe un enlace preciso y directo según las reglas del criterio humano*». Sin embargo, esta presunción no debe dar lugar, y es aquí donde yerra el TS, a considerar el error vicio esencial y excusable cuando la entidad no pueda acreditar haber cumplido con los deberes evaluadores e informativos pues, en palabras del autor, «*parece entonces, que la presunción judicial no se limita a la acreditación de hechos, sino que se extiende a la calificación jurídica de estos y aquí es donde topamos*

Podemos llegar a plantearnos el porqué de este paternalismo reforzado cuando hasta ahora, y en los procedimientos judiciales previos no se había establecido, ni planteado *tan a la ligera* una presunción de esta envergadura. Las razones pueden ser diversas. Una de estas razones, aunque poco plausible, puede estar en que en el año 2013 que fue especialmente convulso en cuanto a procesos judiciales relacionados con malas *praxis* financieras, pudo llevar al TS a adoptar una actitud ejemplarizante para los subsiguientes casos similares. De ahí que, tal y como en efecto sucedió, la presunción del error se extendió y empleó en numerosas ocasiones posteriores en las que simplemente se reiteró la doctrina. Decimos que es poco plausible, pues nos resulta difícil creer, quizás en exceso de ingenuidad, que un Tribunal como el Supremo recurra a fines aleccionadores antes que *justos* en sus pronunciamientos.

Otra razón puede estribar en que el TS se encontraba limitado por el planteamiento de las partes. Como es sabido, en vía de casación el Tribunal solo puede referirse a los argumentos planteados por el recurrente que, en el caso concreto que originó la STS de 20 de enero de 2014, se ceñían a que no hubo asesoramiento financiero por lo que la ausencia de evaluación no podía tener como resultado la anulación del consentimiento prestado. La cuestión de los conocimientos del cliente no se menciona y por ello, lógicamente, no se entra a valorar. Pero desde aquí también coincidimos con quienes señalan que esta cuestión debió hacerse constar, es decir, el TS debería haber puesto de manifiesto esta limitación⁴⁷⁵. Consideramos demasiado escueta, si fue esa la intención, la referencia que hace la Sentencia cuando expresa que *«la omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento»*, pues nada se dice respecto que, precisamente por la posibilidad que existe de manejar previamente ciertos conocimientos, es necesario entrar a valorarlos. Es más, se podría incluso haber admitido lo anterior y, sin embargo, adicionar que en el caso en concreto objeto de casación tal valoración de conocimientos previos no era necesaria pues se desprende de los hechos probados que el cliente no poseía experiencia inversora previa. Nos hemos tomado la libertad, huelga decir que desde el más absoluto respeto y humildad, y con fines meramente esclarecedores de nuestra

con la incorrección técnica en la que incurre la Sala de lo Civil del TS». También VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 287, señala que *«ninguna norma ampara en este supuesto la creación de una presunción judicial de error vicio o invalidante fundada exclusivamente en el incumplimiento formal de los referidos deberes – el error ha de probarse y no cabe presumirlo- y menos que la técnica y la forma de marketing y de comercialización de un producto o servicio de esta naturaleza permita tener por acreditado un nuevo tipo de error invalidante: el error colectivo del cliente minorista, que no requiere prueba ni individualización»*.

⁴⁷⁵ ÁLVAREZ LATA, N., “Comentario a la Sentencia de 20 de enero de 2014”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 95, 2014, p. 10; y VALPUESTA GASTAMINZA, E., “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, ... *ob. cit.*, p. 288.

exposición, redactar nuevamente este pronunciamiento en concreto, añadiendo (destacado en negrita) aquello que consideramos debió figurar desde el principio. Así, «*la omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, razón por la que será preciso valorar el grado y alcance de los conocimientos del cliente, si bien no es este el caso en tanto que sobre ello nada cuestiona el recurrente, lleva a presumir para este concreto caso en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso a la luz de los hechos concretos la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo*».

Una última razón que puede subyacer a tal presunción mantenida por el TS, podría estar en la necesidad de invertir la carga de la prueba, aunque no aparece expuesta en tales términos. Tal y como recoge, entre otras, la Sentencia de la Audiencia Provincial (SAP) de Baleares⁴⁷⁶ «*en relación con la carga de la prueba del correcto asesoramiento e información en el mercado de productos financieros y sobre todo en el caso de productos de inversión complejos, ha de citarse, en primer lugar, la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de noviembre de 2005 , en la que se afirma que la diligencia en el asesoramiento no es la genérica de un buen padre de familia, sino la específica del ordenado empresario y representante leal en defensa de los intereses de sus clientes, y, en segundo lugar, la carga probatoria acerca de tal extremo debe pesar sobre el profesional financiero, lo cual por otra parte es lógico por cuanto desde la perspectiva de los clientes se trataría de un hecho negativo como es la ausencia de dicha información*». En efecto, para que el consentimiento sea plenamente válido y eficaz requiere, por su propia naturaleza, que las partes tengan conciencia y conocimiento claro y exacto de aquello que aceptan. Para conseguir esa igualdad esencial, y por tanto romper la asimetría informativa, impone una serie de deberes a la entidad entre los que figuran en lugar preeminente informar al cliente y evaluarle. La ruptura con dichos deberes implica que no deberá ser el cliente quien tenga que acreditar el error, sino que sobre la entidad pesará el *onus probandi*, debiendo justificar que el cliente poseía tales conocimientos, o bien que la evaluación no era necesaria pues ya conocía a su cliente previamente. Y por lógico que pueda parecer, no se menciona esta posibilidad en la STS de 20 de enero, sino que creemos que pudo haberse tenido en cuenta pues el resultado es similar (si la entidad no puede probar los conocimientos del cliente, subsiste el error). En cualquier caso, nos parece evidente ahora y mucho más acertada la solución de invertir la carga de la prueba, mediante la cual puede evidenciarse lo que el Supremo prefirió presumir.

⁴⁷⁶ SAP Islas Baleares 82/2012 de 16 febrero (ECLI:ES:APIB:2012:466). *Vid.* también SAP Pontevedra 324/2012 de 25 abril (ECLI:ES:APPO:2012:1155); SAP Zamora 268/2011 de 22 septiembre (ECLI:ES:APZA:2011:408); SAP Valencia 168/2006 de 26 abril; GÁLVEZ PASCUAL, J., “La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o swap”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 9, 2013, pp. 20 y ss., ed. electrónica; y TORRAS COLL, J. M., “Posibilidades de dispensa jurisdiccional —tutela penal—. Comercialización de las participaciones preferentes”, *Diario La Ley*, núm. 8132, 2013, p. 4, ed. electrónica.

Visto en retrospectiva nos parece que la presunción del error produce unos efectos jurídicos exorbitantes, amén de generalizar un instituto que debería seguir manteniéndose como excepcional. Así que, al cliente le bastaría con alegar que no se le informó y que no se le evaluó para que se presuma el error en el consentimiento que, no siempre estará viciado. Todo cuanto aquí hemos dicho, insistimos, no implica por nuestra parte que desconozcamos la ingente cantidad de casos en los que efectivamente la entidad obró con franca mala fe y rayana la deshonestidad más absoluta, pero existen otras situaciones en las que sencillamente el inversor no quiso ver lo que luego pretende ocultar como error⁴⁷⁷. Es por ello que no estamos de acuerdo con esta doctrina presuntiva que puede aplicarse tanto a quien, efectivamente, padeció un error de tal envergadura, como a quien no lo sufrió y puede beneficiarse de las consecuencias, corrigiendo en el camino sus malas decisiones inversoras. No negamos que tanto la falta de información, como la dejadez en la evaluación de los clientes puede dar lugar a una falta de conocimiento del producto o de sus riesgos, y que ello implica también un incumplimiento de los deberes de la entidad, pero no podemos concluir que por ello deba presumirse el error. Y es que, pueden existir otros contextos en los que, sencillamente, el error se desvirtúa, como son:

- i. El inversor tenía un conocimiento previo del producto, su naturaleza y riesgos, por lo que la evaluación de idoneidad (conocer los objetivos de inversión, la situación financiera, conocimientos y experiencia del cliente), así como la evaluación de conveniencia (experiencia y conocimientos) resultan innecesarios en la formación de la voluntad, ya que el cliente posee la información⁴⁷⁸ que se supone debe suministrarle la entidad.
- ii. Respecto de ese mismo cliente con conocimientos previos y en el ámbito de un servicio distinto del asesoramiento o gestión de carteras, es posible también que no exista relación directa entre el incumplimiento de la obligación de evaluación y la celebración del contrato. De haberse evaluado al cliente el resultado habría sido apto y el contrato se habría celebrado. Pero es que, aunque no se le evaluara, el cliente ya tenía los conocimientos necesarios como para ponderar por sí mismo el riesgo de la operación.
- iii. La entidad ya posee información de los clientes de los que conocía suficientemente su perfil inversor, como para considerar la adecuación del producto recomendado sin evaluación de la idoneidad.

2. La flexibilización interpretativa de la presunción del error por falta de evaluación de idoneidad y/o conveniencia

Es preciso recordar que la doctrina del error vicio, pese a surgir a raíz de un contrato de *swap* se ha extendido, como se sabe, a otros instrumentos financieros, de tal suerte que, con independencia del objeto del contrato (*swaps*, preferentes...), se ha venido

⁴⁷⁷ En este sentido, AGÜERO ORTIZ, A., “El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción solo al alcance de algunos”, ... *ob. cit.*, pp. 501 y ss.

⁴⁷⁸ En este caso, empleamos el término *información* para hacer referencia a toda aquella que verse sobre las características y riesgos de la operación que deba suministrar la ESI.

presumiendo la existencia de error ante la ausencia de evaluación. Afortunadamente y a pesar de su aplicación reiterada a un sinnúmero de casos, el TS ha flexibilizado la presunción criticada. De hecho, una de las primeras ocasiones en la se procedió a modular el pronunciamiento de la Sentencia del TS de 20 de enero de 2014, fue precisamente en ese mismo año, en concreto con la STS de 17 de febrero de 2014⁴⁷⁹. En esta se apuntaba que *«sin embargo, lo que no cabe es considerar que el error vicio constituye una consecuencia ineluctable de la inexistencia o deficiencia de la información, puesto que puede haber padecido error quien hubiera sido informado - otra cosa es que sea excusable - y, por el contrario, que no lo haya sufrido quien no lo fue»*.

En la posterior STS del Pleno de 8 septiembre 2014⁴⁸⁰ se niega la existencia de error en la adquisición de participaciones del banco islandés *Landsbank* a una clienta con una importante cartera de valores, amplia experiencia, y que había sido clasificada como de riesgo avanzado. Clasificación que no impugnó cuando le fue comunicada por el banco. En concreto, se solicitaba la declaración de nulidad por error en el consentimiento al encontrarse este viciado por existir una divergencia entre aquello para lo que prestó el consentimiento y lo que realmente se quería. Según los recurrentes se desconocían los riesgos que asumían con la adquisición de dicho producto y no fueron informados de ellos. Más, el TS concluye que *«el elevado importe de la inversión realizada por la Sra. Joaquina (439.901,60 euros a título personal y 1.603.378,80 euros por cuenta de la sociedad Industrias Artísticas Madrileñas, S.A. que administraba), su condición de experta inversora en productos financieros de riesgo, y la circunstancia de haber realizado la contratación con la asistencia un asesor financiero propio, nos impiden admitir que la Sra. Joaquina hubiera formulado las órdenes de compra de las acciones preferentes sin conocer las características del producto y sus riesgos. En su caso, el riesgo que a la postre se actualizó de insolvencia de la entidad emisora, que determinó la pérdida del capital invertido, no podía ser ignorado, y si lo fue, este error no resulta excusable, en atención a sus conocimientos y experiencia»*.

En la misma línea, la STS 23 de abril de 2015⁴⁸¹ vuelve a negar la existencia de error invalidante del consentimiento respecto de la adquisición por el hijo de la demandante, a todos los efectos el mandatario de la misma, de 20 bonos de *Lehman Brothers* por valor de 1.000.000€, de los cuales 300.000€ procedían de los ahorros de la demandante, y los restantes 700.000€ fueron obtenidos mediante un préstamo. En este caso, fue el mandatario quien asumió la dirección de la operación, participando activamente en la fase precontractual y, en resumen, solicitando que se le preparara un producto de similares características a otro ofertado por otra entidad. Teniendo en cuenta la entidad de la intervención del mandatario, no puede sostenerse que, pese a haberse indicado por la demandante en el test de idoneidad que solicita servicio de asesoramiento, hubo tal. Pues en la contratación del producto la actividad de asesoramiento de la entidad resultó irrelevante ya que lo que se buscaba era un producto que imitara las características de

⁴⁷⁹ STS 41/2014 de 17 febrero (ECLI:ES:TS:2014:1353).

⁴⁸⁰ STS 458/2014 de 8 septiembre (ECLI:ES:TS:2014:3813).

⁴⁸¹ STS 207/2015 de 23 abril (ECLI:ES:TS:2015:1732).

otro, tal y como solicitó el mandatario de la afectada. Por otra parte, en cuanto a los conocimientos y experiencia del cliente, que deben valorarse para determinar si se comprenden los riesgos inherentes al producto, el TS consideró que, habiendo actuado la demandante representada por su hijo, resulta razonable que sean los conocimientos de este, y no los de aquella que apenas intervino, los que sean tomados en consideración para decidir si existió vicio de la voluntad por error. Sobre la base de estos fundamentos, el TS concluye que *«cuando quien se dispone a contratar otorga mandato representativo a un tercero para que realice en su nombre la negociación contractual y configure la prestación a contratar, el enjuiciamiento del error ha de realizarse respecto de dicho mandatario. Si este ha cumplido mal su cometido y no ha sabido explicar a su mandante la naturaleza y características del contrato, y en concreto del objeto de este, es cuestión que afecta al cumplimiento del mandato y a la responsabilidad del mandatario por haber cumplido mal sus obligaciones frente al mandante»*. En consecuencia, *«el hecho de que el Sr. Gustavo, hijo y representante de la demandante en las gestiones que fructificaron en la contratación del producto, fuera empresario no puede significar, por sí solo, que tuviera conocimientos específicos en el ámbito de inversión correspondiente a ese tipo de productos o servicios, dada la complejidad y especificidad de este sector de la contratación. Pero los datos obrantes en el test de idoneidad a que Altae sometió al Sr. Gustavo, y el propio contenido del correo electrónico que este envió al empleado de Altae, y a que se ha hecho referencia a lo largo de esta resolución, son claramente significativos de que las consideraciones de la Audiencia Provincial sobre la cualificación del Sr. Gustavo en el campo de las inversiones financieras no son infundadas ni arbitrarias, ni contrarias a la regulación del mercado de valores, puesto que, como declara la sentencia, el hecho de que un cliente tenga la calificación legal de minorista por sus circunstancias objetivas no es obstáculo a que, a la hora de evaluar la adecuación del producto ofrecido y la suficiencia de la información suministrada, tengan relevancia los conocimientos y la experiencia que tenga el cliente en cuestión»*.

Por su parte, la STS del Pleno de 30 de junio de 2015⁴⁸² hace una importantísima aportación y reconoce que, aunque queda acreditada la falta de información y la no realización de los cuestionarios pertinentes, los clientes conocían perfectamente el producto contratado y sus riesgos. En este caso en particular, se solicitaba que se declarase la nulidad o anulabilidad del clausulado de las escrituras de préstamo multidivisa con hipoteca, suscrito por un matrimonio, sobre el base de que la entidad financiera incumplió con sus obligaciones de informar a los clientes, de manera comprensible, sobre la naturaleza y riesgos del instrumento financiero derivado y complejo que estaban contratando. Sin embargo, y he aquí un pronunciamiento que consideramos mucho más acertado que el revelado en la STS de 20 enero 2014, *«la omisión en el cumplimiento de los deberes de información que la normativa general y sectorial impone a la entidad bancaria permite presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y los riesgos asociados, que vicia el consentimiento, pero tal presunción puede ser desvirtuada por la prueba de que el cliente tiene los conocimientos*

⁴⁸² STS 3002/2015 de 30 junio (ECLI: ES:TS:2015:3002).

adecuados para entender la naturaleza del producto que contrata y los riesgos que lleva asociados, en cuyo caso ya no concurre la asimetría informativa relevante que justifica la obligación de información que se impone a la entidad bancaria o de inversión y que justifica el carácter excusable del error del cliente». Es por ello que, a la vista de los hechos concretos del caso, «concurrían elementos que permiten otorgar a los demandantes el perfil de clientes expertos. Son profesionales de elevada cualificación (ejecutiva, la esposa, y abogado y empresario, el marido), y el cónyuge que, por sí mismo y como representante de su esposa, llevó a cabo la contratación del producto, es especialista en Derecho bancario y en concreto en hipotecas multidivisa, que es justamente el producto cuya contratación se pretende anular por error vicio. Sus primeras actuaciones tras contratar el préstamo multidivisa muestran que efectivamente conocía las características y los riesgos del producto: en los primeros meses solicitó en dos ocasiones el cambio de divisa (de yenes a francos suizos y viceversa, aunque el segundo cambio no se ejecutó al no abonarse la comisión de cambio de divisas)». Y nuevamente añade el TS de forma muy acertada «ciertamente, ser cliente minorista implica una presunción de falta de conocimiento de los instrumentos financieros complejos y, consecuentemente, la existencia de una asimetría informativa que justifica la existencia de rigurosos deberes de información por parte de las empresas de inversión. Pero no significa, como pretenden los recurrentes, que el cliente sea necesariamente un "ignorante financiero", pues puede ocurrir que clientes que no reúnan los rigurosos requisitos que la normativa MiFID exige para ser considerado como cliente profesional tengan, por su profesión o experiencia, conocimientos profundos de estos instrumentos financieros complejos que les permitan conocer la naturaleza del producto que contratan y los riesgos asociados a él, incluso en el caso de no recibir la información a que la normativa MiFID obliga a estas empresas».

Circunstancia similar se desvela de los hechos probados de la STS de 28 septiembre de 2018⁴⁸³, donde se solicitaba la nulidad por error vicio del consentimiento respecto de cuatro operaciones de adquisición de participaciones preferentes en el marco de un contrato de depósito y administración de valores. En esta ocasión, pese a quedar probado que efectivamente la entidad bancaria había incumplido con sus deberes informativos, se desestima el recurso de casación sobre la base de la sobrada experiencia del cliente afectado, a la sazón jubilado pero antiguo trabajador bancario. Constaba además que el ahora demandante, cuando rellenó el cuestionario de conveniencia, había declarado tener una profesión relacionada con los mercados financieros, así como que «conocía los mercados de valores, los instrumentos financieros y los riesgos derivados de invertir en los mismos». Por todo ello, concluye el TS que «aunque no hubiera habido prueba suficiente de que el banco había proporcionado información sobre la naturaleza del producto y sus riesgos, el cliente lo conocía, razón por la cual el consentimiento que prestó en las cuatro adquisiciones de participaciones preferentes no estaba viciado de error invalidante».

⁴⁸³ STS 537/2018 de 28 septiembre (ECLI:ES:TS:2018:3355).

Finalmente destacamos la STS de 20 de noviembre de 2018⁴⁸⁴, en la que nuevamente se desatendieron por parte de la entidad las obligaciones de evaluación de la idoneidad o la conveniencia. Más en este caso, vuelven a rechazarse las alegaciones expuestas y en las que se alude a la STS de 20 enero de 2014 porque *«los empleados de la entidad demandada conocían el perfil de la parte demandante porque eran clientes antiguos, de más de 30 años, con los que se charlaba habitualmente, en sus visitas a la sucursal, de las diversas inversiones posibles, que rechazaban las rentabilidades de las imposiciones a plazo fijo y buscaban operaciones de alta rentabilidad, a los que se ofertaron diferentes posibilidades inversoras, entre las que los demandantes seleccionaron la que finalmente contrataron. Por tanto, PBP no infringió el deber que le imponía la normativa pre MiFID de informarse sobre el perfil de sus clientes cara a facilitarles la información adecuada para que pudieran comprenderla»*.

En definitiva, puede comprobarse que, sin perjuicio del cariz ciertamente favorecedor de muchas sentencias, la aplicación directa de la presunción del error ante la falta de evaluación de idoneidad o conveniencia, ha venido flexibilizándose desde enero de 2014. La amplia casuística y multiplicidad de escenarios así lo aconsejaban, relegando la presunción del error a la excepcionalidad que nunca debió abandonar.

V. NOTAS CONCLUSIVAS

En este capítulo hemos puesto de manifiesto la trascendencia que revisten las evaluaciones de idoneidad y conveniencia. Resulta indudable que para los intermediarios financieros el conocimiento de sus clientes es trascendental tanto desde una perspectiva *ex ante*, pues permitirá la configuración de productos o servicios orientados a determinados segmentos de clientes, como desde un enfoque *ex post* en que se emplea esta información obtenida para ofrecer aquellos productos y servicios más adecuados al perfil⁴⁸⁵.

Sin embargo y a pesar de las novedades introducidas por MiFID I y, posteriormente por MiFID II en el ámbito de protección de los clientes a través de las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, seguimos notando ciertas deficiencias que hemos puesto de manifiesto en estas páginas.

Así, hemos comprobado cómo, a pesar de la relevancia que advertimos, no se ha procedido a articular un cuestionario estándar de evaluación, un modelo que sirva de guía a las ESI en la configuración de sus propios cuestionarios. Aunque la evaluación de la idoneidad y conveniencia figuren como requisito necesario y común en ambas Directivas MiFID antes de la prestación de servicios de inversión, nada se menciona acerca de la

⁴⁸⁴ STS 651/2018 de 20 noviembre (ECLI:ES:TS:2018:3826).

⁴⁸⁵ MARINELLI, N., y MAZZOLI, C., *An insight into the suitability practice: the standard questionnaire dilemma*, 10 de enero de 2011, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1853230.

concreta, correcta y, sobre todo, eficiente forma de realizarla. Todo lo más, tanto el supervisor nacional, como el comunitario, se limitan a exponer una serie de directrices orientativas a través de diversos documentos sin alcance normativo. Es así que, a día de hoy, existen tantos cuestionarios como ESI, todos ellos orientados al mismo objetivo, el conocimiento del cliente, pero desde enfoques dispares.

A falta de un cuestionario estándar, las diversas formas en las que puede plantearse la evaluación de la idoneidad y la conveniencia dependerán de numerosos factores que quedan al arbitrio de las ESI. Así, dependerá del modelo de negocio que tenga la propia entidad, ya que la información que solicite, sin desviarse de los estándares mínimos previstos y señalados en este trabajo, puede variar en función de si la entidad se orienta hacia un modelo de banca comercial, o si ella misma desarrolla y comercializa instrumentos de inversión. Asimismo, podrá depender de la diversificación de la oferta de productos de las ESI, o de las características de sus clientes predominantes. Puede depender también de la interpretación, más o menos rigurosa, que cada ESI haga de sus deberes. Sin olvidar que un porcentaje relevante de responsabilidad recae en los empleados de la entidad que facilitan dichos cuestionarios, respecto de los cuales se espera un nivel de cualificación suficiente como para asumir labores de asesoramiento técnico. Precisamente, respecto de la cualificación del personal de las ESI propusimos la necesaria dotación de una formación adicional de estos que, sin necesidad de plantearse en términos sumamente exhaustivos, les permita lidiar en mejores condiciones con los eventuales sesgos conductuales que pueden manifestarse en sus clientes a la hora de afrontar los cuestionarios.

De esta forma, podría llegar a suceder que el perfil determinado por una entidad no se corresponda con el señalado por otra, llegando a existir un inversor con un perfil arriesgado en una, y, en cambio, figurar como conservador en otra, con los peligrosos efectos que ello puede derivar para el capital destinado a la inversión.

Ciertamente, hemos visto también que el artículo 56.2 Reglamento Delegado 2017/565 obliga a las ESI a mantener registros en los que consten las evaluaciones realizadas, donde conste el resultado de las mismas, así como las advertencias que se hayan hecho al cliente. Pero, tal y como se aprecia del tenor literal del mencionado artículo, no existe obligación de compartir o poner a disposición de las restantes ESI los resultados de sus evaluaciones. Consideramos que se desaprovecha así la oportunidad de, siquiera someramente, paliar las consecuencias de la ausencia de cuestionarios modelos pues, aunque estos no estuviesen disponibles sería posible para las entidades consultar si su cliente ha sido evaluado con anterioridad. No tanto para eludir por esta vía la necesidad de una nueva evaluación de idoneidad o conveniencia como podría pensarse a primera vista, sino más bien para comprobar si este cliente ha sido evaluado negativamente con anterioridad.

Del mismo modo, la ausencia de cuestionarios estandarizados también dificulta la determinación de la información necesaria que, en el seno de la evaluación de idoneidad, deberán obtener las entidades sobre los conocimientos y experiencia del cliente, su

situación financiera, su capacidad para soportar pérdidas, sus objetivos de inversión, y su tolerancia al riesgo. Y es que, a pesar de que la propia MiFID II indica que «*los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar los conocimientos y competencias*» (art. 25.1), lo cierto es que esta cuestión requiere de mayores precisiones mediante el establecimiento de unas referencias mínimas en forma de cuestionario prototípico.

Nuevamente la falta de un test que sirva de guía fiable para las ESI puede implicar, indirectamente, una desprotección de los inversores minoristas ya que, en la generalidad de los casos, las preguntas que se hacen al cliente se plantean desde un punto de vista puramente objetivo. En otras palabras, no se tienen en cuenta en la elaboración de los cuestionarios los numerosos sesgos conductuales que pueden afectar las respuestas del inversor y, consecuente e inconscientemente, viciar dichas respuestas, resultando una evaluación incompleta, insuficiente o, sencillamente, incorrecta. Por tanto, ateniéndonos a la realidad vigente, resultaría conveniente, cuando no necesario, orientar a las ESI en estas cuestiones.

En otro orden de cosas, hemos considerado relevante el establecimiento de un proceso de evaluación en dos fases, si bien no es necesario, por una mera razón de costes económicos y temporales, que dichas fases se aborden en dos actos separados. Sin llegar a establecer propiamente una fragmentación como la señalada, lo cierto es que el Reglamento Delegado 2017/565 ya incluye para las ESI el deber de asegurarse que sus clientes comprenden la importancia de facilitar información exacta y actualizada, lo que podría asimilarse a nuestra propuesta de una primera fase, en la que se haga énfasis en las razones por las que se procede a evaluar al cliente. No obstante, en las novedades introducidas no queda determinada la necesidad de proceder, en un momento inmediatamente posterior, a valorar inicialmente las respuestas ofrecidas, con independencia, lógicamente, de que la valoración del cuestionario y la determinación del perfil del cliente no pueda completarse en ese preciso instante, sino que requiera de un mayor análisis de las contestaciones dadas.

En cuanto al servicio de *execution-only* hemos dejado constancia de la reducción de su ámbito material mediante la restricción de las circunstancias en las que podría tener lugar. Asimismo, ha quedado patente la inadecuada interpretación del regulador nacional de las consecuencias para el inversor minorista de operar al amparo de este servicio, ya que a tenor de lo dispuesto en el artículo 216 c) TRLMV el cliente no gozará de la protección de las normas de conducta previstas en dicha Ley. Apreciación que, tal y como hemos expuesto, rompe con el espíritu tuitivo de los intereses de los inversores minoristas y se opone a la obligación de actuar de acuerdo a los principios de la buena fe.

Finalmente, en lo relativo a las consecuencias del incumplimiento de los deberes evaluadores hemos adoptado una postura especialmente crítica con la generalización, quizás en términos demasiado artificiosos, de la doctrina del error vicio.

Con estos mimbres, y como corolario de este capítulo, entendemos que depositar en manos de las ESI la elaboración de los cuestionarios, combinado con un débil enfoque de las realidades del comportamiento humano y una errónea interpretación de la exención de la evaluación de conveniencia cuando se ofrece el servicio de *execution-only* en determinadas circunstancias, puede socavar el objetivo proteccionista del paquete normativo MiFID. Objetivo muchas veces entendido desde un enfoque excesivamente paternalista si tenemos en cuenta la forzada doctrina del error vicio aplicada cuando no se atiendan correctamente las obligaciones de evaluación y que, afortunadamente, ha venido siendo flexibilizada por el propio TS en Sentencias posteriores a enero de 2014.

CAPÍTULO IV. EL SERVICIO DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

I. OBSERVACIONES INTRODUCTORIAS

Sin lugar a dudas, la decisión de invertir los ahorros es una decisión de mayúscula importancia, que se incrementa potencialmente en el sector de los inversores minoristas, por lo general, poco acostumbrados a manejarse en estas lides y esperanzados en la rentabilidad que puedan obtener. De ahí que elegir en qué producto depositar la confianza y los ahorros no es actividad sencilla, por lo que la actividad de asesoramiento adquiere notable relevancia en este ámbito.

A la luz del régimen regulatorio previsto en la LMV-1988 y en la DSI, el asesoramiento era considerado como un servicio auxiliar. Clasificación que cambia con el paquete regulatorio propuesto por MiFID I, donde pasa a ser un servicio de inversión propiamente, si bien es cierto que continúa siendo un servicio de menor entidad adjunto a la ejecución de órdenes o a la gestión de carteras, y no sujeto al requerimiento de obtención de licencia o autorización⁴⁸⁶. Tras la incorporación de la MiFID I a nuestro ordenamiento, la actividad de asesoramiento quedó definida como «*la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, ya sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros*»⁴⁸⁷. A pesar de su naturaleza, todavía con cariz accesorio, se procedió a su reforzamiento, fortaleciendo las normas de conducta de quienes habrían de prestar el servicio. Y es que el continuo aumento del número de inversores intervinientes en los mercados financieros así lo aconsejaba. Máxime cuando la amalgama de productos y servicios sobre los que se podía prestar asesoramiento había ido aumentando y se había revestido también de una mayor complejidad, lo que supuso el incremento de futuros inversores que recurrían a estas recomendaciones más o menos personalizadas para orientar sus pretensiones hacia los objetivos correctos.

Entre las obligaciones de la ESI se estableció la realización de la evaluación de la idoneidad del producto a la que ya nos referimos anteriormente en este trabajo. Y con el objetivo de diluir posibles dudas acerca de conflictos de interés en la propia entidad, se

⁴⁸⁶ En este sentido, FUENTES NAHARRO, M., “MIFID II: hacia un reforzamiento de la protección del inversor”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño. Reformas pendientes y andantes*, (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 950 y ss. La diferencia entre los servicios de inversión y los servicios auxiliares adquiere importancia por una razón delimitadora. Tal y como indica el artículo 138 TRLMV, el ámbito objetivo de las ESI recae en la prestación de servicios de inversión. Estos últimos de una naturaleza y con una importancia tal que, por sí mismos, constituyen un listado de servicios que pueden prestarse al cliente de forma independiente. Sin embargo, en los servicios auxiliares prevalece un carácter accesorio o complementario, que implica que siempre deban estar relacionados con los servicios de inversión, no pudiendo autorizarse ESI que solo oferten dichos servicios en exclusiva. *Vid.* BARRACHINA, E., *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión Jurídica, Madrid, 2011, pp. 291 y ss.

⁴⁸⁷ *Vid.* Artículo 4.1.4 MiFID I.

entregaría al cliente un documento que reflejara que la recomendación realizada y las características y objetivos del inversor se encontraban en el mismo plano.

A pesar de tan loables pretensiones, lo cierto es que la crisis reveló que el asesoramiento no se estaba prestando en los términos previstos, ni bajo las directrices de comportamiento esperadas tras la transposición de la MiFID I y la aprobación del TRLMV-2015. De hecho, el servicio de asesoramiento ha resultado ser el ejemplo ilustrativo de la actuación y mala *praxis* de las ESI que dio lugar a una ingente litigiosidad. Ya en el año 2009 la CNMV manifestaba en un comunicado la discrepancia existente entre la actividad de asesoramiento declarada y la reconocida por las entidades. Donde además se recogía la ambigüedad existente en torno al propio asesoramiento y la comercialización de productos financieros⁴⁸⁸.

El deficiente asesoramiento prestado por las ESI sin la previa realización del test de idoneidad, pretendía quedar justificado entonces como un mero servicio auxiliar, tal y como recogía el artículo 141 e) TRLMV-2015. En concreto, dicho precepto especificaba que serían considerados servicios auxiliares las recomendaciones generales relativas a operaciones sobre instrumentos financieros. Ello incluía cualquier información destinada al cliente en la que se le recomendara o propusiera, explícita o tácitamente, una estrategia de inversión sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre emisores, incluyendo también información sobre el valor o el precio de los mismos. A lo que debía añadirse que tal recomendación no tuviera en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente. De esta forma, la prestación de este servicio auxiliar basado en recomendaciones generales eximía del necesario test de idoneidad que, en caso de tratarse de un servicio de asesoramiento en materia de inversiones, era de obligada realización. Pero es que, además, en la argumentación justificativa de tal actuación también se hacía referencia, con suma frecuencia, a que la ausencia de los test se debía a que se estaba ante supuestos en los que la contratación había sido a iniciativa del cliente, no mediando, por tanto, contrato de asesoramiento.

La cuestión del asesoramiento también quedó recogida en la mencionada Directiva 2006/73/CE, cuyo artículo 52 desarrollaba el concepto de *recomendación personalizada* introducido por MiFID I. Conforme a tal precepto, «*se entenderá por recomendación personal una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de agente de un inversor o posible inversor.*

Esa recomendación deberá presentarse como conveniente para esa persona o deberá basarse en una consideración de sus circunstancias personales, y deberá constituir una recomendación para realizar algunas de las siguientes acciones:

- a) *comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico;*

⁴⁸⁸ Puede consultarse el comunicado en CNMV, *Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores*, 7 de mayo de 2009, disponible en https://asuapedefin.files.wordpress.com/2010/05/090507_cnmv_avisos.pdf.

b) *ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero.*

Una recomendación no se considerará recomendación personalizada si se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o al público».

Así las cosas, de la lectura conjunta de ambos preceptos [art. 141.e] TRLMV-2015 y art. 52 Directiva 2006/73/CE], es posible concluir que por parte de las ESI hubo una manifiestamente errada interpretación de lo que podía considerarse asesoramiento en materia de inversión. Y ello porque, aunque se niegue, las recomendaciones pretendidamente generalistas que se realizaron resultaron probadamente personalizadas. En efecto, subyacía un interés en la contratación de ciertos productos, lo que enfocaba los consejos en un sentido u otro según las características y objetivos del cliente. En este sentido, las sugerencias se orientaron hacia aquellos productos por los que la ESI recibiría incentivos de terceros, de modo que el interés en la celebración del contrato superaba la mera *«elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros»* [art. 141 e) TRLMV-2015], y se instituía como auténtica prestación de un servicio de asesoramiento financiero.

Otro argumento utilizado para justificar el deficiente asesoramiento al cliente fue el de la ausencia de contrato, pero este argumento tampoco fue aceptado en tanto que para que exista relación de asesoramiento no es necesaria la existencia de un contrato *ad hoc*, sino que es suficiente con que la entidad ofrezca el producto a sus clientes, recomendándoles su adquisición⁴⁸⁹.

Desde luego, la existencia o no de asesoramiento, y consecuentemente las obligaciones dimanantes de ella, no es baladí. Cuestión sobre la que el TJUE se ha manifestado en su

⁴⁸⁹ Postura reiterada en numerosas STS, entre ellas, la STS 489/2015 de 16 septiembre de 2015, que señala que *«no se cumple este requisito cuando tal información se ha omitido en la oferta o asesoramiento al cliente en relación a tal servicio o producto, y en este caso hubo asesoramiento, en tanto que la cliente adquirió el producto porque le fue ofrecido por el empleado de Bankinter. Para que exista asesoramiento no es requisito imprescindible la existencia de un contrato "ad hoc" para la prestación de tal asesoramiento, como parece entender la sentencia de la Audiencia Provincial, remunerado, como pretende la apelante, ni que esta inversión cayera dentro de un contrato de gestión de carteras suscrito por la demandante y Bankinter. Basta con que la iniciativa parta de la empresa de inversión, que sea esta la que ofrezca el producto a su cliente recomendándole su adquisición»*. En parecidos términos se pronuncia también la STS 677/2016, de 16 de noviembre declarando que *«la condición de comisionista en el mercado de valores, cuando promueve la suscripción de productos de inversión mediante su ofrecimiento a sus clientes efectivos o potenciales (salvo que se divulgue exclusivamente a través de canales de distribución o vaya destinada al público), no excluye la existencia de una relación de asesoramiento, que no exige como requisito para su existencia la suscripción de un contrato específico ad hoc, ni puede ser eludida por el banco mediante la inclusión de cláusulas exoneratorias predispuestas en los contratos que celebre con los clientes, por cuanto que las obligaciones para con sus clientes, en especial los minoristas, derivadas de esa relación de asesoramiento tienen carácter imperativo. Para que estemos ante una relación de asesoramiento, en la que la empresa de inversión debe cumplir los rigurosos deberes de información al cliente minorista impuestos por la normativa sobre el mercado de valores, basta con que la iniciativa de contratar parta de la empresa de inversión, que sea esta la que ofrezca el producto a su cliente recomendándole su adquisición»*.

Sentencia de 30 de mayo de 2013, a propósito de la consulta planteada por el Juzgado de Primera Instancia número 12 de Madrid. En esta ocasión se trataba de establecer si el ofrecimiento de un *swap* a un cliente como cobertura del riesgo de variación de otro producto financiero podía considerarse servicio de asesoramiento. Fue meridianamente claro el TJUE en su pronunciamiento al manifestar que *«la cuestión de si un servicio de inversión es un asesoramiento en materia de inversión no depende de la naturaleza del instrumento financiero en que consiste sino de la forma en que este último es ofrecido al cliente o posible cliente»*. Añadiendo más adelante que *«el hecho de ofrecer un contrato de permuta financiera a un cliente con objeto de cubrir el riesgo de variación del tipo de interés de un producto financiero que ha suscrito dicho cliente es un servicio de asesoramiento en materia de inversión, tal como se define en dicho precepto (se refiere al art. 4.1.4 MiFID I donde se define el servicio de asesoramiento), siempre que la recomendación relativa a la suscripción de ese contrato de permuta se dirija a dicho cliente en su calidad de inversor, que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales, y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público»*⁴⁹⁰.

En otro orden de cosas, un estudio del asesoramiento como el planteado aquí debe hacer referencia también a las políticas de conflictos de intereses. No en vano, la creciente variedad y complejidad de productos financieros que se han ido desarrollando en un relativamente corto espacio de tiempo, han abierto el abanico de posibilidades a los pequeños inversores. Ciertamente que entre medias, y por parte de los asesores se han venido perpetuando agresivas políticas comercializadoras que han dado lugar a la colocación masiva de productos sin más preocupación que la comisión subyacente, relegando a un segundo plano los intereses de los clientes. Razón por la que la actividad de asesoramiento se encuentra inexorablemente ligada a las previsiones en materia de conflictos de intereses⁴⁹¹.

Ni en la MiFID I, ni en su versión reformada de 2014, existe una definición clara de lo que se considera conflicto de intereses. Tan solo se menciona la necesidad de establecer medidas para detectar aquellos conflictos que puedan surgir entre las propias empresas y sus clientes, o entre estos últimos⁴⁹². Sí resulta más ilustrativa la definición ofrecida por IOSCO en un informe de 2007 donde se recoge que *«un conflicto surge cuando los intereses de un intermediario del mercado pueden ser incompatibles con los de sus clientes, inversores u otros, o divergir de ellos. También puede haber un conflicto entre*

⁴⁹⁰ TJUE, Sentencia de 30 mayo de 2013, Caso Genil 48 SL/Bankinter SA, C-604/2011, ECLI:EU:C:2013:344, apartados 53 y 55 respectivamente.

⁴⁹¹ Sobre la incidencia de los conflictos de intereses en la actividad de asesoramiento financiero, *vid.* entre otros CRAWFORD, V. P. y SOBEL, J., “Strategic Information Transmission”, *Econometrica*, vol. 50, núm. 6, 1982, pp. 1431 y ss.; ANGELOVA, A. y REGNERB, T., “Do voluntary payments to advisors improve the quality of financial advice? An experimental deception game”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, núm. 93, 2013, pp. 205 y ss.; SASTRE CORCHADO, G. J., “La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 3, 2008, pp. 227 y ss.; FERRANDO VILLALBA, L., “Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero”, ... *ob. cit.*, pp. 7 y ss. ed. electrónica.

⁴⁹² *Vid.* Artículos 18.1 MiFID I y 23.1 MiFID II.

los intereses de un grupo de clientes y los de otro grupo. Los conflictos de intereses adoptan diversas formas, es decir, pueden ser reales, aparentes o potenciales (futuros)»⁴⁹³.

En nuestro país, en el periodo pre-MiFID, la LMV-1988 hacía referencia a diversas medidas organizativas encaminadas a reducir el riesgo de conflictos de intereses. Destaca el establecimiento de áreas separadas dentro de la entidad, la estructuración de barreras de información, la definición de un sistema de decisión sobre inversiones por áreas y la elaboración de listas de valores e instrumentos financieros de los que se tenga información privilegiada⁴⁹⁴.

Tras la integración de la MiFID I, se establecieron concretas referencias (art. 70 quáter) a la necesidad de adoptar medidas para detectar, en el seno de las ESI, posibles situaciones de conflictos de intereses tanto entre la ESI y sus propios clientes, como entre varios clientes con los que la empresa tenga obligaciones. Resulta relevante, a efectos de establecer cuándo surge una situación de conflicto de intereses, la precisión apuntada en el mismo artículo que dispone que no es posible apreciar tal conflicto por el mero hecho de que la entidad desee obtener un beneficio para sí, ya que evidentemente la perspectiva lucrativa se encuentra latente en todo momento. Así, el conflicto de intereses surgirá cuando para obtener tal beneficio se proceda en contra o a costa de los intereses del cliente.

Con análogo interés, el artículo 44 del RD 217/2008 transpuso el listado previsto en la Directiva 2006/73/CE donde se establecían las situaciones potencialmente susceptibles de generar conflictos de intereses. Dicho listado incluyó (i) que la ESI actuara a costa de su cliente para obtener un beneficio o para evitar una pérdida; (ii) que existiera disparidad de intereses entre la ESI y su cliente en cuanto al resultado de un servicio u operación efectuada; (iii) que mediaran incentivos financieros de otra clase que favorecieran la prelación de los intereses de terceros frente a los del propio cliente; (iv) que la actividad profesional fuese idéntica a la del cliente; o (v) que se recibieran al momento o *a posteriori* incentivos por el servicio prestado al cliente distintos de la comisión o retribución habitual.

Sin embargo, son de sobra conocidas las innumerables ocasiones en las que se prestó asesoramiento financiero y se recomendó la adquisición de productos o servicios en franca pugna con los objetivos del cliente. Resulta muy esclarecedor el fundamento de la

⁴⁹³ IOSCO, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, noviembre de 2007, p. 4, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>. Vid. también SASTRE CORCHADO, G. J., “La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID”, ... *ob. cit.*, pp. 228 y ss., quien recoge las principales situaciones en las que se manifiestan importantes conflictos de intereses entre los objetivos de la ESI y los de su cliente. Es el caso de las OPV en las que la ESI puede asumir simultáneamente funciones de valoración, asesoramiento y colocación. Otro ejemplo lo constituye la ya mencionada comercialización despiadada de productos, descuidando su encaje con el perfil del cliente y en la que se hace primar la rentabilidad para la propia entidad.

⁴⁹⁴ Vid. Artículos 79.1 b) y h) y 83 LMV-1988.

sentencia del TS de 22 de abril de 2016, que señala que *«en la medida en que pueda existir un eventual beneficio de la entidad de inversión ligado a la pérdida concomitante para el cliente (...) podría haber conflicto de interés. (...) En este caso, el conflicto de interés está inserto en las características propias del producto contratado y los concretos riesgos asumidos con su contratación, respecto de los que el art. 79 bis LMV impone a la empresa prestadora del servicio financiero el deber de informar de manera imparcial, clara y no engañosa»*⁴⁹⁵. También la sentencia del TS de 22 de octubre de 2015 apuntaba que *«en primer lugar, (la ESI) debe informar al cliente que, tratándose de un contrato con un elevado componente de aleatoriedad, los beneficios de una parte en el contrato de swap constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte, por lo que la empresa de servicios de inversión se encuentra en conflicto de intereses con su cliente, pues los intereses de la empresa y el cliente son contrapuestos. Para el banco, el contrato de swap solo será beneficioso si su pronóstico acerca de la evolución de la variable económica utilizada como referencia es acertado y el cliente sufre con ello una pérdida»*⁴⁹⁶.

A resultas de lo apuntado, es lógico que durante el periodo reformativo de la MiFID, la gestión de los conflictos de intereses ocupara un lugar importante. La propia MiFID II deja constancia en su preámbulo del incremento de las posibilidades en que pueden advertirse conflictos de intereses precisamente por la multitud de actividades que pueden llegar a ofrecer las ESI de forma simultánea⁴⁹⁷. Más adelante, en su artículo 23 dispone que los Estados miembros exigirán a las ESI que adopten las medidas oportunas para detectar, prevenir y gestionar los posibles conflictos que pudieran generarse entre la ESI y el cliente, o entre los propios clientes. Lo relevante aquí es que, a renglón seguido, se hace expresa mención a la inclusión de los conflictos de intereses originados por la percepción de incentivos de terceros, los que traen causa en la remuneración de la ESI o los que se derivan de cualesquiera otras estructuras de incentivos. Si las medidas adoptadas no fuesen suficientes para garantizar, con relativa solvencia, la prevención de tales riesgos, sobre la ESI pesa la obligación de revelar claramente a su cliente la naturaleza o el origen de los conflictos de intereses, así como las medidas que se adoptarán para mitigarlo antes de llevar a cabo cualquier actuación. De modo que, ante cualquier indicio de conflictos, deberá informarse al cliente mediante soporte duradero y de forma detallada según la categoría del propio cliente. El objetivo no es otro que permitirle adoptar sus decisiones con pleno conocimiento de causa. Nótese que, en este caso, no existe una protección reforzada únicamente circunscrita a los inversores minoristas, sino que la información sobre la posible existencia de conflictos de intereses habrá de suministrarse con independencia del perfil del cliente, pues tal perfil solo será tenido en cuenta a la hora de valorar el nivel de detalle de la comunicación.

En el ámbito del TRLMV la referencia a la gestión de conflictos de intereses es ciertamente lacónica, limitándose a señalar la necesidad de las ESI de adoptar medidas

⁴⁹⁵ STS 268/2016, de 22 de abril.

⁴⁹⁶ STS 549/2015, de 22 de octubre.

⁴⁹⁷ *Vid.* Considerando 56 MiFID II.

que permitan prevenir, detectar y gestionar los conflictos que puedan sucederse entre los clientes y la empresa o el grupo. Se hace, no obstante, mención específica al necesario deslinde que debe existir a partir de ahora de los sistemas remuneratorios y de evaluación del personal. Luego las ESI se abstendrán de establecer sistemas de remuneraciones, objetivos de ventas o cualquier otra clase de incentivos para que el personal recomiende un determinado instrumento financiero.

Se deja para desarrollo reglamentario la determinación de cualquier otro extremo relacionado, como por ejemplo, las partes que pueden resultar implicadas o las obligaciones de información dimanantes⁴⁹⁸. Por tanto, hemos de remitirnos al cuerpo del RD 217/2008 en busca de mayores precisiones. De manera más concreta, en el artículo 61, recientemente modificado, se recoge que los conflictos de intereses pueden suscitarse en, primer lugar, entre los clientes y la propia ESI o su grupo y, en segundo lugar, entre varios clientes respecto de los cuales la entidad tenga obligaciones. Ello incluye también, tal y como prevé la MiFID II, los conflictos de intereses que pueden generarse por la aceptación de incentivos de terceros o por las políticas remuneratorias de la empresa.

En un entorno como el de los mercados de valores, donde es posible que se generen situaciones de conflictos de intereses derivadas de la naturaleza de los productos y de la amplia gama de servicios que ofrecen las ESI, la solución prevista se ha decantado por una mayor transparencia. En este sentido, el remedio normativo se inclina por el suministro de información al cliente.

Así las cosas, como corolario de lo expuesto y reemprendiendo el camino del asesoramiento financiero, no es de extrañar que entre las reformas planteadas por la MiFID II de cara a mejorar la protección de los inversores se incluya, en lugar preeminente, la intensificación de las normas de conducta de quienes deben prestar este servicio. A tales efectos, se han establecido reforzadas obligaciones de información al respecto del servicio de asesoramiento, se ha establecido la categoría del asesoramiento independiente, se han fijado restricciones en materia de incentivos y se ha concretado los requisitos que deben reunir las personas que presten asesoramiento. A continuación, nos referiremos de forma detallada a cada una de las novedades introducidas.

II. INFORMACIÓN SOBRE EL SERVICIO DE ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN

La MiFID II especifica que deberá proporcionarse a los clientes actuales o futuros y con suficiente antelación información conveniente sobre la ESI, los instrumentos financieros, las estrategias de inversión planteadas, los centros de ejecución de órdenes, así como de todos los costes y gastos asociados⁴⁹⁹.

⁴⁹⁸ *Vid.* Artículo 208 bis TRLMV.

⁴⁹⁹ *Vid.* Artículos 24.4 MiFID II y 77.1 RD 1464/2018.

De forma particular, siempre que se preste servicio de asesoramiento en materia de inversión, la ESI deberá informar en los mismos términos temporales, esto es, con la suficiente antelación, (i) si el servicio se prestará de forma independiente o no; (ii) si el asesoramiento se basará en un análisis general o restringido de los instrumentos financieros; (iii) si se le proporcionará al cliente por parte de la ESI una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos recomendados; (iv) orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados, así como información relativa a si el instrumento está pensado para clientes minoristas; y finalmente, (v) información relativa a la totalidad de costes y gastos y asociados, tanto del servicio de inversión como de los servicios auxiliares, y de la forma en que deberán pagarse.

Atendiendo al orden previsto en el citado artículo, nuestra exposición debería continuar con las especificaciones en torno al asesoramiento independiente, pues es la primera cuestión sobre la que la ESI deberá informar a sus clientes cuando preste servicio de asesoramiento. Sin embargo, habida cuenta de que esta modalidad de asesoramiento constituye una reforma trascendental ya que introduce una clase no prevista con anterioridad, hemos decidido posponer su estudio al siguiente apartado, que le dedicamos íntegramente. Baste indicar por el momento que, entre la información a suministrar a sus clientes, debe hacerse referencia al tipo de asesoramiento (independiente o no) que se les pretenda prestar.

Por tanto, prosiguiendo en orden, la ESI habrá de informar también si el asesoramiento que se pretende prestar se apoyará en un análisis general o restringido de los instrumentos financieros. En otras palabras, si durante el proceso de asesoramiento la ESI extenderá su labor de análisis sobre una mirada indeterminada de instrumentos financieros, o si, por el contrario, el examen que realizará se limitará a unos concretos productos y/o servicios. Cabe señalar aquí que no se tendrá en cuenta si el asesoramiento se presta de forma independiente o no, por lo que se espera que en ambas circunstancias se informe debidamente al cliente.

En todo caso, la información que se facilite deberá comprender a su vez indicaciones sobre si los productos o servicios que se pretenden recomendar son emitidos por entidades con las que se tengan vínculos estrechos o cualquier relación jurídica o económica que pueda influir de alguna forma en la independencia del asesoramiento. Con ello el regulador comunitario limita los posibles conflictos de intereses que puedan generarse⁵⁰⁰.

La siguiente cuestión sobre la que también deberá informarse al cliente es la relativa a si la ESI tiene previsto proporcionarle evaluaciones periódicas o puntuales concernientes a la idoneidad de los instrumentos que le recomiende. Las primeras se disponen cuando está previsto que el servicio de asesoramiento se preste de forma prolongada y basado en

⁵⁰⁰ Y es que, como hemos visto, no fueron pocas las ocasiones en las que se prestó asesoramiento y se promovió la contratación de instrumentos financieros sin tener en cuenta el perfil del inversor al que se dirigían. Desoyendo también el hecho de que los beneficios previstos para una parte en forma de incentivos remuneratorios, constituirán las pérdidas de la otra a la que se le colocaron productos inadecuados.

la cartera de un cliente. De modo que las entidades deberán dejar plasmado el seguimiento que realizarán, así como su periodicidad. Mientras que, si el asesoramiento se pretende prestar de forma puntual, la evaluación se limitará a ese concreto servicio. Por lo que, en este caso, y sin perjuicio de la información acerca de la evolución del precio del instrumento contratado, no existe obligación por parte de las ESI de llevar a cabo un mayor seguimiento de las recomendaciones que realice⁵⁰¹.

Antes que la MiFID II introdujera estas evaluaciones según el asesoramiento se planificara de forma periódica o aislada, la CNMV ya había establecido desde 2010, sin carácter normativo sino meramente informativo, la distinción entre asesoramiento recurrente y puntual. La primera categoría incluía el tipo de asesoramiento donde el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión. En el asesoramiento puntual la *«relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento. Sin embargo, esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de inversión»*⁵⁰².

Esta información previa debe referirse, seguidamente, a los riesgos asociados a la inversión, al tiempo que también debe incluir aclaraciones en las que se haga mención sobre los potenciales destinatarios de los instrumentos. Este último requisito enlaza con la obligación impuesta a las ESI que diseñen instrumentos financieros destinados a venderse a clientes, de garantizar que el producto planteado responde a las necesidades de un tipo definido de clientes, así como que la estrategia de distribución es compatible con aquellos, debiendo adoptar medidas razonables que aseguren que el instrumento se distribuya en el entorno definido⁵⁰³. Esta alusión a los potenciales destinatarios de los instrumentos, vuelve a reiterarse más adelante al establecer los requisitos para la evaluación de la idoneidad. En este caso, nuevamente se insiste en que, al prestar asesoramiento, la ESI proporcionará *«una declaración de idoneidad en soporte duradero en la que se especifique el asesoramiento proporcionado y de qué manera este asesoramiento se ajusta a las preferencias, objetivos y otras características del cliente minorista»*⁵⁰⁴.

La aportación de una información de similar cariz se encontraba prevista en nuestro ordenamiento desde el 2012, año en el que se promulgó el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que aportó una nueva redacción al apartado 6 del artículo 79 bis de la entonces vigente LMV-1988, añadiendo que *«(...) La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro*

⁵⁰¹ En este sentido, SASTRE CORCHADO, G. J., “La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores”, ... *ob. cit.* pp. 13 y ss., ed. electrónica.

⁵⁰² CNMV, *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*, 23 de diciembre de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf.

⁵⁰³ *Vid.* Artículos 24.4 b), 24.2 MiFID II y 208 ter TRLMV.

⁵⁰⁴ *Vid.* Artículos 25.6 *in fine* MiFID II y 213.5 TRLMV.

soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor».

Junto con lo anterior y en último lugar, la información se completará con la referencia a los costes y gastos asociados que deberá asumir el futuro inversor. Al amparo de dicho concepto deberá quedar incluida la información sobre las tarifas tanto de los servicios de inversión, como los auxiliares, debiendo incluir también el precio del asesoramiento y, cuando proceda, el coste del instrumento financiero recomendado o comercializado. Asimismo, se hará mención a la forma en que deberá pagarse. La presentación de esta información se hará de forma conjunta, de tal suerte que el cliente pueda saber el coste total, así como el efecto acumulativo sobre el rendimiento de la inversión.

La referencia al precio del asesoramiento adquiere especial relevancia en nuestro país donde, hasta hace muy poco, las ESI no cobraban por tal concepto, sino que sus beneficios derivaban de las comisiones percibidas por la comercialización de los instrumentos financieros, dando lugar al patológico régimen de incentivos al que también nos referiremos⁵⁰⁵. Por el momento, es suficiente apuntar que esta nueva concepción del asesoramiento financiero, denominado asesoramiento independiente, reducirá las situaciones en las que se aprecien conflictos de intereses, toda vez que quien remunera a su asesor es quien también se beneficia de sus recomendaciones y no quien diseña el producto en cuestión.

Pero, en última instancia, este nuevo escenario de asesoramiento remunerado obliga a plantearse también otras cuestiones. En esencia, si la prestación del servicio será ahora rentable para los clientes. Es preciso puntualizar, con carácter previo y sin perjuicio del desarrollo posterior que haremos, que la MiFID II ha introducido para las ESI una limitación al cobro de incentivos de terceros procedentes de la comercialización de determinados productos financieros. Por lo que, habida cuenta del nuevo panorama en el que se han detraído tales ingresos a las entidades, es evidente que la tarifa por el servicio de asesoramiento que esta puede prestar se verá incrementada, repercutiendo negativamente en los clientes. En resumen, a la luz de las nuevas previsiones puede llegar a suceder que el cliente no pueda permitirse el servicio de asesoramiento por no resultarle rentable una vez valorado el precio del mismo y la cantidad que pretendía invertir⁵⁰⁶.

⁵⁰⁵ Vid. SASTRE CORCHADO, G. J., “La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores”, ... *ob. cit.* p. 14, ed. electrónica, quien al respecto de la remuneración de los servicios de asesoramiento apuntaba que «No parece que en España haya una cultura tanto entre las entidades como entre los clientes de considerar el asesoramiento un servicio remunerado». Razón por la que el cambio previsto en la MiFID II sería notablemente significativo en nuestro país.

⁵⁰⁶ Sobre la rentabilidad de la actividad de asesoramiento, VALLADARES MARTÍNEZ, M., y TRIMBOLI TATOLI, S., “Mejora de la protección del inversor y cambio de modelo de negocio”, *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, núm. 8, 2018, pp. 13 y ss., apuntan que esta situación también puede suponer, de una parte, que no se ofrezcan a los clientes minoristas determinados productos rentables, y de otra parte, que los productos que se les ofrezcan puedan llegar a ser demasiado caros.

En definitiva, toda esta información previa a la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones deberá proporcionarse de manera comprensible, cuidando que los clientes puedan comprender la naturaleza y los riesgos de la inversión, para tomar decisiones con pleno conocimiento de causa⁵⁰⁷.

III. EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE

De lo planteado hasta ahora resulta indiscutible que una de las novedades más significativas introducidas por la MiFID I fue la incorporación de la actividad de asesoramiento. Senda sobre la que ha tenido que volver MiFID II para establecer una mayor concreción del servicio, definiendo una nueva modalidad de asesoramiento, el asesoramiento independiente. Debe destacarse que la definición de la actividad de asesoramiento no ha cambiado, sino que permanece inalterada en los términos iniciales previstos por el legislador comunitario en 2004. Por lo que la reforma radica en la introducción de una nueva categoría que pretende definir un servicio fácilmente reconocible, bajo el que queden limitadas las situaciones que pueden dar lugar a conflictos de intereses. Se pretende así establecer un mejorado marco regulatorio que supere las anteriores y abundantes deficiencias interpretativas⁵⁰⁸, y en el que se fomente la libertad de elección tanto de empresas, como de los propios clientes.

En cualquier caso, no debería abordarse el estudio del asesoramiento independiente desde la perspectiva de un instituto antagónico al asesoramiento estándar. Antes bien, se trata de una figura que se superpone en el ámbito de las normas de conducta y, potencialmente, en el ámbito cualitativo. De ahí que en la propia MiFID II se establezcan normas generales comunes a ambas categorías⁵⁰⁹. Más, resulta evidente que con esta novedad se pretende alentar la prestación de este tipo de asesoramiento independiente, esperando que se convierta en un servicio de inversión de mayor valor añadido en tanto que ahora el cliente minorista se encuentra mucho más informado y es más exigente. Lo que puede suscitar segundas lecturas en las que se cuestione la calidad del asesoramiento no independiente a pesar de que se espera, tanto de uno como de otro, que se suministren bajo los más estrictos cánones de actuación en el mejor interés de sus clientes.

1. Requisitos

Los requisitos para que exista un asesoramiento independiente son los siguientes: (i) que se evalúe una gama suficientemente diversa de instrumentos financieros del mercado, y (ii) que se prohíba la aceptación de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios, provenientes de un tercero. A continuación, analizaremos cada uno de estos requisitos.

⁵⁰⁷ *Vid.* Artículos 24.5 MiFID II y 77.2 RD 1464/2018.

⁵⁰⁸ Ya hemos hecho referencia a ellas, *vid. supra*.

⁵⁰⁹ En este sentido, HOBZA, M., “Independent Investment Advice under MiFID II”, *Prague Law Working Papers Series*, vol. II, núm. 2, 2017, pp. 2 y ss.

1.1. Evaluar una gama suficientemente diversa de instrumentos financieros del mercado

En primer lugar, tal y como señala el artículo 24.7 a) MiFID II⁵¹⁰, para poder ofrecer el servicio de asesoramiento independiente, la ESI deberá extender la valoración que realice de los instrumentos financieros sobre una gama amplia y diversificada en cuanto a tipos, emisores o proveedores. Con ello se espera un mayor cumplimiento de los objetivos de inversión de los clientes en la medida en que los instrumentos financieros sobre los que se le aconsejan no se limitan a aquellos facilitados por la propia ESI, por entidades con las que tenga vínculos estrechos o por otras entidades con las que mantenga vínculos jurídicos o económicos. Todos ellos, casos en lo que se puede ver mermada la independencia del servicio.

Esta previsión conecta con la antes referida a propósito de la información previa que deberá suministrarse a los clientes, donde también se menciona que la ESI debe detallar si su asesoramiento (en este caso, no independiente), se basará en análisis generales o restringidos de los instrumentos financieros. En cualquier caso, sobre lo que nos gustaría llamar la atención es sobre las posibles dificultades de interpretación que podrían suscitarse en este caso.

A este respecto cabe plantearse cuál debería ser el alcance y la composición de los instrumentos financieros que se someterán a evaluación, sobre todo porque la indeterminación del precepto no establece unos márgenes mínimos. Así las cosas, nos cuestionamos ¿cuándo se entenderá evaluada una gama suficientemente diversificada de instrumentos financieros del mercado? y ¿a cuáles instrumentos financieros se está haciendo referencia?

Con respecto a la primera cuestión, la AEVM en su informe final sobre *Asesoramiento técnico de la AEVM a la Comisión sobre MiFID II y MiFIR*⁵¹¹, manifestó que el contenido del artículo 24.7 a), y en concreto, la expresión «*una parte sustancial de los instrumentos financieros disponibles en el mercado*», podría llegar a resultar desproporcionada, por lo que se aconsejaba su redefinición. Para ello propuso, teniendo en cuenta que las evaluaciones deben basarse en un número adecuado de instrumentos financieros disponibles en el mercado, la expresión «*adecuadamente representativo*». Al mismo tiempo, también se ofreció un listado de los requisitos que debían seguirse en el proceso de selección. Requisitos acogidos, sin muchos cambios, por el artículo 53.1 del

⁵¹⁰ Cuya transposición se ha realizado en el artículo 220 ter TRLMV.

⁵¹¹ El 23 de abril de 2014, la AEVM recibió el mandato de la Comisión Europea para prestar asesoramiento técnico a la Comisión sobre el posible contenido de los actos delegados exigidos por varias disposiciones de la MiFID II. *Vid.* AEVM, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* (ESMA /2014/1569), 14 de diciembre de 2014, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.

Reglamento Delegado 2017/565. Aunque ya avanzamos, con menos fortuna de la esperada en nuestra opinión.

Y es que el precepto indica que el proceso de selección deberá incluir un número y una variedad de instrumentos financieros proporcionados al alcance de los servicios que se ofrecerán por el asesor. Dicho número y variedad deberá ser suficientemente representativo de los instrumentos financieros disponibles en el mercado. Además, si se tiene previsto ofrecer productos emitidos por la propia ESI o por entidades vinculadas a esta, la cantidad deberá ser proporcional al total de instrumentos financieros que se evaluarán. En último lugar, los criterios de selección atenderán a los riesgos, costes, complejidad del producto y características del cliente.

Persiste aquí la misma terminología imprecisa, pues es evidente que el uso de conceptos indeterminados como la *proporcionalidad* pueden llegar a generar más de un quebradero de cabeza interpretativo. ¿Cuándo habrá de considerarse que el número de instrumentos financieros analizados es *proporcional* a los servicios prestados o pendientes de prestar? ¿Quién decidirá que se ha alcanzado tal cifra, el inversor deseoso de rentabilizar al máximo sus ahorros o el asesor sobre el que pesan obligaciones informativas reforzadas?

Somos conscientes que no es tarea fácil solucionar estas dudas, por lo que habrá de ser la propia *praxis* o las Directrices emitidas al respecto por el supervisor, la que finalmente esclarezca esta cuestión.

Por lo que respecta a la segunda pregunta, relativa a los instrumentos financieros a los que se refiere tanto la MiFID II como el Reglamento Delegado 2017/565, tampoco se ofrece una respuesta clara. El propio Reglamento Delegado 2017/565 se limita a señalar que el número y la variedad de los analizados deberá ser representativo de los disponibles en el mercado. Tampoco el preámbulo de la MiFID II brinda mayores detalles, pues tan solo se limita a expresar que «*no es necesario que el asesor evalúe los productos de inversión ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos, pero sí que el conjunto de instrumentos financieros no se limite a los emitidos o proporcionados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión o cualquier otro tipo de relación jurídica o económica, como una relación contractual, tan estrecha que pueda poner en riesgo la independencia del asesoramiento prestado*»⁵¹².

De lo apuntado puede inferirse que, a pesar de la intención del legislador de ofrecer mayores detalles, existen aún extremos sobre los que la formulación de la norma resulta

⁵¹² Vid. preámbulo MiFID II, Considerando núm. 73.

Desde todo punto de lógica es evidente que la labor de asesoramiento independiente no puede extenderse sobre la totalidad de los productos de inversión disponibles en el mercado, si así fuera el coste del servicio resultaría prácticamente inasumible por el bolsillo de un inversor minorista. Por lo que quizás lo más útil hubiese sido aprovechar este momento inicial de presentación de las reformas que otorgaba el preámbulo de la norma para hacer referencia más detallada, esclarecedora y de forma temprana de los conceptos jurídicos indeterminados que luego introducirá.

en exceso ambigua. Razón por la que el interrogante planteado subsiste. Por consiguiente, no está claro tampoco si en la evaluación se deberá tener en cuenta instrumentos financieros específicamente regulados en la misma MiFID II⁵¹³, o también podrán incluirse otros productos de inversión, distintos de los anteriores, o incluso otros productos financieros tales como depósitos bancarios, o productos de inversión basados en seguros.

A favor de una concepción abierta de los productos que podrán examinarse mientras se esté prestando servicio un asesoramiento financiero encontramos el texto del preámbulo de la MiFID II, en el que manifiesta la innecesidad de evaluar «*los productos de inversión ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos*». Nótese aquí que se habla de productos de inversión en general y no instrumentos financieros en particular, como desde luego podría haber hecho. Pero, a mayor abundamiento, continúa concretando y añade «*(...) ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos*». Es decir, parece apuntar que no es necesario examinar, en el ámbito del asesoramiento independiente, todos los productos de inversión ofrecidos en el mercado financiero por todos los emisores o proveedores de los mismos. Conforme a lo cual podríamos sostener que la evaluación necesaria para ofrecer el servicio de asesoramiento independiente se extiende más allá de los instrumentos financieros específicamente señalados en MiFID II, abarcando un amplio espectro de productos de inversión⁵¹⁴.

Sin embargo, debemos estar a una interpretación literal de lo previsto en el apartado a) del artículo 24.7 MiFID II, de manera que extraigamos su sentido, y nuestra conclusión, de acuerdo con el contexto al que pertenece⁵¹⁵.

De manera que para dilucidar también qué tipos de productos de inversión quedan incluidos en la obligación de evaluación, debemos estar al tenor del precepto de la MiFID II, el cual recoge específicamente que se «*evaluará una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado*». Con lo cual, el artículo hace referencia y a ella debemos atenernos, a los instrumentos financieros abarcados por la propia MiFID II.

Todavía dentro del primero de los requisitos necesarios para prestar el servicio de asesoramiento independiente, y en estrecha relación con lo examinado hasta ahora, debe

⁵¹³ Anexo I, sección C, MiFID II.

⁵¹⁴ Interpretación favorecida por el reiterado preámbulo de la MiFID II donde, de haberse querido, se podría haber redactado de manera más precisa tal y como señalamos a continuación mediante el uso de paréntesis: «*No es necesario que el asesor evalúe los productos de inversión (los instrumentos financieros) ofrecidos en el mercado (de valores) por todos los proveedores o emisores de productos (de instrumentos financieros), pero sí que el conjunto de instrumentos financieros no se limite a los emitidos o proporcionados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión o cualquier otro tipo de relación jurídica o económica, como una relación contractual, tan estrecha que pueda poner en riesgo la independencia del asesoramiento prestado*».

⁵¹⁵ Sobre la interpretación sistemática *vid.* VELLUZZI, V., ««Interpretación sistemática»: ¿un concepto realmente útil? Consideraciones acerca del sistema jurídico como factor de interpretación», *Cuadernos de filosofía del derecho*, núm. 21, 1998, pp. 65 y ss.

hacerse mención de la posibilidad que asiste a las ESI de enfocar su labor en determinadas categorías o sobre una determinada gama de instrumentos financieros. En virtud de lo cual, la ESI podrá promocionarse sin más pretensiones que la de atraer solo a aquellos clientes con preferencia por las categorías o gamas de instrumentos financieros disponibles por la entidad. Será preciso que los clientes indiquen que tienen interés en invertir en la categoría o la gama especificada. Finalmente, antes de prestar el servicio, la ESI se asegurará que este es conveniente para cada cliente nuevo, lo que determinará comprobando que su oferta se ajusta a las necesidades y objetivos del cliente, así como que la gama de instrumentos financieros es idónea. En caso contrario, la ESI se abstendrá de prestar el servicio.

Se trata, en suma, de una especie de asesoramiento independiente pero limitado a determinados instrumentos. Ante esta nueva posibilidad planteada por el Reglamento Delegado 2017/565 como una variante dentro del propio servicio, cabe preguntarse si esta específica acotación de los instrumentos que se someterán a evaluación no es precisamente contraria al espíritu de la actividad independiente. Qué duda cabe que una de las ventajas manifiestas del asesoramiento independiente es precisamente esa independencia, llamémosla también imparcialidad, con la que se evalúa una gama de instrumentos que en ningún caso puede quedar reducida a los emitidos o facilitados por la propia empresa, o por entidades con los que tenga vínculos. Si se limita esta actividad a una determinada cantidad de instrumentos financieros, podríamos llegar a considerar que se estaría vulnerando el sentido de la independencia. Pero es más, guarda silencio el Reglamento Delegado 2017/565 acerca de cómo se llevará a cabo dicha selección previa, y ni siquiera se hacen alusiones, tan necesarias a nuestro entender, a la proporción que debería haber, dentro de esa gama limitada, de instrumentos emitidos por la propia ESI o por entidades afines a la misma. Con lo cual, se echa en falta mayores precisiones acerca de esta variedad que, debe quedar dicho, también puede aportar la ventaja de una mayor especialización del servicio, aunque no, desde luego, a costa de revestir de asesoramiento independiente una actividad que no lo es.

1.2. Prohibición de aceptar honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios de un tercero

Retomando nuestro hilo expositivo, decíamos que el segundo de los requisitos previstos en MiFID II para considerar que el servicio de asesoramiento se presta de forma independiente es la prohibición de aceptar de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. En todo caso, a renglón seguido el propio precepto matiza que dicha prohibición excluye los beneficios no monetarios de menor entidad que puedan servir de acicate para aumentar la calidad del servicio prestado. En cuanto a estos beneficios no monetarios, su escala y naturaleza no afectará al cumplimiento de las obligaciones de actuación en el mejor interés de los clientes⁵¹⁶.

⁵¹⁶ Vid. artículo 24.7 b) MiFID II y 220 ter b) y c) TRLMV.

No es preciso reiterar que la percepción de beneficios, honorarios y, sobre todo, comisiones, produjo innumerables situaciones de desequilibrio, abundantes problemas de conflictos de intereses y el quebranto de la confianza de los inversores minoristas. Razón por la que la regulación de los incentivos haya sufrido notables variaciones. Aunque en este momento solo haremos referencia a la percepción de incentivos en los límites del servicio de asesoramiento independiente, aprovechamos para recordar que volveremos sobre esta cuestión más adelante en este mismo apartado.

Como era de esperar, lo dispuesto tan parcamente en la MiFID II ha sido objeto de ampliación en la Directiva Delegada 2017/593 que complementa las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. En este sentido, en su artículo 12 se pone de manifiesto que los Estados velarán para que las ESI que prestan asesoramiento independiente devuelvan a sus clientes la totalidad de honorarios, comisiones o beneficios monetarios que hayan percibido de terceros en relación con los servicios que hayan podido prestar al cliente al que reintegran. Labor que requerirá que las ESI establezcan y apliquen políticas que garanticen dichas transferencias, debiendo informar de dichas operaciones al cliente.

La Directiva Delegada 2017/593 también se hace eco de los mencionados beneficios no monetarios menores, los cuales quedan recogidos, en listado cerrado, en el apartado 3 del mismo artículo 12. De manera que la exención sobre estos beneficios únicamente será aplicable si consisten, con carácter general, en (i) información o documentación sobre un instrumento financiero o un servicio de inversión; (ii) materiales escritos de terceros para promover una nueva emisión; (iii) participación en actividades formativas sobre un instrumento financiero; (iv) gastos de representación en cuantía razonable, por ejemplo, dietas; (v) otros beneficios no monetarios establecidos por los Estados según los criterios de escala y naturaleza expuestos⁵¹⁷.

En tales circunstancias deberá informarse a los clientes de forma previa a la prestación del servicio, aunque dicha información podrá ser de carácter genérico.

En nuestro ordenamiento, las previsiones comunitarias están contempladas en el artículo 63 RD 217/2008, donde además se añade una importante precisión por la cual las ESI *«no podrán compensar cualesquiera pagos de terceros con los honorarios adeudados por el cliente a la empresa»*.

Como consecuencia de tales apreciaciones, se colige que la prohibición de percepción de beneficios ha sido matizada, templando su, en principio, carácter absoluto. Así pues, los honorarios por este servicio provendrán de quien se beneficie de él, esto es, el cliente. Con ello se consigue una importante reducción de los conflictos de intereses, alineando los incentivos de ambas partes hacia el mismo objetivo, es decir, la inversión en un producto rentable acertadamente recomendado de acuerdo con el perfil del cliente. En

⁵¹⁷ Para mayor precisión, *vid.* artículo 12.3 Directiva Delegada 2017/593.

definitiva, se trata de un nuevo paso en el camino hacia la recuperación de la confianza perdida.

Sin embargo, no puede cerrarse esta reflexión sobre la prohibición de percepción de incentivos en el asesoramiento independiente sin volver brevemente sobre la problemática de costes que pueden suscitarse. Precisamente porque es muy posible que una masa crítica de pequeños inversores no pueda permitirse este servicio a razón de sus elevados costes. Esta situación podría dar lugar, de un lado, a un déficit de asesoramiento, donde el inversor opte por contratar servicios de mera ejecución. De otra parte, podría suponer también la reorientación de los intereses hacia objetivos inversores más novedosos y de índole tecnológica, como puede ser la inversión en criptomonedas o a través de *initial coin offerings*⁵¹⁸. Sea como fuere, lo cierto es que cualquiera de los escenarios descritos podría materializarse, o incluso todos a la vez. Resultaría estéril en este punto en el que los preceptos protectores de la MiFID II apenas acumulan dos años de recorrido en el mejor de los casos, intentar prever cuál será la opción con mayor acogida. Máxime porque también podría suceder que, a pesar de la pérdida de confianza sufrida durante estos años, un sector de minoristas optara por el asesoramiento no independiente, tal y como había venido haciendo hasta ahora, si bien con la seguridad de saberse ahora mejor protegido. En todo caso, con independencia del contexto que prevalezca, es evidente que la educación financiera del inversor juega un papel de relevante importancia.

2. Información

La elección sobre el ofrecimiento de uno u otro servicio, recae en las propias ESI, que cuentan con autonomía para decidirse en un sentido u otro⁵¹⁹. Pero, con independencia del régimen elegido, deberán informar al cliente con suficiente antelación qué tipo de servicio le será prestado, tal y como vimos en el apartado anterior. Sin embargo, la escueta mención hecha entonces debe ampliarse aquí⁵²⁰. Y es que, los requisitos de información en materia de asesoramiento independiente se encuentran ampliados en el Reglamento Delegado 2017/565. Por lo que habremos de estar a sus disposiciones en aquellos casos en los que la ESI ofrezca a sus clientes ambas modalidades de asesoramiento.

Bajo dichas circunstancias, la ESI deberá facilitarles explicación acerca de las diferencias entre uno y otro servicio y la naturaleza de las restricciones aplicables. Al tiempo, les pondrá al tanto de la prohibición de recibir y conservar los incentivos⁵²¹. Es posible

⁵¹⁸ Sobre ello volveremos con mayor profundidad en la segunda parte de este trabajo.

⁵¹⁹ En efecto, en la solicitud de la autorización obligatoria para la prestación de servicios de inversión, la ESI deberá especificar los servicios de inversión que pretende prestar. *Vid.* Artículo 6 MiFID II y 149.1 TRLMV.

⁵²⁰ *Vid.* Apartado 1: Información sobre el servicio de asesoramiento en materia de inversión.

⁵²¹ *Vid.* Artículo 52.1 R2017/565.

también ofrecer y prestar, al mismo cliente, ambas variedades de asesoramiento, en cuyo caso deberá explicársele el alcance de ambos servicios⁵²².

3. Requisitos organizativos

A tenor de lo dispuesto en el mismo Reglamento Delegado 2017/565, y siempre que se realicen ambas actividades, las ESI se cuidarán de no aparecer únicamente como un asesor independiente, resaltando indebidamente este servicio, en detrimento del otro servicio también ofertado. Ello incluye, como es lógico, evitar presentar el conjunto de su actividad como de asesoramiento independiente en exclusiva⁵²³.

En cuanto a la estructura organizativa en estos casos en los que existe coexistencia de servicios, la ESI deberá establecer requisitos y controles adecuados, al objeto de garantizar que ambas actividades y los asesores que las prestan, estén claramente separados entre sí, de tal forma que los clientes no puedan confundirse en cuanto al tipo de asesoramiento que reciben. A este tipo de separación física que debe establecerse se le conoce comúnmente como *muralla china* y tienen su origen precisamente en el sector de los servicios financieros, desde donde el concepto se ha extendido a ámbitos tan variados como los seguros o el periodismo. Su razón de ser no es otra que establecer una barrera física (y ética) que impida aquellas comunicaciones o intercambios de información que puedan dar lugar a conflictos de intereses. Ni que decir tiene que, organizativamente hablando, no es preciso elevar un muro divisorio, bastará con separar ambos departamentos⁵²⁴.

En cualquier caso, con la clara finalidad de evitar conflictos de intereses, se prohíbe que una misma persona física preste ambos tipos de asesoramiento⁵²⁵.

IV. HONORARIOS, COMISIONES Y BENEFICIOS NO MONETARIOS

A modo de preludeo cuando hicimos referencia a la cuestión de los honorarios en la prestación del asesoramiento independiente, avanzamos la estructuración de notables cambios en el régimen general de incentivos al que nos referiremos seguidamente.

⁵²² Vid. Artículo 52.1 *in fine* R2017/565.

⁵²³ *Ibidem*.

⁵²⁴ Su origen se remonta al crack de la Bolsa de 1929, a raíz del cual el Congreso estadounidense aprobó la Ley Glass-Steagall que exigió la separación de las actividades bancarias comerciales y de inversión. Sobre el concepto y las implicaciones de la *muralla china*, *vid.* entre otros, LIPTON, M., y MAZUR, R. B., “The chinese wall solution to the conflict problems of securities firm”, *New York University Law Review*, núm. 3, vol. 50, 1975, pp. 459 y ss.; SEYHUN, H, N., “Insider trading and the effectiveness of chinese walls in securities firms”, *Journal of Law, Economics & Policy*, núm. 2, vol. 4 2008, pp. 369 y ss., y SMITH, L., *How the Chinese Wall Works on Wall Street*, 7 de febrero de 2019, disponible en <https://www.investopedia.com/articles/analyst/090501.asp>.

⁵²⁵ Vid. Artículo 53.3 c) R2017/565.

Con carácter introductorio, debemos indicar que durante el proceso de redacción de la MiFID II y a la luz de los conflictos generados por la percepción por los asesores de incentivos, se consideró la posibilidad de prohibiros, a semejanza de lo ya previsto en ese momento en el Reino Unido por la *Retail Distribution Review*⁵²⁶. Sin embargo, esta solución tajante tuvo que ser rechazada por dos razones básicas. La primera de ellas, debido a que los costes de cumplimiento para las empresas serían desproporcionados, ya que estarían prestando un servicio costoso sin ningún tipo de contrapartida. La segunda, porque los inversores habrían de asumir mayores costes de contratación. Sin olvidar que las opciones disponibles se reducirían⁵²⁷.

De manera que los requisitos en cuanto a la percepción de incentivos solo quedaron íntegramente prohibidos⁵²⁸ cuando se preste asesoramiento calificado como independiente. Si, por el contrario, el servicio se presta de forma dependiente, las ESI no podrán abonar a un tercero o cobrar de este honorarios o comisiones, salvo que dicha tercera persona sea el cliente. En las mismas condiciones, tampoco podrán recibir o proporcionar beneficios no monetarios relacionados con la prestación del servicio de inversión o de un servicio auxiliar. Sin embargo, la mencionada prohibición contiene seguidamente una importante matización que atempera su carácter y permite la recepción y la facilitación de honorarios, comisiones o beneficios no monetarios si estos (i) se conciben para mejorar la calidad del servicio prestado al cliente, y (ii) no perjudican la obligación de la ESI de actuar de forma honesta, imparcial, profesional y en el mejor interés del cliente⁵²⁹.

Esta previsión fue objeto de desarrollo posterior en la Directiva Delegada 2017/593⁵³⁰, donde se establece una mayor concreción del concepto de honorarios, comisiones o beneficios no monetarios que eleven la calidad del servicio prestado al cliente. En su virtud, se dará esta circunstancia si se cumplen una serie de condiciones acumulativas. En primer lugar, que se preste al cliente un servicio adicional o de nivel superior,

⁵²⁶ En efecto, entre las novedades introducidas en Reino Unido para la protección de los inversores minoristas mediante la *Retail Distribution Review*, destaca la prohibición de cualquier clase de incentivos. Sobre la *Retail Distribution Review* vid. entre otros, FSA, *Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers* (CP12-12), 26 de junio de 2012, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/fsa-cp12-12.pdf>; FCA, *Supervising retail investment advice: inducements and conflicts of interest*, septiembre de 2013, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc13-05.pdf>; *Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1*, diciembre de 2014, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf>; y muy especialmente, *Extension of certain MiFID II inducement provisions to firms providing investment advice and portfolio management to retail clients*, 23 de marzo de 2018, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/impact-assessments/mifid-ii-inducements.pdf>.

⁵²⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments*, COM(2011) 656 final, SEC(2011) 1227 final, 20 de octubre de 11, p. 259, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/2/2011/EN/SEC-2011-1226-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.

⁵²⁸ Sin perjuicio de los beneficios no monetarios anteriormente expuestos.

⁵²⁹ Vid. Artículo 24.9 MiFID II y 220.1 quinquies TRLMV.

⁵³⁰ Vid. Artículo 11 Directiva Delegada 2017/593, cuya transposición a nuestro ordenamiento fue realizada por el RD 1464/2018, modificando el contenido del artículo 62 RD 217/2008.

proporcional a los incentivos recibidos. En segundo término, si con ello no se beneficia de manera directa a la entidad receptora, o a sus accionistas o empleados, si ello no implica también la percepción de un beneficio tangible para el cliente. En último lugar, habrá una mejora en la calidad del servicio prestado cuando se ofrece un beneficio continuo al cliente relacionado con un incentivo también continuo.

Por consiguiente, habida cuenta de las excepciones previstas, queda patente que la percepción de estos incentivos no se encuentra expresamente prohibida. Todo lo más, estará sometida a una serie de condiciones que, en última instancia, simplemente impedirán calificar el servicio como independiente.

Ante esta situación, MiFID II ha hecho recaer sobre las ESI ciertas obligaciones informativas para con sus clientes, que deberán atender de forma completa, exacta, comprensible y, sobre todo, antes de la prestación del servicio. En particular, habrán de informales de la existencia, naturaleza y cuantía de los pagos o beneficios que recibirá. Cuando no sea posible determinar la cuantía, deberán informarle del método de cálculo de esta⁵³¹.

Esta previsión también se completa en la Directiva Delegada 2017/593 fijando que las referencia a los beneficios no monetarios menores podrá ser de índole genérica, más si se tratase de otros beneficios no monetarios, se cotizarán y revelarán por separado. En caso de que la ESI no hubiese sido capaz de determinar previamente el importe de un pago o beneficio, deberá informar con carácter posterior al cliente de la cuantía final exacta percibida o abonada. Finalmente, en cuanto a los incentivos continuos y con una periodicidad mínima establecida en una vez al año, la ESI deberá informar a sus clientes del importe efectivo de los pagos o beneficios percibidos o abonados⁵³².

A todo lo expuesto se suma que las ESI deberán disponer de medios orientados a acreditar que el abono o percepción de honorarios, comisiones o beneficios no monetarios, se ha destinado efectivamente a la mejora de la calidad del servicio prestado. Dicha obligación supondrá, en primer lugar, la llevanza de un listado interno que refleje la totalidad de los incentivos percibidos en relación con los servicios prestados. En segundo lugar, también implicará la creación de un registro en el que figure el modo en que los incentivos percibidos/pagados, o pendientes de percibir/pagar, elevan la calidad del servicio, así como las medidas adoptadas para garantizar la honestidad, imparcialidad, y profesionalidad de la propia ESI⁵³³.

Pero más allá de las previsiones normativas expuestas, el estudio de estos incentivos nos suscita una serie de interrogantes.

⁵³¹ Vid. Artículo 24.9 *in fine* MiFID II.

⁵³² Vid. Artículo 11.5 Directiva Delegada 2017/593.

⁵³³ Vid. Artículo 11.4 Directiva Delegada 2017/593 y 62.4 RD 217/2008.

El primero de ellos está relacionado con la efectividad real de estas reformas. Dicho de otra forma, ¿supondrá esta modificación una repercusión positiva en las recomendaciones que se realicen a partir de ahora?

Es evidente que en la relación entre los clientes y sus asesores han latido en numerosas ocasiones intereses en sentidos opuestos. Ni que decir tiene que, ante sistemas incentivadores de naturaleza endógena, las recomendaciones de compra se orientarán hacia aquellos productos que mejor remuneren a su asesor, con independencia de las necesidades del cliente. Hemos dicho ya que una de las mayores ventajas que presenta el asesoramiento independiente es precisamente que consigue situar de forma paralela los objetivos de los intervinientes. Sin embargo, en la modalidad de asesoramiento que ahora estudiamos, esta tensión cliente-asesor se ha pretendido reducir mediante la revelación de las comisiones que va a percibir el asesor por su actividad.

Ahora bien, puede suceder que este tan excesivo como necesario nivel de transparencia produzca efectos contradictorios en la elección que realicen los inversores minoristas⁵³⁴. Y es que, en este sector profundamente desconfiado por la inidónea comercialización de productos en el pasado, puede llegar a ocurrir que la revelación de las comisiones que el asesor va a percibir por cada producto vuelva al cliente especialmente suspicaz a su recomendación. En otras palabras, cuanto mayor sea la comisión del asesor, mayores serán también las reservas de los inversores a contratar dicho producto pues saben que será sugerido con una frecuencia superior a los demás a resultas de la ventaja económica que supondrá para quien lo comercialice. Así que la revelación de los incentivos puede llegar a generar una desaconsejable paradoja por la que no se contraten aquellos productos idóneamente recomendados según el perfil del cliente, pero que poseen un mayor índice de beneficios para su asesor⁵³⁵.

El segundo de los interrogantes que también nos planteamos tiene que ver con lo que acabamos de exponer. Pues las expectativas señaladas pueden repercutir en el precio de los productos, haciendo que bajen no solo sus comisiones, sino también su precio para no

⁵³⁴ Respecto de estos últimos recordemos que en su mayoría se trata de personas poco familiarizadas con los mercados de valores, con poca experiencia y conocimientos como para tomar sus propias decisiones de inversión. De ahí que, en muchas ocasiones, la labor de asesoramiento adquiera un cariz indispensable para ellos.

⁵³⁵ En este sentido, un estudio de INDERST, R., y OTTAVIANI, M., “Financial Advice”, *Journal of Economic Literature*, vol. 50, núm. 2, 2012, pp. 494–512, enfocado precisamente en valorar el impacto que podría tener en la confianza prestada por los clientes al asesor reveló que, en un contexto de divulgación obligatoria de las comisiones que este último puede percibir por su labor de recomendación, los futuros inversores son más propensos a la desconfianza de los consejos recibidos, creando expectativas que relacionan de forma inversamente proporcional el porcentaje de comisión y la calidad del asesoramiento. El estudio revelaba además que esta situación, no desconocida por los emisores de productos financieros, suponía también una disminución de las comisiones ofrecidas por estos, de manera que este incentivo no pudiera estimular la desconfianza del inversor. En fin, este efecto reductor puede dar lugar, a su vez, a recomendaciones poco eficientes en las que la atención se desplaza de la futura rentabilidad e idoneidad del producto hacia las comisiones o incentivos que este puede generar para su oferente. *Vid.* también un estudio previo de los mismos autores, INDERST, R., y OTTAVIANI, M., “Competition through Commissions and Kickbacks”, *American Economic Review*, núm. 2, vol. 102, pp. 780–809; y en la misma línea CRUCIANI, C., *Investor decision-making and the role of the financial advisor*, ... *ob. cit.*, pp. 120 y ss.

alertar negativamente a los posibles inversores. En resumen, sin caer en un alarmismo improductivo, no es descabellado pensar que el foco de atención puede llegar a trasladarse de la idoneidad del producto que se contrate, hacia las comisiones que dicho producto va a generar en quien lo recomienda.

Por lo tanto, volviendo al punto inicial de este apartado debemos considerar la prohibición total de incentivos valorada por la MiFID II en momentos iniciales y ponerla en relación con algunos trabajos experimentales en los que se ha demostrado que, en el ámbito del asesoramiento financiero, la remuneración voluntaria del servicio da lugar a un asesoramiento mucho más honesto, basado en la reciprocidad, y en el que los clientes adoptan los consejos recibidos y por los que han pagado voluntariamente⁵³⁶.

Bajo este nuevo enfoque no olvidamos los problemas del encarecimiento del servicio que también hemos apuntado antes. Visto en retrospectiva, decíamos que una supresión de los ingresos por comisiones implicaría el aumento del precio del servicio de asesoramiento. Perspectiva que sostenemos, pero sobre la que es preciso matizar y presentar una alternativa basada en el establecimiento, para los inversores minoristas, de un coste por el servicio de asesoramiento basado en comisiones por actividad. De esta forma, se establecería un porcentaje sobre los beneficios que efectivamente obtenga el cliente a resultas de las recomendaciones realizadas. Como puede intuirse bajo esta premisa se consigue mayor alineamiento de los intereses de asesor y cliente.

Las ventajas de este modelo propuesto ya fueron valoradas en otro estudio empírico realizado en Alemania, donde se constató que los clientes de un determinado banco están más dispuestos a dar un valor monetario a la actividad de asesoramiento financiero una vez que han recibido información adecuada⁵³⁷. En nuestro país no somos del todo ajenos a esta opción incluida en un estudio realizado en 2016 entre los socios de EFPA España donde se constató que un 71,1% de los encuestados consideraba estar dispuestos a pagar explícitamente por el servicio, pero solo si recibían un valor añadido en el asesoramiento. Valor que bien podría consistir en una mayor seguridad respecto de la imparcialidad de los consejos otorgados⁵³⁸. Paralelamente esta alternativa que proponemos también se encontraba entre las opciones de retribución de las empresas y entidades que prestan servicios de inversión disponible para su consulta en la *web* de la CNMV⁵³⁹. En este caso,

⁵³⁶ En este sentido, destacan los trabajos experimentales de INDERST, R., y OTTAVIANI, M., “Financial Advice” ... *ob. cit.*, pp. 494 y ss.; y el llevado a cabo por ANGELOVA, A. y REGNERB, T., “Do voluntary payments to advisors improve the quality of financial advice? An experimental deception game”, ...*ob. cit.*, pp. 205 y ss., que demostró que cuando existen oportunidades de reciprocidad mutua, los pagos y la tasa de asesoramiento idóneo se alinean. Si bien debemos matizar respecto de este último estudio que se realizó teniendo en mente el establecimiento de pagos voluntarios, lo cual no resta importancia a las conclusiones que pueden extrapolarse.

⁵³⁷ Vid. HOFFMANN, A. O. I., “Customer intention to adopt a fee-based advisory model. An empirical study in retail banking”, *International Journal of Bank Marketing*, vol. 30, núm. 2, 2012, pp. 102 y ss.

⁵³⁸ Vid. MIGUEZ, S., SARRIA, J. H., FAUSTINO, Á., FERRER, J., *Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II*, 2016, pp. 77 y ss., disponible en <https://www.ieb.es/ww2017/wp-content/uploads/2017/05/InformMIFID.pdf>.

⁵³⁹ Sin embargo, a día de hoy tras la publicación del RD1464/2018, no es obligatoria la publicación del folleto de tarifas.

muchos folletos de tarifas informaban de la posibilidad de cobrar un porcentaje que se deduciría de la revalorización de la cartera del cliente de forma anual. Luego, con ciertos matices, podría extenderse esta opción como única vía remuneratoria de la prestación de servicios de asesoramiento.

Por tanto, en el debate sobre los efectos de la transparencia de los honorarios, comisiones y beneficios no monetarios, planteamos un nuevo punto de vista basado en un sistema remuneratorio *ex post* que no comprometa la selección de los instrumentos financieros, en el que no sea posible la articulación de incentivos paralelos de ninguna clase, y con el que se consigue un mayor nivel de confianza entre los intervinientes. En suma, se trataría de superar la dicotomía actual entre asesoramiento independiente y dependiente, en aras de una unificación que reduciría las obligaciones informativas, los requisitos organizativos y de separación física de los prestadores del servicio, las dificultades en torno a la delimitación de la actividad de asesoramiento, los costes de agencia y la presión regulatoria. Al mismo tiempo, contribuiría a alentar el interés de los futuros consumidores sobre la base de un marco normativo único y claro.

V. REQUISITOS DE LAS PERSONAS QUE PRESTEN ASESORAMIENTO

Resulta indiscutible que en la protección de los inversores en general y de los minoristas en particular, las normas de conducta de quienes están llamados a asesorarlos adquieren una importancia nuclear como sistema de tutela. A través de estas previsiones normativas se pretende corregir el evidente desequilibrio existente en las relaciones asesor-cliente mediante la promoción de altos niveles de transparencia⁵⁴⁰.

Desde la perspectiva de los requisitos de organización, la MiFID I (art. 13.2) ya advertía de la necesidad de establecer en todas las ESI, políticas y procedimientos que, de forma adecuada y suficiente, garantizaran el cumplimiento de las obligaciones impuestas por la misma Directiva. El contenido transpuesto de dicho mandato se recogió en el artículo 193 TRLMV que, en ese momento, indicaba en su apartado 2 b) que todas aquellas entidades que prestasen servicios de inversión deberían «*disponer de sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten*». Al mismo tiempo, la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios

⁵⁴⁰ Sobre las normas de conducta y su incidencia en la protección de los inversores *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, “Estudio jurídico de la ética profesional en el mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm.129, 2013, quien muy acertadamente señala que «(...) si bien las normas de conducta no se podrán configurar como una normativa contractual sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el intermediario y el cliente de forma indirecta que posibilita de tal modo establecerlas como un mecanismo jurídico de protección en favor del cliente inversor, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o ante su realización de una forma defectuosa, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual». *Vid.* p. 18, ed. electrónica.

de inversión, amplió de manera detallada la estructura organizativa y los requisitos de control interno que debían establecerse.

Sin embargo, lo cierto es que no es necesario traer a colación, por ser de sobra conocidas, las múltiples ocasiones en que se prestaron servicios financieros con un total desconocimiento del producto que se ofertaba⁵⁴¹. Razón por la que la MiFID II vuelve a insistir, ahora con mayor vehemencia, en la necesidad de garantizar que los empleados que lleven a cabo labores de asesoramiento o venta dispongan de un nivel de conocimientos y unas competencias suficientes respecto de los productos que ofertan. Para ello, la propia ESI deberá poner a disposición de sus empleados los recursos y el tiempo necesario para la obtención de tales nociones. Ahora bien, como quiera que dejar esta cuestión al arbitrio de la voluntariedad podría resultar contraproducente con sus objetivos, la misma Directiva exige que las ESI deberán demostrar a las autoridades nacionales competentes en materia financiera, es decir, a la CNMV, que los empleados que prestan asesoramiento, o simplemente informan sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares, disponen efectivamente de tales conocimientos y competencias. Para cumplir con este requerimiento, los Estados deberán elaborar los criterios que se tendrán en cuenta para la evaluación de los conocimientos y competencias⁵⁴².

Con el objetivo de establecer criterios armonizados para llevar a cabo la evaluación de los conocimientos y las competencias mencionados, la AEVM publicó, en marzo de 2016, unas directrices rectoras cuya aplicación se retrasó hasta el 3 de enero de 2018, haciéndolas coincidir, lógicamente, con la fecha de entrada en vigor de la MiFID II⁵⁴³. Dichas directrices establecieron las normas mínimas para la evaluación, de modo que las autoridades nacionales competentes podían exigir niveles superiores. Ni que decir tiene que en nuestro país se optó por fijar unos requisitos sustancialmente iguales a los previstos, por lo que los criterios de los conocimientos y la competencia del personal de las ESI no han sido reforzados.

Así las cosas, en el ámbito nacional y tomando como base las directrices AEVM, la CNMV publicó en 2017 la *Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora* (GT 4/2017)⁵⁴⁴. Habida cuenta

⁵⁴¹ Baste señalar a modo ejemplificativo la STS 673/2015, de 9 de diciembre, que recoge que «*La administradora de Benilimp, que fue quien intervino en la contratación, no recibió explicación alguna del funcionamiento del producto, por cuanto que la propia directora de la sucursal, que llevó la iniciativa de la contratación, no fue formada ni tenía conocimientos sobre dicho producto, por lo que no lo entendía, y ni siquiera explicó el documento de simulación, que fue enviado por fax a Benilimp el 7 de noviembre de 2008*».

⁵⁴² Vid. Artículos 24.2 y 25.1 MiFID II.

⁵⁴³ AEVM, *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias* [ESMA/2015/1886 ES (rev)], 22 de marzo de 2016, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_es.pdf.

⁵⁴⁴ CNMV, *Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora*, 27 de junio de 2017, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GuiaTecnica_2017_4.pdf.

de la apuntada similitud de ambos textos, procederemos a estudiar los criterios establecidos por la CNMV, sabiendo que en ambos subyace la necesidad de proteger los intereses de los inversores minoristas mediante la obligación, por parte de quienes ofrezcan instrumentos financieros, de conocer sus riesgos y características de modo que puedan transmitir adecuadamente sus conocimientos y, al mismo tiempo, valorar si el producto es idóneo para el cliente.

Desde un punto de vista subjetivo los criterios de la GT 4/2017 serán de aplicación al personal relevante de las Entidades de Crédito, Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Institución de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión de Tipo Cerrado que presten servicios de inversión en España. A tales efectos, se considerará personal relevante quien suministre información o asesore a los clientes. Quedarán también incluidos los agentes vinculados y quien atienda a clientes con contratos de gestión discrecional de cartera.

En todo caso, en lo que ahora nos interesa, debemos resaltar la distinción entre los empleados que prestan asesoramiento y los que solo realizan labores informativas. Respecto de los primeros se espera un nivel de conocimientos y competencias mucho mayor y más profundo que el exigido a quienes proporcionan información.

En consecuencia, el personal que preste asesoramiento en materia de inversión deberá (i) conocer las características, los riesgos y los aspectos esenciales de aquellos productos que ofrezca o recomiende, incluyendo las repercusiones fiscales generales que generen y prestando especial atención cuando se trate de un producto complejo; (ii) tener conocimiento de los costes y gastos totales que se vayan a generar a la luz del tipo de producto ofrecido, así como de los costes respecto de la prestación de asesoramiento u otro servicio relacionado que se preste; (iii) cumplir con los requisitos de idoneidad; (iv) *sensu contrario* también debe poder saber cuándo el tipo de producto ofertado no es adecuado para el cliente teniendo en cuenta la información facilitada por este; (v) conocer el funcionamiento de los mercados financieros, lo que incluye saber cómo puede verse afectado el valor o la fijación de los precios de los productos que ofrece; (vi) comprender el efecto que sobre los mercados financieros y el valor de los productos pueden llegar a tener las cifras económicas y los sucesos nacionales, regionales o globales; (vii) entender la diferencia entre los índices de rendimientos pasados y los futuros, con énfasis en las limitaciones de los pronósticos de previsión; (viii) conocer tanto la normativa del mercado de valores, como los aspectos de interés del abuso de mercado y el blanqueo de capitales; (ix) evaluar datos sobre el tipo de productos ofertados, entre los que se incluyen el documento de datos fundamentales, los folletos informativos o los estados y datos financieros; (x) conocer las estructuras propias del mercado del producto ofertado y, si procede, cuáles son sus plataformas de negociación o si existen mercados secundarios; (xi) tener nociones básicas sobre los principios de valoración del producto ofertado; (xii) finalmente, también conocerá los fundamentos de la gestión de carteras, incluyendo las implicaciones relativas a la diversificación.

Por su parte, sobre el personal que informe sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares pesan igualmente los deberes enumerados anteriormente con los ordinales i, ii, y v hasta xi. Se añade la obligación de conocer las características y el alcance de los servicios de inversión o servicios auxiliares. Pese la equivalencia puesta de relieve, no debemos olvidar que para el caso del personal que presta información, el nivel de conocimientos y competencias es de menor profundidad.

En cuanto a la formación del personal, para ambos se establece un mínimo de horas lectivas que será de 150 si está previsto que presten asesoramiento y 80 cuando solo proporcionen información. Aunque es posible que la entidad fije un número de horas menor teniendo en cuenta la naturaleza y la complejidad del servicio. En todo caso, la formación podrá impartirse, presencial o a distancia, tanto por la propia entidad, como por entidades formadoras mediante convenio.

Sobre los sistemas de evaluación previstos, la GT 4/2017 señala que la evaluación, acreditación o certificación de la cualificación del personal se podrá realizar por la propia entidad o por entidades externas. En caso de ser la propia entidad la encargada, los órganos de administración fijarán mecanismos reforzados de control con el fin de asegurar la posesión de tales conocimientos. Ello incluye comprobar que los exámenes, siempre presenciales, acreditan la obtención de tales conocimientos. Igualmente, la CNMV publicará los listados de títulos o certificaciones emitidos por universidades públicas, privadas o entidades certificadoras que acreditarán que el personal posee la cualificación adecuada. No obstante, la propia entidad podrá considerar válidos cualesquiera otros títulos o certificados distintos a los señalados por la CNMV.

En caso de que un empleado no obtuviese la cualificación podrá prestar los servicios de asesoramiento o información bajo supervisión y durante un periodo máximo de cuatro años. El nivel y el alcance del régimen de supervisión estarán relacionados con la cualificación y experiencia del propio empleado.

Los requisitos expuestos hasta ahora, como puede comprobarse, son bastante rigurosos. Pero, en última instancia, el éxito o fracaso en la aplicación de los mismos dependerá de la firmeza con la que el supervisor nacional, o sea, la CNMV, exija su cumplimiento. De ahí que sea preciso plantearse una serie de cuestiones. La primera de ellas tiene que ver con el ingente mercado de títulos que se ha abierto recientemente, donde una multitud de instituciones pugnan por ofrecer sus títulos al mayor número de interesados posibles⁵⁴⁵. Esta situación puede derivar, como ya ha sucedido en otros ámbitos, en la existencia de un variado abanico de instituciones más o menos rigurosas en cuanto a la obtención de los certificados.

⁵⁴⁵ Puede consultarse el listado de títulos y certificaciones que cumplen con las exigencias de la GT 4/2017 en <https://cnmv.es/portal/Titulos-Acreditados-Listado.aspx?lang=es>.

La segunda cuestión que nos planteamos tiene que ver con la posibilidad que asiste a las entidades de acreditar por sí mismas la cualificación de sus empleados. Opción esta que nos parece todavía de mayor riesgo que la antes mencionada. Y es que nada impide que se establezcan mecanismos de evaluación sumamente laxos que posibiliten la superación sin mayores problemas y con menores costes de este nuevo requisito comunitario.

El tercer aspecto sobre el que también quisiéramos incidir está relacionado con la posibilidad de que empleados sin cualificación necesaria puedan llevar a cabo labores asesoras o informativas durante cuatro años, si bien bajo un régimen de supervisión de difícil control. Por todo ello, quizás no fuese descabellado plantearse la exigencia de un título o certificación habilitante emitido únicamente por la propia CNMV previa superación de una prueba de conocimientos desarrollada por ella misma. Se trataría de establecer, como única vía y con independencia de los cursos que se quieran realizar en instituciones públicas o privadas, la superación de una prueba realizada por la CNMV. Propuesta que carece de originalidad pues se encuentra prevista, aunque de forma muy residual, en la GT 4/2017 a propósito de las formas de acreditar los requisitos de conocimiento y competencia⁵⁴⁶.

⁵⁴⁶ En efecto, el apartado décimo, punto 31 de la GT 4/2017, relativo a la forma de acreditar el cumplimiento de los requisitos de conocimiento y competencias, se prevé que *«Deberá estar a disposición de la CNMV la documentación acreditativa de las decisiones de los órganos de administración, los criterios, los procedimientos, la relación actualizada del personal relevante y del que asesora, así como el registro de cada empleado o agente. La CNMV podrá realizar las pruebas al respecto que considere necesarias»*.

CAPÍTULO V. VIGILANCIA Y CONTROL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

I. BREVE RETROSPECTIVA HISTÓRICA

Habida cuenta de la notable complejidad de la que se han ido revistiendo sistemáticamente los productos financieros ofertados, la protección del inversor también se ha visto reforzada desde el momento mismo en que se emprende el diseño del producto que luego se pondrá a su disposición. Estrechamente relacionada con los deberes de información y los preceptos enfocados en la gestión de los conflictos de intereses, estas obligaciones en materia de gobernanza de productos vienen a regular de manera coordinada las diversas fases que atraviesa un producto financiero, desde su concepción hasta su comercialización. Se pretende así, que tanto las entidades encargadas de diseñar como de distribuir un determinado producto, delimiten y conozcan en detalle la estructura de este, lo que supondrá indudablemente una mejoría en los procesos de comercialización⁵⁴⁷.

La necesidad de redefinir la aprobación de ciertos productos, ya había sido objeto de valoración por la IOSCO que, al respecto y previa reforma de la MiFID, ya recomendaba el establecimiento de procesos internos en los que se identificaran las categorías de inversores a las que se dirige el producto⁵⁴⁸.

En el panorama europeo la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la AEVM crearon en 2011 un Comité Mixto para reforzar la cooperación y garantizar la coherencia intersectorial entre estas autoridades. Entre los objetivos de dicho Comité Mixto figuró la protección de los consumidores. Labor que abordaron mediante el establecimiento de una serie de principios que servirían de guía en la elaboración de políticas relacionadas con los procesos de supervisión y gobernanza de los productos⁵⁴⁹.

⁵⁴⁷ En este sentido, CANALEJAS MERÍN, J. F., “Las obligaciones de gobernanza de producto en la MiFID II y su transposición al Derecho español”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 24, 2019, p. 1, ed. electrónica.

⁵⁴⁸ IOSCO, *Regulation of Retail Structured Products*, diciembre de 2013, pp. 16 y ss., disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>. Secundariamente también se señalaba la posibilidad de exigir a los emisores que, antes de la venta del producto, (i) analizaran y evaluaran las necesidades de los inversores y diseñaran las características del producto de acuerdo a estas; (ii) promovieran el producto de manera comprensible por los inversores, alentando a los comercializadores a que identificaran los tipos de inversores que deberían y que no deberían invertir en él; (iii) dispusieran de controles internos sobre el desarrollo del producto; y (iv) evaluaran lo que los inversores pueden entender sobre el producto que se proponen vender. Asimismo, también se planteó que debería tenerse en cuenta la definición del perfil de riesgo del inversor, la tolerancia a las pérdidas de capital, los objetivos de inversión, el plazo disponible, los conocimientos financieros, la experiencia y cualquier otra característica demográfica como el régimen fiscal o la edad del inversor.

⁵⁴⁹ ABE, AESPJ y AEVM, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes* (JC-2013-77), 2013, p. 3, disponible en https://eiopa.europa.eu/Publications/Administrative/JC-2013-77_POG_-_Joint_Position_.pdf.

A su vez, la AEVM publicó posteriormente un documento de buenas prácticas en la gobernanza de los productos comercializados a inversores minoristas. Entre ellas se contempló el diseño del producto, las pruebas a las que el mismo debía someterse, así como el establecimiento de estrategias de distribución, o el mantenimiento de estándares de transparencia en los costes, entre otras⁵⁵⁰.

Más tarde, la AEVM publicó en 2018 las *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, (DRGP)⁵⁵¹. En ellas se establecieron con mayor detalle orientaciones tanto para los productores, como para los distribuidores, e incluso se recogieron aquellas cuestiones aplicables a ambos. Dada su importancia, haremos referencia a su contenido a lo largo de este apartado.

En nuestro país, la CNMV también se manifestó al respecto, aunque de forma muy residual, en la *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, de 2010 donde se precisó la necesidad de que se definiera el público objetivo al que se dirigían los instrumentos financieros pues ello facilita la actuación de las ESI en el mejor interés de sus clientes.

Teniendo en cuenta estos antecedentes es factible determinar que, si bien estas premisas introducidas por la MiFID II suponen la cristalización de una necesidad que se ha venido constatando cada vez con mayor intensidad por la alineación de dos factores determinantes. De un lado, por la creciente complejidad de la oferta de productos financieros. De otro, por la masiva comercialización pasada de productos sin conocer íntegramente sus características.

A resultas de lo expuesto, el análisis de los requisitos impuestos por la MiFID II en cuanto al diseño y comercialización de productos financieros, obliga a la lectura conjunta de dos de sus preceptos. El primero de ellos, el artículo 16.3 *in fine*, se encuadra en el Capítulo I del Título II dedicado a las condiciones y procedimientos de autorización de las ESI. Por lo que, como primera observación puede señalarse que su localización dista de las disposiciones que garantizan directamente la protección del inversor, previstas en la Sección segunda del Capítulo II. Más, en esta ocasión se requiere, por cuestiones de un mejor entendimiento, abandonar momentáneamente el concreto predio de la protección de los inversores y adentrarnos en el estudio de esta cuestión a sabiendas que, de forma indirecta, refuerza la mayor protección pretendida. A lo que debe añadirse que en el artículo 24.2 –ahora sí, inserto en la Sección segunda del Capítulo II–, vuelve a hacerse

⁵⁵⁰ AEVM, *Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* (ESMA/2014/332), 27 de marzo de 2014, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/structured-retail-products-good-practices-product-governance-arrangements>.

⁵⁵¹ La finalidad esencial de las mismas fue la promoción de una mayor convergencia e implementación de los requisitos contenidos en materia de gobernanza de productos por la MiFID II. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II* (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_es.pdf.

referencia al diseño y comercialización de productos financieros, enlazando sus previsiones con lo dispuesto en el mencionado artículo 16.3 *in fine*.

Hecha esta aclaración, procede realizar una segunda que tiene que ver con el ámbito subjetivo al que se dirigen las obligaciones previstas. Y es que, en este contexto, habremos de diferenciar entre los deberes impuestos a los productores y los deberes previstos para los distribuidores. Por esta razón plantearemos el estudio, primero desde la perspectiva de las obligaciones de los diseñadores, continuando con aquellas que atañen a los distribuidores⁵⁵².

II. OBLIGACIONES PARA LOS DISEÑADORES DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El artículo 16.3 *in fine* MiFID II dispone que las ESI que lleven a cabo el diseño de instrumentos financieros con fines comercializadores, deberán mantener, gestionar y revisar un proceso para la aprobación de cada uno de dichos instrumentos. Asimismo, respecto de los instrumentos existentes, deberán adoptar cuantas adaptaciones significativas sean precisas antes de proceder a su comercialización o distribución.

A sabiendas de que el diseñador representa el primer eslabón de la cadena productiva del futuro instrumento financiero, es a él a quien le corresponde atender los requerimientos del proceso de aprobación. Lo que implica la obligación de especificar el mercado al que se destinará el producto, esto es, la categoría de clientes sobre los que deberá enfocarse su comercialización. A su vez, deberá garantizar que se evalúan todos los riesgos pertinentes para el mercado objetivo antes determinado, y que la estrategia de distribución es coherente con esas observaciones.

Las obligaciones de estos diseñadores abarcan también las revisiones periódicas de los instrumentos que ofrezcan o comercialicen. En este sentido, habrán de tener en cuenta el acaecimiento de cualquier circunstancia que hubiese podido afectar sustancialmente al producto. De ahí que deban entrar a valorar si el mismo sigue respondiendo a las necesidades de los clientes a los que se dirige y si la estrategia de distribución es aún la adecuada.

Destaca también, en aras de una mejor provisión de asesoramiento, la necesidad de que los diseñadores pongan a disposición de los distribuidores toda la información que sea

⁵⁵² De conformidad con las DRGP, así como con el considerando 15 y el artículo 9.1 Directiva Delegada 2017/593, el término productor se aplicará a «una empresa que elabora un producto de inversión, incluida la creación, el desarrollo, la emisión o el diseño de dicho producto, incluso cuando asesora a sociedades emisoras sobre el lanzamiento de un nuevo producto». A los efectos de este apartado utilizaremos indistintamente y con idéntico significado los conceptos de productor, desarrollador, emisor o diseñador. Por otra parte, de acuerdo con las DRGP, el considerando 15 y el artículo 10.1 Directiva Delegada 2017/593, será considerado distribuidor «una empresa que ofrece, recomienda o vende productos y servicios de inversión a un cliente».

necesaria sobre sus productos, así como sobre el proceso de aprobación de los mismos, lo que debe incluir el mercado de clientes hacia los que se dirige.

En esta misma línea, el artículo 24.2 prevé que las ESI que diseñen instrumentos financieros garantizarán que estos responden a las necesidades del mercado al que se dirigen, reiterando la obligación de definir la categoría de clientes entre los que se desarrollará la comercialización. Al mismo tiempo, la estrategia de distribución deberá ser compatible con el tipo de cliente, por lo que deberán adoptarse medidas razonables tendentes a garantizar que, efectivamente, el recién diseñado instrumento se distribuye en el mercado definido por sus propios diseñadores.

Estas previsiones de naturaleza muy general, se incorporaron a nuestro ordenamiento mediante el RD Ley 14/2018, cuyo contenido modificó la letra del vigente artículo 193.2 letra c) del TRLMV. De esta forma, quedó establecida la obligación de las ESI de desarrollar un proceso para la aprobación de cada instrumento financiero, así como para las adaptaciones significativas de los mismos, antes de su comercialización o distribución.

En cuanto a las obligaciones de alineación del producto con las necesidades del mercado al que se dirige y la provisión de estrategias de distribución igualmente acordes con sus destinatarios, estas quedaron recogidas en el añadido artículo 208 ter apartado 1 TRLMV.

El posterior y necesario desarrollo reglamentario de estas previsiones ha permitido entrar a conocer con mayor profundidad la naturaleza de las obligaciones indicadas. Así pues, es necesario proseguir este estudio mediante el análisis de los artículos 66 a 73 del RD 217/2008. Todos ellos modificados por la disposición final 4.29 del RD 1464/2018, donde se contienen las obligaciones de vigilancia y control que deberán asumir las ESI que produzcan instrumentos financieros. Por tanto, la creación, desarrollo, emisión o diseño de cualquier producto deberá respetar lo establecido, y antes señalado, en el TRLMV y lo previsto en el RD 217/2008 que pasamos a estudiar.

Ya hicimos referencia con anterioridad a la relación existente entre las obligaciones dimanantes del diseño de productos financieros y las políticas de gestión de conflictos de intereses. Este nexo vuelve a quedar patente ahora en el artículo 67 RD 217/2008, donde se advierte a las ESI que produzcan instrumentos financieros que deberán asegurarse que el diseño y características previstas no lesionan los intereses de los clientes, ni afectan a la integridad del mercado⁵⁵³. Con el fin de detectar posibles conflictos de intereses desde el momento mismo del diseño, la entidad evaluará con particular énfasis si el instrumento

⁵⁵³ El mismo artículo 67 RD 217/2008 precisa que la integridad del mercado podría llegar a verse afectada si se permitiese a las empresas bien atenuar, bien eludir, su riesgo o exposición a los activos subyacentes del producto cuando la propia ESI mantiene estos activos por cuenta propia. Sobre esta cuestión vuelve a insistir el artículo 68 previendo que las ESI, antes de acometer el lanzamiento del producto, deberán considerar si el instrumento planificado puede llegar a constituir una amenaza para el funcionamiento ordenado o la estabilidad de los mercados financieros.

puede llegar a generar situaciones en las que los clientes pueden resultar perjudicados si, por una parte, asumen una exposición opuesta a la mantenida anteriormente por la empresa. O si, por otra parte, asumen una exposición contraria a la que tiene previsto mantener la empresa tras la venta del producto.

Sin perjuicio de lo anterior, una de las más importantes obligaciones de las ESI que diseñen productos de inversión es la determinación del mercado objetivo o destinatarios de sus instrumentos⁵⁵⁴. Para cumplir con dicho deber, las ESI identificarán con el detalle suficiente el mercado potencial de cada instrumento, delimitando el tipo de cliente, o conjunto de estos, cuyas necesidades, características y objetivos de inversión son acordes con el instrumento. *Sensu contrario* la empresa deberá determinar también los grupos de clientes no compatibles. A pesar de la expresa mención de esta obligación, desde estas líneas consideramos que se trata de una previsión innecesaria por redundante, pues obviamente aquellos clientes no incluidos en el listado de compatibilidad con el instrumento, deberán considerarse expresamente descartados del proceso de comercialización. Sea como fuere, y reconduciendo el asunto, el análisis que se realice deberá basarse en criterios cuantitativos y cualitativos. De esta forma, la ESI deberá tener en cuenta, como mínimo, el tipo de cliente al que se pretenda enfocar la comercialización del producto, el conocimiento y la experiencia que pueda disponer, la situación financiera y sobre todo su capacidad para soportar pérdidas, la tolerancia al riesgo que presente, la relación existente entre el riesgo y el beneficio que el producto puede generar y el mercado al que se quiere dirigir, y, en último lugar, los objetivos de inversión y las necesidades del cliente⁵⁵⁵.

Si dentro de las perspectivas de comercialización del instrumento se prevé la distribución a través de otras empresas, el análisis de las necesidades y características de los clientes a quienes habrá de dirigirse, se realizará sobre la base del conocimiento teórico que dispone la ESI sobre estos, así como a partir de la experiencia acumulada con el propio instrumento u otro similar, los mercados financieros, y las necesidades, características y objetivos de los potenciales clientes finales.

⁵⁵⁴ *Vid.* Artículo 71 RD 217/2008.

⁵⁵⁵ Este listado de categorías que deberán tener en cuenta los productores a la hora de delimitar el mercado objetivo, se encuentra desarrollado con mayor detalle en las mencionadas DRGP de la AEVM. En ellas se recoge que (i) la definición del tipo de clientes al que se dirige el producto deberá hacerse de acuerdo con la categorización prevista en la MiFID II (profesional, minorista y contraparte elegible); (ii) en la valoración de los conocimientos la empresa tendrá en cuenta el tipo de producto, sus características y el conocimiento que el cliente pueda tener sobre áreas temáticas relacionadas; (iii) en la valoración de la experiencia la entidad podrá describir el grado de experiencia práctica que se espera de los clientes objetivo; (iv) en la evaluación de la situación financiera, se especificará el porcentaje de pérdidas que los clientes pueden soportar (reducidas o totales); (v) en cuanto a la tolerancia al riesgo deberá especificarse la actitud general que se espera de los clientes en este aspecto y que podrá ser, por ejemplo, conservadora, equilibrada o más propensa al riesgo especulativo; (vi) los objetivos y las necesidades de inversión también deberán ser detallados haciendo referencia, por ejemplo, al número de años en los que está dispuesto a mantener su inversión, si bien es cierto que los objetivos deberán detallarse en mayor medida cuando se especifiquen los aspectos particulares de la inversión. En cualquier caso, los objetivos pueden oscilar entre específicos o genéricos. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ... *ob. cit.* pp. 5 y ss.

Con la finalidad de determinar cuándo los productos financieros pueden generar situaciones de riesgo en las que se produzcan resultados deficientes para los clientes, corresponde a las ESI acometer un análisis previo de escenarios en el que se determinará en qué circunstancias pueden generarse tales resultados. Los mencionados escenarios comprenderán un amplio abanico de posibilidades entre las que se encuentra que el entorno del mercado se deteriore, que al productor le sobrevinieran dificultades financieras, que el instrumento financiero no fuese comercialmente viable, o que la demanda fuese superior a lo estimado, pues supondría generar presión sobre los recursos de la empresa o el mercado del subyacente.

Finalmente, dentro de estas obligaciones que hemos señalado como de gran importancia, figura la necesidad de que las ESI determinen si el instrumento coincide con las necesidades, características y objetivos de los clientes destinatarios. Para lo cual deberán examinar, en primer lugar, si los riesgos o las retribuciones del producto son acordes con el mercado en que se espera distribuir y, en segundo lugar, si el diseño se enfoca en beneficiar al cliente y no en un modelo empresarial concreto cuyo propósito sea la rentabilidad sin velar por los intereses de sus clientes a quienes el producto puede repercutir en resultados deficientes. Son variadas y necesarias las obligaciones impuestas a las ESI en el diseño del producto, pero su vulneración, en principio, constituye una infracción que podrá dar lugar a las sanciones pertinentes, pero no estamos ante una obligación contractual, será la CNMV a quien corresponderá, en su caso, abrir un expediente administrativo sancionador por no cumplimiento de estas obligaciones. Con todo, cabría cuestionarse si podrían exigirse responsabilidades a la ESI por parte de un cliente afectado por una eventual desatención de estas obligaciones, en cuyo caso habría de enfocarse la cuestión desde la óptica de la responsabilidad extracontractual.

Parte de la definición de la estrategia de distribución, a la que ya hemos hecho referencia al respecto del artículo 208 ter TRLMV, debe comprender la garantía de la compatibilidad de los productos con el mercado objetivo definido, y en este sentido supondrá adoptar las medidas que sean razonablemente necesarias para asegurarse que el instrumento se oferte en dicho mercado. Análogamente, las ESI deberán establecer además cuánta información debe disponer el distribuidor respecto de su cliente con la finalidad de evaluar adecuadamente si este se corresponde con el mercado definido para el instrumento en cuestión.

Todavía dentro de la esfera del establecimiento de estrategias de distribución de los instrumentos financieros, les corresponde a los productores la asunción de otra obligación. Se trata de la proposición del tipo o tipos de servicio de inversión que, teniendo en cuenta la naturaleza del producto, resultarán idóneos para realizar dicha distribución. Para aquellos casos en los que es posible que la adquisición del producto se

complete sin que medie actividad de asesoramiento, las ESI productoras deberán indicar el canal o canales de distribución recomendados⁵⁵⁶.

A los diseñadores les concierne también la concreción de la estructura de costes de sus instrumentos financieros. Para lo cual deberán examinar que los costes y cargos son compatibles con las necesidades, objetivos y características de los potenciales destinatarios. Y es que escasa acogida tendrá entre su público un producto de inversión que no pueden asumir. Al mismo tiempo, deberán velar porque los cargos no afecten a las expectativas de rendimiento. Situación que puede llegar a darse si, por ejemplo, los costes igualan o superan las ventajas fiscales previstas para el instrumento. Lo que también dará lugar, por parte del potencial inversor, a la exclusión del producto de entre las opciones disponibles. En cualquier caso, la estructura de cargos deberá ser adecuadamente transparente, lo que supone la expresa prohibición de contener cargos ocultos o ser expuesta de una forma demasiado compleja para su comprensión⁵⁵⁷.

A todas las obligaciones recogidas se suma la necesidad de proveer a los distribuidores de información sobre el instrumento financiero (art. 72 ter RD 217/2008). Con ello se pretende que el encargado de la posterior comercialización comprenda cuáles son los canales apropiados para realizar la distribución, cómo ha sido el proceso de aprobación del producto, y quiénes son los destinatarios del mismo. Una correcta provisión de esta información redundará en una comercialización adecuada.

Una vez gestionados los posibles conflictos de intereses, valorado las amenazas para el funcionamiento del sistema financiero, definido el mercado objetivo y la estrategia de distribución, establecido la estructura de costes e informado de todo ello a los distribuidores, sobre los diseñadores todavía pesa una última obligación importante. Es la relativa a la revisión periódica de los instrumentos que produzcan y en la que deberán tener en cuenta el acaecimiento de sucesos que puedan afectar a los destinatarios. Como parte de estos procesos de examen, la ESI deberá comprobar si su instrumento sigue acomodándose a las necesidades, características y objetivos del mercado para el que se diseñó, así como si las labores de distribución se están realizando en dicho mercado objetivo o si, en contra de lo previsto, el producto se está comercializando entre quienes no resulta compatible.

Las labores de revisión también deberán completarse antes de procesos de relanzamiento o emisiones adicionales, ante cualquier evento que haya podido, o pueda, afectar sustancialmente al riesgo que asumen los inversores, y además cada cierto tiempo para verificar que los instrumentos se comportan conforme a lo previsto. La periodicidad de

⁵⁵⁶ Sobre la definición, por parte de la ESI productora o diseñadora del instrumento financiero, de la estrategia de distribución *vid.* artículo 72 RD 217/2008. La articulación de la estrategia de inversión también se encuentra recogida en las DRGP de la AEVM. Sobre ellas se dice que el productor deberá elegir aquellos distribuidores cuyos clientes y servicios sean compatibles con el mercado destinatario del producto. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ... *ob. cit.* p. 9.

⁵⁵⁷ *Vid.* Artículo 72 bis RD 217/2008.

las verificaciones la establecerá la propia ESI teniendo en cuenta la complejidad o la naturaleza innovadora de las estrategias de inversión adoptadas.

Como quiera que los mercados de valores son entornos de constantes cambios, los productores deberán identificar cuáles serán los eventos cruciales que pueden influir sobre el riesgo o las expectativas de rentabilidad del instrumento de inversión. El texto reglamentario apunta la superación de umbrales que afecten al perfil de rentabilidad, o variaciones en la situación de solvencia de los emisores que pueda trascender al rendimiento del instrumento financiero. Si tales eventos o cualesquiera otros previstos por la ESI llegasen a ocurrir, deberán adoptarse las medidas adecuadas entre las que figura (i) informar a los distribuidores o a los clientes, en caso de venta directa, sobre el suceso y sus consecuencias en el instrumento financiero; (ii) modificar el proceso de aprobación del producto; (iii) paralizar cualquier emisión posterior del instrumento financiero; (iv) modificar el producto para eludir el establecimiento de relaciones contractuales desleales; (v) reconsiderar la idoneidad de los canales de venta si se tiene conocimiento que a través de ellos no se está comercializando adecuadamente el producto; (vi) contactar con el distribuidor a fin de establecer modificaciones en la distribución; (vii) liquidar la relación con el distribuidor; o (viii) informar a la CNMV⁵⁵⁸.

III. OBLIGACIONES PARA LOS DISTRIBUIDORES DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El análisis de las obligaciones desde la perspectiva de los distribuidores vuelve a llevarnos, en primer lugar, a lo previsto en la MiFID II en sus artículos 16.3 *in fine* y 24.2. A este respecto, el primer precepto señala que cuando la empresa lleve a cabo labores comercializadoras de productos en los que no ha intervenido en su diseño, deberá contar con los mecanismos adecuados para recabar la información relativa a dichos productos, su proceso de aprobación y, especialmente, el mercado al que deberán destinarse.

El segundo de los artículos estudiados (art. 24.2 MiFID II), advierte que las ESI deberán comprender las características de los productos que ofrecen o recomiendan. Paralelamente, deberán valorar la compatibilidad de aquellos respecto de las necesidades de sus clientes, al tiempo que garantizan que las ofertas y procesos de comercialización se acometen solo cuando redunden en el interés del cliente.

Como hemos señalado en relación con las obligaciones de los diseñadores de instrumentos financieros, la transposición del contenido previsto en la MiFID II supuso la modificación, vía RD Ley 14/2018, del artículo 193.2 TRLMV. Para el concreto caso que nos ocupa ahora, en que la ESI asume labores comercializadoras, la letra c) del mencionado precepto contiene el requerimiento de provisión de mecanismos adecuados para obtener información sobre los productos. La necesidad de que la ESI comprenda las

⁵⁵⁸ Por todos los deberes contenidos en la obligación de revisión *vid.* artículo 73 RD 217/2008.

características de aquellos instrumentos que ofrece o recomienda, quedó recogida en el apartado 2 del artículo 208 ter TRLMV.

No obstante, hemos visto que el desarrollo reglamentario ha ampliado el carácter de estas previsiones por lo que, a continuación, habremos de estar a lo previsto en la disposición final 4.29 del RD 1464/2018, por la que se modifica, entre otras cuestiones, el contenido de los artículos 74 a 76 bis del RD 217/2008 relativos a las obligaciones de los distribuidores en materia de vigilancia y control de los productos financieros. Así que, en definitiva, cuando la ESI deba decidir la gama de instrumentos financieros, emitidos por ella u otra empresa, y los servicios que pretende ofrecer o recomendar a los clientes, deberá cumplir con lo dispuesto en los mencionados artículos⁵⁵⁹. En ellos nos apoyaremos para el siguiente desarrollo pormenorizado de estas obligaciones. No obstante, si del repertorio de productos de inversión que pretende comercializar, resultasen instrumentos producidos por entidades no sujetas al TRLMV o a la normativa sectorial de otro Estado miembro que haya transpuesto la MiFID II, la ESI también deberá cumplir lo previsto en el artículo 208 ter TRLMV y los artículos 66 a 73 del RD 217/2008, anteriormente estudiados⁵⁶⁰.

Así las cosas, una de las primeras obligaciones de las ESI, en su actuación como distribuidoras de instrumentos financieros, será recabar de los productores la información necesaria para comprender y conocer el instrumento, garantizando con ello que la posterior distribución sea acorde a las necesidades, características y objetivos del potencial destinatario del producto. En caso de tratarse de un productor no comunitario, la ESI tomará las medidas que sean razonables para obtener la información adecuada y fiable. Si a lo largo del proceso, y con independencia del productor del instrumento financiero, la información necesaria no estuviera disponible públicamente, corresponde al distribuidor la responsabilidad de adoptar medidas razonables para acceder a dicha información.

En todo caso, se considerará información aceptable aquella que atienda a las máximas de claridad, fiabilidad y, además, que se elabore para cumplir requisitos reglamentarios, como por ejemplo, las obligaciones de divulgación que prevé el Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

⁵⁵⁹ A este respecto, las DRGP de la AEVM hacen expresa mención y advierten que las ESI deberán proceder a realizar tales precisiones en etapas tempranas, cuando las políticas comerciales y las estrategias de distribución son definidas por el órgano de dirección. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ... *ob. cit.* p. 9.

⁵⁶⁰ A partir de este momento, teniendo en cuenta esta circunstancia en la que es preciso distinguir entre los productores sujetos TRLMV o a la normativa nacional de desarrollo de la MiFID II de otro Estado miembro, y los productores que no lo están, y por una cuestión de economía del lenguaje para evitar reiteraciones innecesarias, emplearemos el término *productor* para referirnos a quienes sí se encuentran sometidos al TRLMV o a la MiFID II. A su vez, para aludir a aquellos otros productores que no sujetos, utilizaremos el término *productor no comunitario*.

Esta obligación se extiende tanto a los productos comercializados en mercados primarios, como a los vendidos en mercados secundarios. Ahora bien, su cumplimiento será proporcional a la información disponible y a la complejidad del producto.

La información obtenida sumada a la que disponen de sus propios clientes, permitirá a las ESI delimitar el mercado al que se destinará el producto y acometer la estrategia de distribución en consecuencia. En caso de que la ESI simultaneara su condición de productor y distribuidor, solo será necesaria una única evaluación del mercado objetivo.

Dentro de estos deberes de obtención de información por parte de la ESI distribuidora, se incluye también la obligación de suministrar información en sentido inverso. Y es que la ESI deberá facilitar a los productores información sobre las ventas y sobre cualquier cuestión que pudiera justificar un proceso de revisión de los productos⁵⁶¹.

Sobre la determinación del mercado objetivo, el artículo 75 RD 217/2008 recoge la obligación de las ESI de proceder a su especificación, incluso si dicha labor no ha sido hecha de antemano por el productor⁵⁶². Para los casos en los que no dispusiera de la información necesaria para evaluar uno o varios aspectos del potencial mercado objetivo (art. 75.3 RD 217/2008), habrá de tener en cuenta la determinación del público y la estrategia de distribución facilitada por el productor. Ante tal circunstancia, y siempre que no se trate del servicio de asesoramiento o de gestión discrecional de carteras, deberá poner sobre aviso al cliente advirtiéndole que la ESI no puede garantizar la adecuación del producto. Sin embargo, si se trata de productos especialmente complejos, existe un elevado riesgo, o pueden llegar a generarse conflictos de interés, deberá plantearse su exclusión de las ofertas.

A la hora de definir las estrategias de distribución (art. 75. 2 RD 217/2008), la ESI deberá valorar la información suministrada por el productor, la naturaleza del instrumento, el tipo de clientes y los servicios que la propia entidad presta⁵⁶³. Si está previsto dirigirse a los clientes por cualquier vía para comercializar activamente un instrumento financiero, además de la información procedente de la prestación de servicios de inversión, la ESI deberá tener en cuenta todos los datos que tenga a su disposición sobre dichos clientes (art. 75. 3 RD 217/2008).

⁵⁶¹ Toda la información que deben obtener los distribuidores se encuentra prevista en el artículo 74 bis RD 217/2008.

⁵⁶² Las DRGP especifican que los distribuidores utilizarán el mismo listado de categorías empleado por los productores (tipo de clientes, experiencia y conocimiento, situación financiera, tolerancia al riesgo y objetivos y necesidades), pero deberán identificar el mercado destinatario a un nivel más concreto que el productor, de quien se espera una visión más general. En cambio, los distribuidores habrán de basarse en la información y conocimiento que tengan de sus propios clientes, por lo que se espera un análisis más exhaustivo. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ... *ob. cit.* pp. 11 y ss.

⁵⁶³ Las DRGP advierten que, teniendo en cuenta las estrategias sugeridas por el productor, el distribuidor podría a su vez adoptar un enfoque más o menos prudente según las características del producto. *Vid.* AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II*, ... *ob. cit.* pp. 14 y ss.

Como puede comprobarse de un simple cotejo de las obligaciones de definición de las estrategias de distribución, dicha actividad aparece prevista tanto para los productores como para los distribuidores. Duplicidad que podría generar situaciones de conflicto si lo previsto por uno, no es contemplado y acatado por el otro, esto es, si las estrategias de distribución señaladas por el productor, no coinciden con las propuestas por el distribuidor. Para evitar que cualquier antagonismo de esta clase pueda suponer un quebranto en la protección de los inversores que espera reforzarse mediante el establecimiento de todas estas obligaciones de vigilancia y control, el artículo 75.4 otorga al distribuidor la facultad de desviarse de las directrices de comercialización hechas por el productor, siempre que lo justifique convenientemente y, en todo caso, cuando ello repercuta en el suministro de un servicio que suponga un mayor nivel de protección para el cliente, o cuando implique una mayor restricción del mercado objetivo previsto por el productor.

A los distribuidores, al igual que a los productores, también le corresponden labores de revisión. En este sentido, las ESI deberán revisar y actualizar periódicamente sus mecanismos de vigilancia y control de productos para garantizar su solidez y adecuación a los fines para los que fueron articulados. El proceso de evaluación incluirá, como mínimo, la valoración de si el producto o servicio sigue siendo estando acorde a las necesidades, características y objetivos del mercado destinatario, así como si la distribución sigue siendo apropiada. En caso de tener constancia de haber llevado a cabo una errónea determinación del mercado para un concreto producto o servicio, o que el mismo ya no se atiene a las circunstancias del mercado objetivo (por ejemplo, deja de ser líquido o deviene muy volátil), la ESI deberá reconsiderar el mercado destinatario o proceder a actualizar los mecanismos de vigilancia y control, tal como recoge el artículo 75 bis RD 217/2008.

IV. CONSIDERACIONES CRÍTICAS

Una de las secuelas más notorias de la crisis financiera, estrechamente relacionada con la prestación de la actividad de asesoramiento en materia de inversión cuyo análisis antecede a este apartado, fue la constatación manifiesta de una aplicación irregular de los deberes de actuación en el mejor interés de los clientes. Tanto es así que, como hemos apuntado, muchos productos y servicios financieros se recomendaron a un mercado objetivo, esto es, a unos clientes, a quienes dicho instrumento resultaba totalmente desaconsejable, como lamentablemente habrían de confirmar posteriormente los juzgados y tribunales nacionales y europeos. De ahí que las reformas introducidas por MiFID II intenten atajar esta problemática desde estadios iniciales y se extiendan a lo largo de todo el ciclo de vida de los productos financieros, alcanzando, como es el caso, el momento mismo en que se crean, desarrollan, emiten o diseñan.

A la luz de este objetivo comunitario, hemos expuesto las obligaciones que deben cumplir tanto productores como distribuidores en estas primeras fases de desarrollo y comercialización del instrumento. Se trata de deberes que redundarán en importantes beneficios para el inversor, toda vez que las futuras labores de asesoramiento que se le presten vendrán reforzadas por las obligaciones previas de determinación del mercado potencialmente destinatario del instrumento de inversión, y por la definición de las estrategias de inversión. A lo que se suman los deberes de esclarecimiento de los costes y de establecimiento de flujos de información entre los productores y los distribuidores. En otras palabras, los procesos de desarrollo de productos se caracterizan ahora por ser de naturaleza abierta y bidireccional, de tal modo que las obligaciones de productores y distribuidores se encuentran interconectadas con la capacidad de influirse mutuamente.

Pero, ahora bien, sin restarle valor a los efectos positivos que el acatamiento de esas medidas traerán en la reducción de las ventas inadecuadas de productos entre las distintas categorías de clientes, debemos hacer una serie de reflexiones que las obligaciones expuestas nos suscitan, al objeto de determinar si, en última instancia, el afán protector del regulador comunitario ha derivado, al menos en este ámbito y de momento, en un excesivo celo, quizás paternalista, en torno a la protección de los inversores minoristas.

La primera de ellas tiene que ver con una posible reducción de los instrumentos financieros disponibles para los inversores minoristas. En este sentido, de forma preliminar debemos señalar que estos requisitos serán de aplicación tanto a los nuevos instrumentos financieros que se diseñen con posterioridad al 3 de enero de 2018, como a aquellos existentes previamente, pero sobre los que se acometan modificaciones sustanciales, así como a aquellos desarrollados antes de la introducción de MiFID II pero cuya distribución pretende realizarse con posterioridad a su entrada en vigor. En consonancia con lo cual, los productores quedarán fuera del ámbito de aplicación de estas obligaciones si (i) sus instrumentos se han producido antes del 3 de enero de 2018, fecha en la que MiFID II debía estar íntegramente transpuesta a todos los ordenamientos comunitarios; (ii) no se contempla el ofrecimiento de servicios de asesoramiento o gestión de carteras de forma individual como parte de la definición de la estrategia de inversión; y (iii) el productor no pertenece a la UE y por ende no se encuentra sometido a las disposiciones MiFID II⁵⁶⁴.

En los casos arriba señalados no existe obligación de definir un mercado objetivo para sus productos. Lo que no debe entenderse como licencia para una comercialización no reglada. Nada más lejos. En estos casos, la determinación del mercado destinatario recaerá, como hemos visto, en los distribuidores (art. 75 RD 217/2008). Sin embargo, cuando se trate productos especialmente complejos, que supongan un elevado riesgo o que sean capaces de generar conflictos de intereses significativos, la ESI distribuidora deberá plantearse su descarte de la oferta de productos disponibles para sus clientes.

⁵⁶⁴ Durante el periodo de escritura y revisión del presente trabajo no se han alcanzado los necesarios acuerdos al respecto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, por lo que, tras la formalización del Brexit, deba matizarse esta cuestión para aquellos instrumentos financieros producidos allí.

Situación que puede derivar en una reducción del listado de instrumentos financieros disponibles para los inversores⁵⁶⁵.

La segunda reflexión que se nos suscita está relacionada con la anterior pues es muy posible que de la lectura de los dos párrafos previos a este, haya quien no vea mayor inconveniente para los intereses de los inversores minoristas. De hecho, es posible que se llegue a argumentar que una reducción de los instrumentos financieros disponibles, realizada sobre la base de garantizar su plena idoneidad con la categoría de clientes entre quienes se comercialice, solo puede traer resultados positivos al sistema financiero. Sin embargo, sin ser ello indiscutible, nos planteamos, ¿dejará de ser rentable para los inversores minoristas la actividad de inversión?

Téngase en cuenta que, a resultas de la pasada crisis, sobre las ESI orbita el temor de nuevas reclamaciones o sanciones por parte de los supervisores. Lo que implica que, con carácter previsor, comienzan a hacer gala de una reforzada diligencia que conlleva que, cuando un producto financiero pueda resultar complejo o arriesgado, se prefiera su exclusión y se comercialice una gama excesivamente restrictiva. Por lo que, de perpetuarse estas prácticas, es muy probable que la disposición de instrumentos financieros quede reducida a aquellos que resultan más seguros y que en entornos de bajos intereses apenas prometen beneficios.

Como resultado, vislumbramos una deriva hacia un nuevo marco quizás excesivamente paternalista, en el que serán los productores y los distribuidores quienes determinen *ab initio* en qué productos puede o no puede invertir un cliente, quien habrá perdido así cualquier posibilidad de decisión al respecto. Como contrapartida de lo expuesto, el lector puede sugerir que, habida cuenta de la nefasta comercialización de productos pasada, esta limitación no debe valorarse negativamente. Más, en este punto, nos permitimos recordar que la inidónea comercialización de preferentes o *swaps*, entre otros, se realizó obviamente sin tener en cuenta el tipo de clientes a quienes se les ofertaba, pero también en franco conflicto de intereses, ofreciendo una información sesgada y no advirtiendo adecuadamente de los riesgos. Qué duda cabe que, de haber sabido las características reales y los verdaderos riesgos del producto, la contratación de estos por inversores minoristas habría sido anecdótica.

Por tanto, deriva de las exigencias mencionadas una falta de poder de decisión de los inversores minoristas. Incluso si comprende y acepta los riesgos de un determinado producto, no podrá acceder a él si el distribuidor ha decidido que el producto debe quedar fuera del alcance de los inversores minoristas. Para estos casos, la MiFID II ha previsto una posibilidad que, de antemano, no parece que vaya a resultar de gran acogida. Se trata de la opción que tienen los distribuidores de apartarse de las directrices de comercialización establecidas por el productor, siempre que quede adecuadamente

⁵⁶⁵ En este sentido, *vid.* CARTEI, G., “The impacts of Mifid II Product governance requirements on financial intermediaries and a possible fintech solution to face POG requirements”, *New Challenges in Corporate Governance: Theory and Practice*, 2019, pp. 8 y ss., ed. electrónica.

motivado, suponga mayor protección para el cliente o restrinja aún más el mercado objetivo previsto del producto. Como puede comprobarse, los distribuidores no se mostrarán inclinados a hacer estas excepciones para sus clientes minoristas *ordinarios* cuando sobre ellos pende el riesgo de incurrir en responsabilidades o de enfrentarse a multas⁵⁶⁶.

Nuestra tercera reflexión se enfoca en los costes nada despreciables que estas obligaciones de vigilancia y control pueden generar, sobre todo para los distribuidores. Respecto de estos últimos, hemos visto que sobre ellos recae la imposición de proceder con la determinación del mercado objetivo y la estrategia de distribución cuando dicha labor no ha sido realizada previamente por el productor. Luego, es evidente que el esfuerzo económico de los distribuidores es de mayor envergadura, por lo que sería posible que, llegado el momento, optasen por no distribuir los instrumentos financieros del productor que ha descuidado sus obligaciones. Pero, de aceptar cómo válida esta opción, resultaría indiscutible que los ingresos de ambos se verían afectados. Por lo tanto, tal vez no fuese desacertado establecer para estos casos obligaciones de responsabilidad solidaria en cuanto a los costes dimanantes de la obtención de la información no suministrada. Aunque en el ámbito doctrinal se barajan también otras opciones de naturaleza tecnológica como es el recurso a redes *blockchain*⁵⁶⁷.

Para concluir es evidente que, en este ámbito de vigilancia y control de los productos financieros, las obligaciones implementadas por la MiFID II no suponen solamente deberes de cumplimiento, sino que requieren de una labor activa de cooperación que involucra a importantes participantes del sistema financiero como son los productores de instrumentos financieros y los distribuidores de estos. Las reflexiones aportadas no pretenden restar valor a los efectos positivos que estas medidas pueden llegar a tener en la protección de los inversores minoristas, si bien es cierto que aportan una nueva perspectiva que debería tenerse en las futuras valoraciones que se realicen teniendo en cuenta que todavía es muy pronto para determinar los efectos reales de estas normas.

⁵⁶⁶ En este sentido, COLAERT, V., *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, 26 de septiembre de 2019, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3455413.

⁵⁶⁷ En este sentido, CARTEL, G., “The impacts of Mifid II Product governance requirements on financial intermediaries and a possible fintech solution to face POG requirements”... *ob. cit.* p. 10, ed. electrónica.

CAPÍTULO VI. LA GESTIÓN DE ÓRDENES

I. APUNTES PREVIOS

El siguiente mecanismo jurídico de protección de los inversores minoristas que estudiaremos se basa en la gestión que, de las órdenes dadas por los clientes, ha de realizar el intermediario financiero. Una labor en la que, además, debe procurarse la obtención del mejor resultado posible para los clientes.

Si tenemos en cuenta que generalmente la relación jurídica que une a intermediario y cliente suele ser el contrato de comisión mercantil, para cualquier lector, avezado o lego en materia financiera, el concepto de la mejor ejecución resultará familiar o incluso obvio. Máxime porque, como sabemos, el comisionista no queda al margen de las obligaciones de diligencia y transparencia. Lo que implica, más concretamente, el deber de cuidar de los intereses de sus clientes como si fueran propios⁵⁶⁸. De ahí que la novedad de la cuestión no sea tanto la previsión en MiFID I de esta noción de larga data, como el planteamiento de la misma en un contexto legal armonizado y homogéneo para toda la Unión.

En efecto, cabe destacar que durante el periodo que hemos denominado como pre-MiFID, la DSI no se refería a la gestión de órdenes o la obtención del mejor resultado de forma directa. Todo lo más establecía una serie de principios que debían estar presentes en las normas de conducta que las empresas de inversión debían observar en todo momento. En dichos principios figuraban, entre otros de notable relevancia, (i) la necesidad de operar leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de los clientes y la integridad del mercado; (ii) la obligación de proceder con competencia, esmero y diligencia; y, (iii) el requisito de poseer y utilizar eficazmente los recursos y los procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad⁵⁶⁹.

⁵⁶⁸ En este sentido, la STS 28/2003 de 20 de enero (ECLI: ES:TS:2003:162) señalaba que: «ya la Ley del mercado de valores de 1988 estableció, superando la arcaica legislación existente hasta el momento, las nuevas bases del régimen jurídico español en la materia y de su regulación, en lo que al tema respecta, ha de concluirse, desde una perspectiva general, que el contrato que vincula a los compradores con la sociedad intermediaria, encargada de la adquisición, siguiendo instrucciones del principal, responde a la naturaleza del contrato de comisión mercantil (artículo 244 del Código de Comercio), y desde una perspectiva más concreta, que toma en cuenta sus relaciones con el "mercado de valores", al llamado contrato de "comisión bursátil"; de manera, que, en el desempeño de su mandato, el comitente debe actuar con la diligencia y lealtad que se exigen a quien efectúa, como labor profesional y remunerada, una gestión en interés y por cuenta de tercero, en el marco de las normas de la Ley del mercado de valores, establecidas para regular la actuación profesional de las empresas de servicios de inversión en los dichos mercados, y, por ello, muy especialmente observar las "normas de conducta" (Título VII) que disciplinan su actuación, entre las que destacan, dentro del deber de diligencia, las de asegurarse que disponen de toda la información necesaria para sus clientes, manteniéndoles siempre adecuadamente informados y la de cuidar de los intereses de sus clientes, como si fueran propios, todo ello potenciado por un exquisito deber de lealtad».

⁵⁶⁹ Vid. Artículo 11 DSI.

Siendo indiscutible que la voluntad tras la normativa citada se correspondía con la intención de establecer reglas que garantizaran la mejor ejecución, no cabe duda tampoco que, finalmente, la forma en que dichas normas fueron trasladadas a los distintos ordenamientos nacionales abarcó un amplio abanico interpretativo. Así, en algunos países la mejor ejecución se planteó desde la perspectiva de obtener para el cliente el mejor precio del mercado en un periodo de tiempo razonable, mientras que para otros consistió en ejecutar las órdenes sin retrasos indebidos, o realizar las transacciones bajo las mejores condiciones de viabilidad del mercado⁵⁷⁰. En nuestro país, tras la modificación de la LMV-1988 efectuada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, para transponer a nuestro ordenamiento la DSI, se recogió que las ESI debían desarrollar «*una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios*», al tiempo que se comportaban con diligencia y transparencia⁵⁷¹. Sea como fuere, esta disparidad y más concretamente, la indeterminación del concepto, contribuyó no solo a la inseguridad jurídica, sino también a una desigualdad de costes de implementación pues, lógicamente, en aquellos países donde la mejor ejecución fue interpretada de forma más profusa, los costes de cumplimiento resultaron mayores.

II. LA REGULACIÓN DE LA GESTIÓN DE ÓRDENES DE CLIENTES

Como ya anticipamos, la transposición de los principios generales de la DSI a los diversos ordenamientos comunitarios, dio como resultado un caleidoscopio regulatorio en el que la protección de los inversores a través de esta vía en concreto, difería de un marco legal a otro. En este sentido, la comunicación de noviembre del 2000 de la Comisión relativa a la *Aplicación de las normas de conducta de conformidad con el artículo 11 de la Directiva relativa a los servicios de inversión*, hacía hincapié en la diversidad de procedimientos utilizados para lograr el objetivo de la mejor ejecución, y en particular señalaba que «*no todos los Estados miembros dan la misma importancia a la prevención de los conflictos de intereses, la prohibición de actividades tales como la multiplicación inútil de operaciones, la limitación de las órdenes y de su período de validez, las asignaciones y la información que debe publicarse*»⁵⁷².

Es así que, habiéndose constatado el efecto insuficiente de los principios del artículo 11 de la DSI, la MiFID I abordaba la cuestión enfatizando en la necesidad de requerir a las ESI una concreta obligación de ejecución óptima, que garantice que las órdenes de los

⁵⁷⁰ Sobre la forma en la que trece países miembros integraron en su normativa la noción de la ejecución de órdenes prevista en el mencionado artículo 11 DSI, *vid.* FSA, *Best Execution*, Anexo B, abril de 2001, disponible en https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121003062816/http://www.fsa.gov.uk/library/publications_by_date/2001.

⁵⁷¹ *Vid.* Apartado tercero del Artículo sexto de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁵⁷² COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, *Aplicación de las normas de conducta de conformidad con el artículo 11 de la Directiva relativa a los servicios de inversión (93/22/CEE)*, [COM(2000) 722 final], 14 de noviembre del 2000, p. 9, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52000DC0722&from=CS>.

clientes se cumplan en las condiciones más favorables para ellos⁵⁷³. Al hilo de lo cual, volvemos a reiterar que, sin perjuicio de la inclusión de requisitos más estrictos, la principal novedad en este caso fue la homogenización de este deber que, hasta entonces, adolecía de un cumplimiento dispar.

1. El planteamiento en la MiFID I

Sobre esta base, el artículo 21 de la MiFID I estableció para las ESI la obligación de adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible cuando ejecutaran órdenes de sus clientes. Un resultado que se está influido por el precio, costes, rapidez, probabilidad de ejecución, liquidación, volumen, naturaleza o cualquier otro elemento que pueda mediar en el proceso de ejecución de la orden. En otras palabras, es posible que para unos inversores el precio sea un factor determinante de su orden ya que el producto que desean comprar o vender se encuentra en un punto económicamente rentable. En la misma línea, para otros inversores la rapidez con la que se ejecute su solicitud también puede ser un elemento significativo contra la volatilidad del mercado. En uno y otro caso, el mejor resultado posible depende de diversos factores que pueden venir presentados de antemano por el propio inversor cuando, por ejemplo, solicita la adquisición de un producto financiero cuyo precio sabe que ha descendido⁵⁷⁴; o bien estas circunstancias pueden no haber trascendido a los inversores, en cuyo caso tampoco decae la obligación de las ESI de obtener el mejor resultado para sus clientes.

Para el cumplimiento de tal requisito, las empresas de inversión habrían de establecer y aplicar una política de ejecución de órdenes (art. 21.1) que incluiría información sobre los diversos centros en los que la ESI puede obtener sistemáticamente el mejor resultado para sus clientes teniendo en cuenta la clase de instrumentos financieros de que se trate, así como los factores que determinarán la primacía de uno sobre otro (art. 21.3).

El compromiso de obtener el mejor resultado posible conecta igualmente con el deber de información, ya que las ESI deberán proporcionar a sus clientes información adecuada sobre sus políticas de ejecución de órdenes (art. 21.3), debiendo obtener el consentimiento previo de estos. Es posible, no obstante, que como parte de la política de ejecución de órdenes prevista por la ESI, se contemple la posibilidad de cumplir con los mandatos de los clientes al margen de un mercado regulado o un SMN (art. 21.3 *in fine*). En estos casos en particular, además de informar debidamente al futuro inversor se deberá recabar de este su consentimiento previo y expreso.

Como no es necesario recordar, la inherente fluctuación de los mercados puede llegar a determinar que, un centro de ejecución de órdenes donde previamente se obtenían los mejores resultados posibles para los clientes deje de resultar productivo, por lo que las

⁵⁷³ *Vid.* Considerando 33 MiFID I.

⁵⁷⁴ En estos casos el artículo 21.1 *in fine* establece que «*en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica*».

ESI deberán supervisar la efectividad de estos centros precisamente para detectar y corregir cualquier deficiencia (art. 21.4). En caso de que fuese necesario cambiar de centro o incluso de política de ejecución, las empresas de inversión habrán de notificarlo a sus clientes.

Un requisito introducido por MiFID I, y de notable trascendencia económica para las ESI, es el relativo a la previsión de medios que permitan a los intermediarios demostrar a sus clientes que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política planteada por la empresa (art. 21.5).

Sobre los sistemas de ejecución de órdenes, el artículo 22 MiFID I prevé que las empresas autorizadas deberán disponer de procedimientos y sistemas que aseguren un cumplimiento puntual, justo y rápido de las mismas, tanto frente a otras órdenes de clientes, como a los intereses particulares de la entidad. Es importante señalar que ante órdenes equivalentes provenientes de diferentes clientes, los procedimientos o sistemas de ejecución establecidos deberán garantizar la ejecución con arreglo al momento en que fueron recibidas por la empresa.

Puede suceder que una orden de un cliente a precio limitado y relativa a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, no pueda ser ejecutada inmediatamente en las condiciones existentes en el mercado, para lo cual las entidades deberán adoptar medidas que faciliten la ejecución más rápida posible (art. 22.2). En este sentido, y salvo que el cliente indicara otra cosa, la empresa deberá hacer pública inmediatamente la orden a precio limitado, de forma que otros participantes del mercado puedan acceder fácilmente a la misma. Asimismo recaerá sobre los Estados miembros la decisión de si el cumplimiento de la presente obligación puede llevarse a cabo transmitiendo las órdenes de clientes a precio limitado a un mercado regulado y/o a un SMN.

2. Las novedades introducidas por MiFID II y su transposición al ordenamiento nacional

Si bien se hizo evidente que el esfuerzo regulatorio de la DSI había quedado insuficiente, lo cierto es que en el ámbito de la gestión de órdenes también la MiFID I fue objeto de modificaciones realizadas por la MiFID II. Destaca en particular la mayor especificación realizada en torno a qué implica la obtención del mejor resultado posible. En este sentido, mientras en MiFID I se hablaba de la adopción de medidas razonables, en la MiFID II se pasa a establecer que para la consecución de tal objetivo, las ESI deberán llevar a cabo medidas suficientes (art. 27.1).

Al mismo tiempo, la MiFID II se prodiga en mayores explicaciones del concepto del mejor resultado, estableciendo que este se determinará en función de la contraprestación total. Es decir, para considerar que, efectivamente por parte de la entidad se ha obtenido el mejor resultado posible, se tendrá en cuenta el precio del instrumento financiero y los

costes de la ejecución (gastos directamente relacionados con la ejecución, tasas del centro de ejecución, tasas de compensación y liquidación, otras tasas pagadas a terceros). En caso de existir más de un centro de ejecución se evaluarán las comisiones y los costes que la operación conllevaría en cada uno.

Otra importante novedad introducida por MiFID II está relacionada con la prohibición a las entidades de percibir remuneraciones, descuentos o beneficios no monetarios por dirigir órdenes de clientes a un centro en concreto, contraviniendo los requisitos en materia de conflictos de intereses o de incentivos⁵⁷⁵ (art. 27.2).

Dada la asimetría informativa de la que nos venimos haciendo eco y teniendo en cuenta que un cliente minorista no puede comparar aquello que no conoce, el artículo 27.3 MiFID II establece que cada centro de ejecución o de negociación, así como cada internalizador sistemático, deberán poner a disposición del público, de forma gratuita y al menos una vez al año, los datos relativos a la calidad de la ejecución de sus operaciones en los que se incluya el precio, los costes, la velocidad y la probabilidad de ejecución. Con esta medida se pretende contrarrestar las evidentes dificultades de los inversores para acceder a dichos registros y llevar a cabo una labor comparativa⁵⁷⁶.

En similares términos y respondiendo al mismo objetivo, el artículo 27.6 puntualiza que las ESI que ejecuten órdenes deberán resumir y publicar, anualmente y respecto de cada clase de instrumento financiero, el volumen de negociación de los cinco principales centros de ejecución con los que hubieren trabajado, incluyendo información sobre la calidad de las ejecuciones.

Por otra parte, no podemos dejar de mencionar el contenido del Reglamento Delegado 2017/565, que viene a completar lo dispuesto en MiFID II en los siguientes términos.

En primer lugar y respecto de la información que debe facilitarse al cliente cuando la ejecución de órdenes no está relacionada con la gestión de carteras, el artículo 59.1 dispone que la ESI deberá proporcionarle la información esencial de tal ejecución en soporte duradero. De igual forma, deberá notificar al cliente la confirmación de la ejecución tan pronto como sea posible o, a más tardar, el primer día hábil tras la ejecución.

Con independencia de lo anterior, cuando el cliente lo solicite, la ESI deberá facilitarle información sobre la situación de su orden (art. 59.2). En caso de que las órdenes se ejecuten periódicamente, corresponde a la ESI decidir entre (i) notificar al cliente la confirmación de la ejecución tan pronto como sea posible o el primer día hábil tras la

⁵⁷⁵ Sobre la prohibición de percibir incentivos, *vid.* Capítulo IV, pp. 207 y ss.

⁵⁷⁶ Otra cosa es que finalmente el inversor realice la comparación y, sobre la base de los resultados obtenidos, se decida por uno u otro centro de ejecución.

ejecución; o, (ii) poner a disposición del cliente, al menos semestralmente, información periódica⁵⁷⁷.

En segundo lugar, en el Reglamento Delegado 2017/565 se desarrollan los criterios que deberá valorar las ESI cuando haya de determinar la importancia de los factores enumerados en el artículo 27.1 MiFID II⁵⁷⁸. Así, la entidad habrá de tener en cuenta las características del cliente y su condición de minorista o profesional, las particularidades de la orden, las características de los instrumentos financieros objeto de la orden, así como las características de los centros de ejecución donde pueda dirigirse la orden (art. 64.1).

De igual forma, en el Reglamento Delegado 2017/565 vuelve a reiterarse que la ESI cumple con su obligación de obtener el mejor resultado posible, cuando ejecute una orden o un aspecto concreto de la misma siguiendo las instrucciones precisas del cliente. Sobre ello volveremos más adelante.

Tal y como venía dispuesto desde la MiFID I, en el mencionado Reglamento se incide en la necesidad de que las ESI revisen, al menos anualmente, tanto su política de ejecución, como los sistemas de ejecución de órdenes. Para ello, el artículo 66 reitera que la verificación será preceptiva cuando se produzca un cambio que influya en la capacidad de la empresa de continuar obteniendo sistemáticamente el mejor resultado posible. Sin embargo, lo más relevante de este artículo es la información que las ESI deberán facilitar a sus clientes sobre su política de ejecución de órdenes, y que incluirá (art. 66.3):

- i. Una explicación acerca de la importancia que la ESI otorga a los mencionados factores del artículo 27.1 MiFID II (precio, coste, rapidez, etc.) y para cuya determinación se tendrán en cuenta los antedichos criterios relativos al perfil del cliente (minorista o profesional), las características de la orden, los instrumentos financieros, o los centros de ejecución.
- ii. Un listado de los centros de ejecución preferentes, indicando cuáles se utilizan en función de la categoría de los instrumentos financieros, las órdenes o el perfil del cliente.
- iii. Una enumeración de los factores utilizados en la selección de un centro de ejecución, con énfasis en aquellos elementos decisivos de índole cualitativa como es la existencia de sistemas de compensación, interruptores de circuito, actuaciones programadas.

⁵⁷⁷ En ambos casos, la información deberá incluir (art. 59.4) la identificación de la ESI, el nombre del cliente, la jornada de negociación, la hora en la que se realizó la misma, el tipo de orden, la identificación del centro y del instrumento, el indicador de compra/venta, la naturaleza de la orden en caso de que no fuese de compra/venta, la cantidad, el precio unitario, la contraprestación total, la suma total de las comisiones y gastos, incluyendo si el cliente lo solicita, un desglose detallado; el tipo de cambio obtenido si la operación implicaba conversión de moneda, las responsabilidades del cliente en la liquidación de la operación (plazo para el pago o la entrega...), y, finalmente, en caso de que la contraparte del cliente sea la propia ESI, indicación de esta circunstancia.

⁵⁷⁸ Dichos factores son el precio, costes, rapidez, probabilidad de la ejecución y liquidación, volumen, naturaleza o cualquier otra consideración que deba tener en cuenta la ESI.

- iv. Una exposición sobre cómo considera la ESI que los mencionados factores que incluyen en la ejecución (precio, costes, rapidez, etc.) forman parte de sus medidas encaminadas a obtener el mejor resultado posible.
- v. En caso de que la ESI ejecutara órdenes fuera de un centro de negociación, se incluirá tal información acompañada de las consecuencias que podrían derivarse.
- vi. Una advertencia que, de forma clara y visible, informe a los clientes que una instrucción específica de estos puede impedir que la empresa adopte las medidas previstas en su política de ejecución de órdenes y con las que se pretende la obtención del mejor resultado posible.
- vii. Un resumen del procedimiento para seleccionar los centros de ejecución, así como las estrategias de ejecución empleadas, los procedimientos y los procesos empleados para analizar la calidad la actividad.

En lo que respecta a las comisiones, el artículo 64.3 del Reglamento Delegado 2017/565 dispone que las ESI no las estructurarán ni aplicarán de forma que puedan llegar a resultar un elemento discriminatorio entre diversos centros de ejecución. Por ello, si la ESI estableciera comisiones diferentes en función del centro de ejecución deberá, asimismo, explicar detalladamente la razones que subyacen a dicha disparidad, de forma que el cliente pueda comprender cuáles son las ventajas e inconvenientes en la elección de uno u otro centro de ejecución (art. 66.4).

En todo caso, es preciso recordar que, al igual que para el servicio de asesoramiento y gestión de carteras, las ESI solo podrán recibir pagos de terceros si la finalidad de estos es mejorar la calidad del servicio prestado al cliente y con ellos no se perjudica la obligación de las entidades de actuar de forma honesta, imparcial, profesional y en el mejor interés del cliente⁵⁷⁹. Deberán, empero, informar al cliente sobre los incentivos que reciban de los centros de ejecución (art. 66.5). Esta posibilidad no podrá ser tomada como una invitación para que las ESI hagan primar la elección de un centro de ejecución sobre otro, o recomienden a sus clientes que se decanten por una opción en particular. Es más, en este último caso en el que son los propios clientes quiénes deben optar por un centro de ejecución, la ESI deberá aportarles información imparcial, clara y no engañosa en virtud de la cual el futuro inversor pueda formarse una opinión fundada que no esté basada únicamente en la política de precios (art. 66.5).

Sobre la tramitación de las órdenes de los clientes el Reglamento Delegado 2017/565 señala en su artículo 67 que las ESI se asegurarán de que estas se registran y atribuyen con rapidez y precisión. En caso de órdenes comparables se ejecutarán de forma secuencial y veloz, salvo que las características de la propia orden, las condiciones del mercado, o los intereses del cliente lo impidan o exijan otra forma de actuar, en cuyo caso se informará de ello a los minoristas.

⁵⁷⁹ *Vid.* Artículo 24.9 MiFID II y 220.1 quinquies TRLMV.

Podría suceder que ante la concurrencia de órdenes de varios clientes la ESI decidiera proceder a ejecutarlas de forma acumulada, una opción que, pese a su rentabilidad para la entidad, solo está prevista cuando, tal y como recoge el artículo 68, (i) sea improbable que tal acumulación pueda llegar a perjudicar a alguno de los clientes implicados, (ii) se informe a los clientes cuyas órdenes serán acumuladas de que el efecto de tal actividad puede perjudicarle en relación con una orden determinada, y (iii) se haya establecido y se aplique una política de atribución de órdenes que prevea justamente la atribución equitativa de las órdenes y operaciones acumuladas.

La transposición al ordenamiento nacional de los requisitos del paquete regulatorio MiFID II en materia de ejecución de órdenes, se llevó a cabo, en primer lugar, por el artículo único 56 del RD Ley 14/2018 que, a la sazón modificó el TRLMV para introducir una nueva sección octava denominada «*Gestión y ejecución de órdenes de clientes*» e integrada por los vigentes artículos 221 a 224. Posteriormente se completaría la incorporación de las previsiones comunitarias mediante el artículo 79 del RD 1464/2018, cuyo contenido desarrollaba el artículo 221 TRLMV y, además, se aplicará de conformidad con los artículos 64 a 70 del Reglamento Delegado 2017/565.

III. CONSIDERACIONES CRÍTICAS SOBRE LA GESTIÓN DE ÓRDENES

1. ¿Qué debe entenderse por la locución «*medidas suficientes*» encaminadas a obtener el mejor resultado posible para los clientes?

Debemos comenzar esta primera reflexión haciendo alusión a los esfuerzos que serán exigidos a los intermediarios financieros a la hora de ejecutar las órdenes de sus clientes.

Resulta evidente que ante la fragmentación de los sistemas de negociación a raíz de la supresión de la *regla de la concentración*, el óptimo cumplimiento de las órdenes recibidas por las ESI es ahora mucho más complejo habida cuenta del aumento de la competencia entre los diversos centros de negociación. Sea como fuere, nuestro interés se centra en delimitar si tras la expresión recogida subyace una obligación de medios o de resultado. Para ello debemos detenernos en el análisis de la labor ponderadora que deberá llevar a cabo la ESI, a través de la cual deberá establecer la relación entre los factores señalados en el artículo 27.1 MiFID II y los criterios del artículo 64.1 del Reglamento Delegado 2017/565.

Trayendo nuevamente a colación lo previsto en el artículo 27.1 MiFID II, debe recordarse que, para obtener el mejor resultado posible, las entidades intermediarias deben tener en cuenta una serie de elementos que, recogidos en listado abierto por la normativa, incluye el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración oportuna. Habida cuenta la variedad de factores incluidos, la duda surge en torno a la prelación de estos. Es decir, en el proceso de

determinación de las medidas suficientes para obtener el mejor resultado para el cliente, cuál deberá ser la importancia que la ESI debe otorgar a cada una de ellas.

Dado el carácter flexible del planteamiento de la mejor ejecución en la Directiva y al objeto de facilitar la labor de ponderación, en el Reglamento Delegado 2017/565 se establecieron, como decíamos, una serie de criterios que la ESI deberá tener en cuenta a la hora de determinar la preferencia de unos factores sobre otros. Dichos criterios, ya mencionados, son las características del cliente, de la orden, de los instrumentos financieros objeto de dicha orden, así como las características de los centros de ejecución a los que pueda dirigirse la orden.

De manera que en el momento de elaborar las políticas de ejecución, la intensidad que la ESI otorgue a cada factor queda sujeta a su discreción. De esta forma, el enfoque flexible que antes mencionábamos supone que las entidades son libres para determinar la importancia relativa que otorgan a cada factor, pudiendo quedar determinada dicha prelación en las políticas de ejecución o, por el contrario, dejar constancia del procedimiento que utilizarán para determinarla. Así, la MiFID II no entra a fijar un método de ponderación, sino que deja esta labor en manos de las ESI siempre que estas informen de ello de forma transparente a su clientela. Por tanto, sobre las ESI no recae una obligación de resultado, sino solamente el deber de desarrollar en sus políticas de ejecución hojas de rutas viables –medios– a través de los cuales, debidamente implementados, obtener el mejor resultado posible⁵⁸⁰.

2. Alcance y limitaciones de la obligación de actuar en el mejor interés del cliente

Si bien es cierto que la actuación en el mejor interés del cliente no es, ni mucho menos, una novedad, no hemos querido dejar pasar la oportunidad de hacer algunas reflexiones al respecto. Y es que puede ocurrir que una orden específica de un cliente, otorgada como fruto de su escaso conocimiento, experiencia o exceso de confianza, resulte perjudicial para sus intereses. Circunstancia que, lógicamente el cliente desconoce pero que la

⁵⁸⁰ En este sentido, el CERS señala que *«in order to comply with the overarching best execution requirement, firms should ensure that appropriate (execution) policies and/or arrangements are effectively implemented for the carrying out of all orders. Firms however are not under an obligation to obtain the best possible result for each individual order; rather they should apply their (execution) policies to each order with a view to obtaining the best possible result in accordance with the (execution) policy»* [«para cumplir con el requisito general de mejor ejecución, las empresas deben asegurarse de que se aplican efectivamente las políticas y/o acuerdos (de ejecución) adecuados para la ejecución de todas las órdenes. Sin embargo, las empresas no están obligadas a obtener el mejor resultado posible para cada orden individual, sino que deben aplicar sus políticas (de ejecución) a cada orden con el fin de obtener el mejor resultado posible de acuerdo con la política (de ejecución)»]; CERV, *Best Execution under MiFID. Questions & Answers* (CESR/07-320), mayo de 2007, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf. Vid. también, POBORTSCHA, A., “Mejor ejecución de órdenes en el mercado de valores”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 114, 2009, pp. 14 y ss., ed. electrónica; ADARRAGA MORALES, R., y XIMÉNEZ RODRÍGUEZ, S., “La internalización de órdenes en la Directiva MiFID”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 1, 2007, p. 9, ed. electrónica.

entidad encargada de ejecutarla, sobre la base de la información de que dispone, puede llegar a constatar. En tales casos la pregunta es evidente, ¿cuál es realmente el alcance de la obligación de actuar en atención al mejor interés del cliente?

En este sentido, la normativa nos recuerda que se considerará que una ESI ha cumplido con su cometido cuando, en este caso en concreto, ejecute la orden o un aspecto determinado de la misma, de acuerdo con las instrucciones específicas dadas por el cliente⁵⁸¹. Singularidad que debe quedar asimismo plasmada en la política de ejecución de la ESI, en forma de advertencia clara y visible que alerte al cliente sobre el hecho de que cualquier instrucción específica suya puede impedir, respecto de los elementos afectados, que la empresa lleve a cabo las medidas previstas por ella para la obtención del mejor resultado posible⁵⁸².

En este contexto volvemos a preguntarnos, ¿qué sucede cuando esa orden es contraria a los intereses del propio cliente que la emite?, ¿corresponde a la ESI valorar la idoneidad de la misma y, en consecuencia, no proceder con la ejecución ya que, en puridad de conceptos, de esta forma estaría protegiendo al inversor de sus malas decisiones, o lo que es lo mismo, procurándole el mejor resultado posible? La respuesta es que no. Y las razones, cargadas de lógica, son que, en primer lugar, la política de ejecución de órdenes de la ESI, diseñadas para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, se encuentran limitadas por las órdenes específicas que estos puedan llegar a dar, con independencia de la pertinencia o no de las mismas. Ello porque, en segundo lugar, la mejor ejecución no está prevista para resolver las deficientes selecciones de los inversores, sino que se trata de un criterio formal y no de contenido⁵⁸³. En otras palabras, se trata de un concepto introducido para facilitar que los inversores que desean operar en el mercado y que deben hacerlo obligatoriamente a través de una ESI, puedan lograr sus objetivos sin injerencias, pero desde luego no puede significar que para darle cumplimiento la entidad tenga que adoptar una postura de adoctrinamiento financiero de sus clientes, debiendo convalidar o anular las decisiones de aquellos. Se trata, en suma, de una obligación de medios, que se consume mediante el cumplimiento de las disposiciones previstas en la norma⁵⁸⁴. En tercer lugar, porque de aceptar la posibilidad de que la ESI ajustara la orden del cliente, este podría llegar a reclamar la vulneración de su voluntad.

⁵⁸¹ Vid. Artículo 64.2 Reglamento Delegado 2017/565 «se considerará que una empresa de servicios de inversión cumple la obligación que le incumbe en virtud del artículo 27, apartado 1, de la Directiva 2014/65/UE de adoptar todas las medidas oportunas para obtener el mejor resultado posible para un cliente en la medida en que ejecute una orden o un aspecto concreto de la orden siguiendo instrucciones específicas del cliente en relación con dicha orden o dicho aspecto concreto de la orden» y artículo 223.1 TRLMV «cuando el cliente dé instrucciones específicas sobre la ejecución de su orden, la empresa ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica».

⁵⁸² Vid. Artículo 66.3.f) Reglamento Delegado 2017/565.

⁵⁸³ ISELI, T., WAGNER, A. F., y WEBER, R. H., “Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 1, núm. 4., 2007, p. 318.

⁵⁸⁴ FERRARINI, G., “Best execution and competition between trading venues—MiFID’s likely impact”, *Capital Markets Law Journal*, núm. 4, vol. 2, 2007, p. 406; y WAGNER, W. H., y MARK, E., “If Best Execution Is a Process, What Does That Process Look Like?”, *Institutional Investor*, vol. 41, 2007, pp. 32 y ss.

Para evitarlo se hace primar la intención del cliente expresada en el momento de transmitir la orden, lo cual no deja de ser un modo de protegerle preservando sus preferencias declaradas.

3. La obtención del mejor resultado posible y los factores implicados

Tal y como ha quedado recogido en el apartado primero del artículo 27 de la MiFID II, los factores que influirán en la obtención del mejor resultado para sus clientes por parte de las ESI son, y así quedan enumerados en el precepto, «*el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden*». Mientras que para unos clientes el precio puede representar un elemento decisivo, para otros la velocidad con la que se ejecutan sus órdenes puede ser crucial, o incluso las probabilidades de liquidación pueden inclinar la balanza de una orden en un sentido u otro. Este carácter voluble en cuanto a la preponderancia de unos factores sobre otros no le es desconocido a la entidad que presta servicios de inversión, ni mucho menos, al regulador. A resultas de lo cual, en la MiFID se optó, ya en su primera versión, por el establecimiento de los factores señalados desde una óptica flexible, esto es, sin hacer predominar a ninguno de ellos⁵⁸⁵. El fundamento, desde luego, es bastante razonable, y atiende a las complejidades del mercado donde puede llegar a ocurrir que una orden se ejecute a un precio determinado en un plazo concreto, mientras que otra orden de la misma naturaleza se ejecute a un precio sensiblemente mayor, pero en un plazo menor⁵⁸⁶.

En definitiva, y como no puede concluirse qué factores serán más importantes, se puede aseverar que la dificultad radica en la ponderación de las opciones. Precisamente por ello, como hemos mencionado, el artículo 64.1 del Reglamento Delegado 2017/565 dispone que a la hora de determinar la importancia de dichos factores, la ESI deberá tener en cuenta las características del cliente, de la orden, de los instrumentos financieros y del centro de ejecución. En consecuencia, puede apreciarse que la labor del regulador se ha limitado a definir qué factores serán relevantes y qué características deberán tenerse en cuenta para, finalmente, poder proceder a una ponderación que redunde en la obtención del mejor resultado posible para el cliente. Una postura práctica con la que se deja flexibilidad a las empresas. No obstante lo cual, y sin perder el horizonte de la

⁵⁸⁵ Sobre la interacción de los mencionados factores a la hora de determinar el mejor resultado, *vid.* GIMÉNEZ ZURIAGA, I., “Reflexiones sobre el alcance de la mejor ejecución de órdenes bajo la directiva europea MiFID”, en *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos* (MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R., y ZAPATA CIRUGEDA, F. J., Dirs.), Fundación de Estudios Financieros, 2010, pp. 233 y ss.

⁵⁸⁶ Es el caso, *v. gr.* de una orden de venta que se ejecuta a un precio de 20€ en un 1 minuto, mientras que otra operación se lleva a cabo por 19,95€ en 45 segundos. Dado que la finalidad de la orden era la venta, la opción más ventajosa es, lógicamente, la primera, pero no puede desconocerse que esta fue, asimismo, la opción que más tiempo tardó en ejecutarse. En todo caso, este escenario, planteado desde una perspectiva quizás excesivamente simplista para garantizar su entendimiento por el lector, puede complicarse sobremanera cuando, por ejemplo, se procede a fraccionar la ejecución de órdenes de gran volumen con la finalidad de reducir el impacto en el mercado, pero conduciendo a aumentar los costes de oportunidad.

transparencia, las ESI deberán justificar las posturas que adopten, debiendo detallar los motivos por los que, en una determinada circunstancia, adoptan una postura de ejecución y no otra. Esta es, precisamente, una de las razones de ser del documento de política de ejecución de órdenes.

4. Sobre las políticas de ejecución de órdenes

El diseño de políticas de ejecución de órdenes no es cuestión baladí si tenemos en cuenta que, con carácter general, este documento debe reflejar las prácticas que la ESI se compromete a realizar para obtener el mejor resultado posible para sus clientes al ejecutar sus órdenes.

Sin embargo, no sería extraño que para dar cumplimiento a este requerimiento las ESI se valieran de su mayor conocimiento, experiencia y recursos para esbozar una política de ejecución que le fuera especialmente beneficiosa⁵⁸⁷. Dicho de otro modo, un intermediario especialmente sagaz podría llegar a medir los costes de transacción de una determinada operación de la que dispone de los precios de referencia y, en consecuencia, programar los movimientos, –y su política de ejecución– cuando estos le fuesen ventajosos. De ahí que establecer únicamente la necesidad de articular una política de ejecución, no es suficiente para neutralizar los posibles problemas de credibilidad que pueden suscitarse⁵⁸⁸.

En cambio, si como parte del establecimiento de esta política se requiere también que se justifique por qué se adopta una u otra postura de cara a obtener una óptima ejecución, esto es, en qué medida se relacionan los anteriormente mencionados factores y criterios, es evidente que se mejorará la transparencia y se reducirá la conflictividad. Ha sido esta la opción acogida por la norma donde, como hemos descrito, la política de ejecución debe hacer referencia a una serie de cuestiones entre las que destacan la explicación sobre la relevancia que la ESI da a los señalados factores del artículo 27.1 MiFID II, o la exposición del modo en que estos mismos factores forman parte de sus medidas orientadas a la obtención del mejor resultado posible.

En análogo sentido, y con idéntica finalidad esclarecedora, la ESI deberá, también, resumir y publicar anualmente, respecto de cada instrumento financiero, cuáles son los cinco principales centros de ejecución de órdenes con los que trabajan, teniendo en cuenta

⁵⁸⁷ Piénsese en aquellos casos en los que la ESI debe ejecutar una orden de un cliente que es contraria a sus propios intereses por cuanto puede repercutir en los instrumentos financieros que posee. En estas ocasiones la entidad que debe ejecutar la orden podría perjudicar su posición de negociación particular y con ella su capital, de tal suerte que su podría llegar a resultar antieconómico ofrecer el servicio. FERRARINI, G., y MOLONEY, N., “Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II”, ... *ob. cit.*, pp. 565 y ss.

⁵⁸⁸ ISELI, T., WAGNER, A. F., y WEBER, R. H., “Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”, ... *ob. cit.*, p. 319.

el volumen de negociación. Una información que deberá completarse con datos sobre la calidad de la ejecución obtenida.

Con estas actuaciones se fomenta una mayor transparencia que, al menos en el ámbito de la inversión minorista, no debería implicar para las ESI un esfuerzo ímprobo. Y es que las reducidas dimensiones de las órdenes de estos, unida a su relativamente fácil ejecución, deberían facilitar la obtención del mejor precio para los instrumentos, sin incurrir en costes desmesurados⁵⁸⁹. De esta forma, se espera que se reduzcan las situaciones de disparidad de opiniones entre intermediario y cliente sobre los detalles de una operación que podría haber tenido un tratamiento diferente.

Sin embargo, la realidad de los inversores minoristas en cuanto a alfabetización financiera es bien distinta, lo que nos sitúa ante un escenario de complicada resolución. Por una parte, la obligación de medios por la que la ESI adoptará las medidas suficientes para la obtención del mejor resultado posible, trae consigo una serie de obligaciones informativas para con el inversor tal y como hemos descrito. Pero desde luego no podemos ser ajenos al incontestable hecho de que un notable porcentaje de inversores minoristas no están en condiciones de evaluar la calidad del servicio prestado⁵⁹⁰. Por otra parte, no debe olvidarse que un perfecto cumplimiento de las disposiciones expuestas, conlleva para las ESI unos costes que, en algunos casos, pueden superar la rentabilidad esperada de la operación. Si a ello se une la escasa entidad de las órdenes recibidas, no es de extrañar que la negociación se lleve a cabo en unos márgenes mucho más reducidos. Siendo esto así, es muy probable que a pesar de las reformas, no se esté ofreciendo el mejor resultado posible en el cumplimiento de sus órdenes. Esperar que con la provisión de tal información al cliente minorista, este sea capaz de determinar si la ESI ha ejecutado, por ejemplo, ventas desfavorables al precio más bajo del día o cerca del mismo, resulta cuanto menos utópico. Es más, es muy probable incluso que el propio término *mejor resultado posible*, induzca a confusión en el inversor, quien puede erróneamente considerar que el resultado de su operación era el mejor posible, transformando una obligación de medios en una de resultado.

⁵⁸⁹ FERRARINI, G., “Market transparency and best execution: bond trading under MiFID”, en *Perspectives in Company Law and Financial Regulation* (TISON, M., DE WULF, H., VAN DER ELST, C., y STEENNOT, R., Eds.), Cambridge University Press, Reino Unido, 2009, pp. 492 y ss.

⁵⁹⁰ D'HONDT, C., y GIRAUD, J-R., *MiFID: the (in)famous European Directive?*, marzo 2007, disponible en <https://www.koris-intl.com/wp-content/uploads/MiFID-the-infamous-European-Directive.pdf>.

**SEGUNDA PARTE. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN
LOS NUEVOS ENTORNOS DIGITALES**

I. INTRODUCCIÓN

Advertíamos al inicio de este trabajo que un estudio de la protección de los inversores minoristas debía comprender las hasta ahora tradicionales vías de inversión y debía abarcar, además, las nuevas posibilidades que se están desarrollando al abrigo de las oportunidades fomentadas por el uso y la aplicación de las nuevas tecnologías en los mercados financieros.

No podemos negar, so pena de resultar excesivamente cautelosos o inocentes, que el sistema financiero está inmerso en una etapa de profundos cambios marcados por la transformación digital que, con carácter general, queda recogida bajo el neologismo de *fintech*.

Después de la crisis financiera de 2007, el nivel de confianza e interés en las instituciones financieras disminuyó drásticamente, sirviendo de catalizador para la aparición y crecimiento del fenómeno *fintech*. Sin embargo, el gran desarrollo de estas actividades no se debe únicamente a los efectos de la crisis sino que debe contextualizarse en un escenario de cambios caracterizado por los siguientes hitos, recogidos aquí con intención meramente ilustrativa y no de forma taxativa.

Por una parte, la potencia de procesamiento se ha incrementado notablemente al tiempo que ha visto disminuido sus costes. En los ámbitos informáticos este aumento constante suele conocerse como Ley de Moore la cual, simplificada establece que, gracias a los periódicos avances de la tecnología, es posible prever con cierta certeza que la potencia de procesamiento de los ordenadores se duplica cada dos años⁵⁹¹.

Por otra parte, el uso de Internet se ha extendido de forma global y a un ritmo imparable. Según datos del 2017 del Banco Mundial (BM), el 48,56% de la población tiene acceso a Internet⁵⁹². En nuestro país las cifras se disparan y el Instituto Nacional de Estadísticas, ha revelado que el 83,4% de los hogares españoles cuenta con acceso a Internet⁵⁹³. Esta situación, a su vez, ha fomentado la tendencia hacia la creación de comunidades virtuales con diversos objetivos.

⁵⁹¹ En este sentido, IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febrero de 2014, p. 6, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf> y MENÉNDEZ-BARZANALLANA ASENSIO, R., La cuarta dimensión de la ley de Moore, 13 de marzo de 2011, disponible en <https://www.um.es/docencia/barzana/DIVULGACION/ELECTRONICA/Ley-Moore-cuarta-dimension.html>.

⁵⁹² Un cifra que contrasta con el 20,42% de usuarios que había en 2007 a inicios de la crisis. *Vid.* BM, *Personas que usan Internet (% de la población)*, disponible en <https://datos.bancomundial.org/indicador/it.net.user.zs?end=2017&start=1960&view=chart>.

⁵⁹³ En esta línea, un 69% de la población española son usuarios intensivos de Internet ya que la usan diariamente. *Vid.* INE, *España en cifras 2018*, p. 24, disponible en <https://www.ine.es/prodyser/esp/cifras/2018/>.

Asimismo, no podemos ignorar que el auge del *fintech* ha coincidido también con la mayoría de edad y el acceso al mercado laboral de los *millennials*, esto es, jóvenes nacidos en la década de los ochenta y los noventa. Se trata de una generación bautizada como *nativos digitales*⁵⁹⁴, hiperconectada y con nuevos patrones de comportamiento sociales y de consumo, para los que el sector financiero tradicional, sus productos y servicios resultaban arcaicos⁵⁹⁵. A ello debe añadirse la llegada al mercado laboral de estas nuevas generaciones de egresados familiarizados con el mundo digital y ávidos de desarrollarse profesionalmente que, sin embargo, se toparon con un sector tradicional saturado, rígido y con pocas expectativas.

Todavía dentro de los cambios sociales que han permitido el asentamiento de las innovaciones *fintech*, debemos hacer mención también a los efectos de la crisis en los mercados de trabajo. Y es que la reordenación de la actividad bancaria supuso el cierre de numerosas entidades. En consecuencia, un importante número de profesionales altamente especializados perdieron sus empleos, lo que indirectamente también contribuyó al fomento de la industria *fintech* como vía en la que continuar desarrollando sus habilidades técnicas.

Al propio tiempo la crisis sirvió de acicate al desarrollo de la economía colaborativa cuyas bases se asientan, en origen, sobre la necesidad de optimizar los recursos disponibles a través de nuevos modelos de consumo horizontal cuyo punto de encuentro son precisamente las plataformas *online*. En el ámbito financiero, el cierre de las tradicionales fuentes de financiación bancaria generó la necesidad, especialmente acuciante en el caso de las pequeñas y medianas empresas, de acceder a canales alternativos de recursos.

En consecuencia, el elemento novedoso de *fintech* reside, en primer lugar, en su capacidad para crear nuevos servicios, productos, modelos de negocio o procesos. En segundo lugar, su éxito se sustenta también en la oportunidad de transformación de los sectores tradicionales preexistentes, mejorando los servicios hasta ahora ofrecidos y adaptándolos a las nuevas demandas de los entornos digitales.

⁵⁹⁴ Término utilizado por primera vez por PRENSKY para hacer referencia a las generaciones que han crecido inmersos plenamente en el uso de las tecnologías. En consecuencia, habituados, pues no conocen otra cosa, al lenguaje digital de los ordenadores, de los videojuegos y de Internet. PRENSKY, M., “Digital Natives, Digital Immigrants”, *On the Horizon*, vol. 9, núm. 5, 2001, disponible en <http://www.marcprensky.com/writing/Prensky - Digital Natives, Digital Immigrants - Part1.pdf>.

⁵⁹⁵ Tanto es así que de una encuesta realizada a 10.000 jóvenes norteamericanos en 2013 se desprende que un 73% de ellos confiaba más en una solución financiera proveniente de *Google*, *Facebook* o *Amazon* antes que de su propio banco. Vid. ROCHA, J., *The Millennial's disruption index*, 21 de agosto de 2015, disponible en <http://newfrontier.eu/blog/the-millennial-s-disruption-index>; BBVA, *Los 'millennials' transforman el 'fintech'*, 12 de julio de 2019, disponible en <https://www.bbva.com/es/los-millennials-transforman-el-fintech/>; FINTECH SPAIN, *Fintech Inside II – Millennials*, disponible en <https://fintechspain.com/wp-content/uploads/Fintech-Inside-II-millennials.pdf> y SORRENTINO, F., *Millennials & Fintech Are Top Of Mind For Traditional Banks*, 20 de noviembre de 2015, disponible en <https://www.forbes.com/sites/franksorrentino/2015/11/20/heard-at-the-2015-aba-national-convention/>.

II. DEFINICIÓN Y ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS

Pese a que el fenómeno *fintech* está escalando posiciones y situándose en los ejes centrales del debate político y regulatorio, su significado todavía puede resultar ambiguo. Su carácter emergente y las diversas áreas sobre las que se extiende favorecen la evolución constante del mismo, bien por la aparición de nuevas empresas, bien por la transformación de la actividad de las existentes. De una parte, *fintech* podría ser considerado un servicio financiero caracterizado por el uso masivo de la tecnología. De otra, el término también hace referencia a aquellas empresas, generalmente de nueva creación, que facilitan dichos servicios. Con todo, la amplitud y ambigüedad del término invitan a la continuidad del debate.

En todo caso, existe consenso en que la locución anglosajona *fintech*, resultado de la combinación de las voces inglesas *finance* y *technology*, hace referencia al empleo de las nuevas tecnologías en el sector financiero, lo que ha dado lugar a la aparición de nuevos modelos de negocio, aplicaciones, y procesos o productos de carácter disruptivo, esto es, capaces de generar importantes cambios en el paradigma del sector tradicional⁵⁹⁶. Precisamente el elemento disruptivo se sitúa como un factor clave en el eje de este fenómeno ya que, según acabamos de detallar, no toda innovación tecnológica acogida por el sector financiero puede encuadrarse en los límites de *fintech*, sino que deberá tratarse de una novedad capaz de alterar el funcionamiento tradicional del sector en el que se integre⁵⁹⁷.

Además del elemento disruptivo apuntado, el fenómeno *fintech* se caracteriza también por presentarse desde una óptica desintermediada. Si bien es cierto que, en estos nuevos contextos digitales quizás lo más propio fuese hablar de una reintermediación en lugar de

⁵⁹⁶ Definición compartida por el CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA, *Monitoring of Fintech*, disponible en <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/> quien desde 2017 ha venido advirtiendo del potencial de las innovaciones *fintech* cuya entidad es suficiente como para incidir en diferentes áreas de servicios financieros. Vid. también COMISIÓN EUROPEA, *Plan de acción en materia de tecnología financiera: por un sector financiero europeo más competitivo e innovador*, Comunicación de la Comisión Al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Consejo Económico y Social Europeo y al Comité Europeo de las Regiones [COM(2018) 109 final], 8 de marzo de 2018, p. 2; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febrero de 2014, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>; BEI, *Blockchain, Fintechs and their relevance for international financial institutions*, 24 de enero de 2019, disponible en <https://www.eib.org/en/publications/economics-working-paper-2019-01>.

⁵⁹⁷ Sobre la importancia del factor disruptivo la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) señala que se trata de un elemento primordial sin el cual no podría catalogarse como *fintech* la innovación aparecida. La propia CNMC pone como ejemplo la banca online cuyo desarrollo se debe al empleo de nuevas herramientas sobre modelos de negocio tradicionales y, por ende, no disruptivos. Por el contrario, los neobancos sí ofrecen un servicio sustancialmente distinto al cliente y potencialmente competitivo con la actividad bancaria tradicional, capaz de funcionar sin oficinas, empleando las redes sociales y los datos con el fin de personalizar los productos ofrecidos. Vid. CUENA, A., *El fenómeno Fintech, debate en la CNMC*, 12 de febrero de 2019, disponible en <https://blog.cnmc.es/2019/02/12/el-fenomeno-fintech-a-debate/> y CNMC, *¿Qué es Fintech? Las claves de la nueva tendencia del mercado financiero*, 13 de noviembre de 2018, disponible en <https://blog.cnmc.es/2018/11/13/que-es-fintech-las-claves-de-la-nueva-tendencia-del-mercado-financiero/>.

la desintermediación que con frecuencia se suele plantear como sinónimo de la reducción de la injerencia de terceros. Sucede que más que una minoración de la cadena de intervinientes, lo que en realidad está aconteciendo es la aparición de nuevos intermediarios que, amparados en procesos más simples, compiten de manera directa con los proveedores tradicionales por las cuotas de mercado. Nuevos intermediarios que luchan con los antiguos por manejar la relación *online* con el cliente⁵⁹⁸.

En cualquier caso, la necesaria intervención de terceros de confianza, por lo general entidades bancarias, para poder acceder a productos financieros, se está viendo sustituida por la actividad de entidades que proporcionan nuevas soluciones para satisfacer las necesidades existentes⁵⁹⁹.

Asimismo, debe hacerse referencia a la desmaterialización que supone, toda vez que la digitalización en la que se basa permite la reducción, y en algunos casos supresión total, de soportes físicos tales como documentación o el establecimiento de oficinas presenciales. Esta especial circunstancia fomenta a su vez la deslocalización de los nuevos proveedores de servicios que podrán atender las necesidades de un amplio espectro de clientes⁶⁰⁰.

La presencia de todos estos factores redundan en una notable reducción de los costes de funcionamiento para estas empresas, lo que posibilita que ofrezcan una amalgama personalizada de productos y servicios a menores precios. En resumen, satisfacen de un modo más eficiente las necesidades financieras.

III. FINTECH Y EL SECTOR FINANCIERO: OPORTUNIDADES Y RIESGOS

A pesar del halo novedoso del que parece revestirse el fenómeno *fintech*, lo cierto es que la integración de las innovaciones tecnológicas ha sido una actividad consustancial al sector financiero.

La introducción del telégrafo y el tendido del primer cable trasatlántico a finales del siglo XIX sentaron las bases del primer periodo de globalización financiera. La llegada de los cajeros automáticos, el sistema SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) o el establecimiento del índice bursátil norteamericano NASDAQ, son solo unos ejemplos de cómo la industria financiera siempre ha procurado alinearse con la tecnología en la búsqueda de mejores soluciones, productos o servicios. Una interrelación que ha pasado de analógica a digital en los últimos tiempos⁶⁰¹. Sin embargo,

⁵⁹⁸ IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*,... *ob. cit.*, p. 7.

⁵⁹⁹ EY, *Landscaping UK fintech*, 6 de agosto de 2014, disponible en <https://www.gov.uk/government/publications/landscaping-uk-fintech>.

⁶⁰⁰ SÁNCHEZ MONJO, M., “*Fintech: panorama actual y tendencias regulatorias*”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 19, 2016, p. 2, ed. electrónica.

⁶⁰¹ ARNER, D. W., BARBERIS, J., y BUCKLEY, R. P., “The evolution of *Fintech*: a new post-crisis paradigm?”, *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper*, núm. 47, 2015, pp. 4 y ss.

asumir que los numerosos interrogantes que suscita el fenómeno *fintech* provienen de su naturaleza tecnológica sería desconocer la dimensión real de la cuestión.

No cabe duda que efectivamente ciertos aspectos tecnológicos introducidos por las innovaciones que están comenzado a desarrollarse en los ecosistemas *fintech* generan todavía cierta incertidumbre. Nos referimos, por ejemplo, al funcionamiento, posibles aplicaciones y seguridad de las operaciones en la *blockchain* o cadena de bloques. Más, lo que realmente preocupa no es el salto tecnológico pues no debe olvidarse que el sector financiero ha venido digitalizándose progresivamente, al tiempo que la banca electrónica y sus posibilidades se han consolidado entre los usuarios desde la década de los ochenta. Lo que realmente alarma es la aparición de nuevos actores en el horizonte capaces de crear y suministrar, tanto a empresas como a consumidores, productos y servicios financieros totalmente al margen de las entidades tradicionales. El deterioro de la opinión pública de los bancos y los cambios de mentalidad de los consumidores han servido de acicate a estos nuevos agentes para desarrollar modelos de negocio más flexibles y eficientes con los que satisfacer unas demandas cambiantes, mediante la creación de nuevos productos y servicios basados en las tecnofinanzas. «*Banking is necessary, banks are not*»⁶⁰².

La acogida de las novedades introducidas por las *fintech* ha venido creando una brecha competencial entre los nuevos y los tradicionales proveedores. Rivalidad que en muchos casos se ha convertido en sinergia para algunas entidades financieras afianzadas cuya opinión y postura ha pasado del profundo recelo a la colaboración. Es el caso, por citar un ejemplo entre los numerosos existentes, de la alianza entre la *fintech* October, una plataforma de préstamos basados en *crowdfunding*, y la entidad bancaria Liberbank. Una colaboración con la que se pretende ofrecer al cliente bancario una serie de servicios adicionales a los ya ofertados por la propia entidad⁶⁰³. Del mismo modo, al margen de las

⁶⁰² Frase pronunciada por Bill Gates en 1994 y convertida en dogma por esta nueva oleada de actores en el sector financiero.

⁶⁰³ En este sentido, nos permitimos transcribir a continuación un fragmento de la entrevista mantenida con D. Gregoire de Lestapis, CEO de October en España quien acertadamente apuntaba que «*la primera reacción del sector bancario al surgimiento de las fintech fue de total desatención. No obstante, en un segundo momento, y ante los resultados del crowdfunding, la banca comenzó a mirar a estas empresas como rivales a su modelo de negocio. Rivalidad que aprovechaban igualmente las fintech para señalar lo desacertado y poco realista de la actividad bancaria.*

Sin embargo, lo cierto es que el crowdfunding supone un porcentaje, a día de hoy, muy pequeño con respecto a los servicios ofertados por los bancos, pero, por el contrario, aporta innovación, un mejor servicio al cliente, una nueva manera de actuar, etc. No podemos soslayar el hecho de que los bancos ofrecen una gran variedad de servicios, mientras que las empresas de crowdfunding se centran única y exclusivamente en uno solo, de ahí que pueda ofrecerse con la mejor calidad posible. Esta razón motivó que ciertos bancos comenzaran a mirar a las empresas de crowdfunding no como rivales, sino como posibles colaboradores.

La competencia siempre es un impulso para mejorar, de ahí que podamos afirmar que los bancos actualmente son mejores gracias a las fintech pues aprenden de ellas, incorporan servicios o colaboran con ellas.

La colaboración de October con Liberbank se cimentó sobre la posibilidad de ofrecer un servicio adicional que el propio banco no podía ofrecer a su cliente. De esta forma, y para evitar la eventual pérdida del cliente que supondría negarle una financiación adicional a la ya suministrada, se ha establecido un canal

asociaciones apuntadas, el sector bancario ha emprendido también una labor actualizadora que se ha reflejado en la adopción de estrategias digitales con las que competir con los nuevos proveedores.

Por lo que, actualmente, ya no puede decirse que el fenómeno *fintech* es patrimonio exclusivo de pequeñas *startups* de perfil tecnológico. Antes bien, a estos nuevos participantes del mercado que adoptan la innovación tecnológica para competir con las entidades establecidas, habrán de sumarse los bancos existentes que evolucionan e integran la innovación tecnológica, bien mediante el desarrollo interno de soluciones *fintech*, bien mediante el establecimiento de asociaciones estratégicas⁶⁰⁴; y los gigantes tecnológicos ampliamente globalizados y reunidos bajo el acrónimo GAFA (*Google, Amazon, Facebook y Apple*) cuya cuota de mercado e información de sus clientes les ha permitido el desarrollo de servicios financieros.

En todo caso, estas innovaciones suponen para el sector financiero, especialmente resiliente, una serie de oportunidades y riesgos cuyo alcance todavía resulta muy difícil de valorar desde una perspectiva totalizadora, pues se trata de un fenómeno -el *fintech*- de amplias posibilidades y rápida evolución. No obstante, enunciaremos con carácter ejemplificativo aquellos que consideramos más relevantes⁶⁰⁵.

En cuanto a las oportunidades debe llamarse la atención, en primer lugar, sobre el uso de la información. Y es que un manejo adecuado de la información disponible servirá para centralizar los intereses del cliente, pudiendo personalizar los productos y servicios ofrecidos. En segundo lugar y a raíz de dicha personalización, *fintech* ha dado lugar a la aparición de nuevos productos y servicios no disponibles con anterioridad⁶⁰⁶. Paralelamente ha funcionado como catalizador en el surgimiento de empresas innovadoras, así como en la reorientación de las existentes, fomentando a la postre el crecimiento económico. En tercer lugar, la presencia de empresas recién llegadas ha

organizado de colaboración entre ambas empresas». Entrevista mantenida con D. Gregoire de Lestapis, CEO de October en España, el 2 de abril de 2019 en la sede de la empresa en Madrid.

⁶⁰⁴ Vid. BCE, *Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, septiembre de 2017, pp. 3 y ss.; TAPIA HERMIDA, A. J., *Competencia o colaboración entre bancos y fintech*, 13 de junio de 2018, disponible en <http://ajtapia.com/2018/06/competencia-o-colaboracion-entre-bancos-y-fintech/> y SÁNCHEZ MONJO, M., “*Fintech: panorama actual y tendencias regulatorias*”, ... *ob. cit.*, p. 1, ed. electrónica.

⁶⁰⁵ En la elaboración del listado de oportunidades y retos de las *fintech* se han utilizado las siguientes fuentes: CNMC, *Estudio sobre el impacto en la competencia de las nuevas tecnologías en el sector financiero (fintech)* [E/CNMC/001/18], 13 de septiembre de 2018, pp. 28 y ss.; COMISIÓN EUROPEA, *Plan de acción en materia de tecnología financiera: por un sector financiero europeo más competitivo e innovador*, ... *ob. cit.*, pp. 2 y ss.; CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA, *Financial Stability Implications from Fintech*, 27 de junio de 2017, pp. 12 y ss., disponible en <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>; KPMG y FUNCAS, *Fintech, innovación al servicio del cliente*, noviembre de 2017, pp. 12 y ss., disponible en <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/11/fintech-innovacion-servicio-cliente.pdf>; NÁJERA PASCUAL, A., “*Fintech: ¿es regular la mejor solución?*”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 932, 2017, p. 1, ed. electrónica.

⁶⁰⁶ A título de ejemplo señalamos la financiación colectiva de proyectos o *crowdfunding* (sobre ello volveremos con mayor profundidad posteriormente), la posibilidad de completar pagos a través del móvil (*Apple Pay* o *Android Pay*), la gestión integral de las finanzas a través de aplicaciones móviles (*Fintonic*), y un largo etcétera.

promovido la competencia en los mercados, lo que ha desembocado no solo en una mejora de los procesos innovadores, sino también en una mayor eficiencia de los mismos. En último lugar, es innegable que *fintech* contribuye a la inclusión financiera de sectores sociales escasamente bancarizados, de tal forma que contribuye también a la democratización de los servicios financieros.

A su vez, este nuevo panorama también plantea una serie de riesgos. En este sentido, las empresas podrían enfrentarse a desajustes de vencimientos, situación que sucede, en términos generales, cuando los activos destinados a sostener los pasivos difieren en términos de vencimiento, de forma que en el balance puede apreciarse mayor presencia de pasivos que de activos, a la sazón, ya vencidos. Asimismo, también pueden darse escenarios de falta de liquidez pues muchas de las actividades *fintech* no suponen la tenencia de dinero de los clientes. Por otra parte, producto de la novedad y de la juventud de los servicios ofertados, existe de forma latente un riesgo reputacional que, a modo de espada de Damocles, pende sobre la credibilidad de la actividad desarrollada. En este caso, unas pérdidas acontecidas en el seno de una sola empresa podrían llegar a entenderse como un indicador de pérdidas potenciales en todo el sector, afectando por igual tanto a la entidad perjudicada como a las indemnes. Desde otro ángulo, ciertas actividades desarrolladas en *fintech* a menudo deben hacer frente a problemas de volatilidad. Sin olvidar las conductas anticompetitivas que pueden generar, los riesgos cibernéticos producto de la falta de seguridad de los entornos digitales, la protección de datos o los problemas derivados del posible blanqueo de capitales, entre otros.

IV. LA ARQUITECTURA REGULATORIA

Puestas en relación las oportunidades y los riesgos que representan las *fintech*, es preciso detenernos ahora en el estudio de la arquitectura regulatoria existente.

Estas nuevas formas de intervención financiera se encuentran con un marco regulatorio indefinido y pendiente de desarrollo. A fecha actual, el conjunto normativo vigente es el resultado de una actividad legislativa acometida con anterioridad a la aparición de las *fintech* en el panorama financiero⁶⁰⁷. En consecuencia, ya desde origen han venido

⁶⁰⁷ Es el caso, a nivel internacional, de los “Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz” publicados por el Comité de Basilea y que son relevantes a la hora de supervisar las innovaciones bancarias y la interacción entre los bancos y las entidades *fintech*. Asimismo, los “Objetivos y principios de la regulación de valores” de la IOSCO pueden servir de directriz cuando la actividad *fintech* se desarrolle en los mercados de valores. En el ámbito de los seguros debe tenerse en cuenta los “Principios básicos de seguros” de la IAIS. A nivel comunitario no puede dejar de mencionarse la Directiva MiFID II. En fin, bastan estas pocas citas como ejemplo de las dificultades de encaje de las *fintech* en un entorno legislativo articulado con anterioridad a su aparición. *Vid.* COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*, septiembre de 2012, disponible en https://www.bis.org/publ/bcbs230_es.pdf; IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, junio de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>; IAIS, *Insurance Core Principles*, noviembre de 2015, disponible en <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles/file/58067/insurance-core-principles-updated-november-2015> y BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “Digitalización del sector financiero y sus consecuencias. Especial referencia

sucediéndose fricciones a raíz de las evidentes dificultades de encaje de las nuevas actividades *fintech* en los estándares regulatorios existentes.

En suma, cualquier estudio de su regulación, la protección de los consumidores e inversores, la integridad de los mercados y el fomento de la innovación y la competencia, debe lidiar con la disyuntiva de si deberían aplicárseles los cuerpos normativos vigentes, o si, por el contrario, deberían remitirse a regímenes normativos más laxos o, incluso, estructurados *ex nihilo*. Para intentar dar respuesta a esta disyuntiva abordaremos la cuestión desde una triple óptica: internacional, comunitaria y nacional, para, en última instancia, aportar nuestras reflexiones.

En la esfera internacional la cuestión regulatoria depende en gran medida del tamaño y estructura de los sectores financieros, así como del nivel de implantación de las *fintech* y de la flexibilidad y alcance de los marcos normativos existentes. En este sentido, los cambios habidos abarcan casi todas las posibilidades existentes. Es posible observar (i) promulgaciones de leyes completamente nuevas, como en Méjico; (ii) conjuntos de normas complementarias en China; (iii) enmiendas a leyes existentes, como en la UE o Reino Unido; (iv) leyes específicas para alguna de las actividades *fintech*, como en Argentina o Hong Kong; (v) propuestas sobre ciertos aspectos en Alemania y Estados Unidos; (vi) establecimiento de *sandbox* o espacios de pruebas, centros de innovación y aceleradores, como en Reino Unido; y finalmente, (vii) posturas legislativas en las que no se contempla la necesidad de acometer cambios de ningún tipo, como en Arabia Saudí⁶⁰⁸.

En el panorama comunitario y a raíz de las consultas públicas realizadas en 2017, la Comisión Europea considera que, en el escenario actual, no es necesario aún emprender una reforma legislativa integral⁶⁰⁹. Declaración que debe matizada, pues es evidente que desde la UE se han adoptado iniciativas concretas con el objetivo de integrar paulatinamente la digitalización del sector financiero. Así lo demuestra, entre otras, la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE, o la Directiva (UE) 2018/843 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo

a las *Fintech*”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID PARRA, A., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018, pp. 384 y ss.

⁶⁰⁸ Datos extraídos del informe de 2017 del Consejo de Estabilidad Financiera en el que se evaluaba el panorama *fintech* como parte de las prioridades del G20 en materia de digitalización. *Vid.* CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA, *Financial Stability Implications from Fintech*, ... *ob. cit.*, pp. 24 y ss.

⁶⁰⁹ De los resultados de la consulta trasciende de forma generalizada que la innovación tecnológica que supone *fintech* está sirviendo de motor en el desarrollo del sector financiero. No obstante, la cuestión regulatoria debe ser abordada, y así lo manifestaron los encuestados, desde la neutralidad tecnológica. Ello supone que en la presente coyuntura deba optarse por el principio de "mismo servicio, mismo riesgo, misma norma". Los resultados de las consultas realizadas el 23 de marzo y el 15 de junio de 2017 se encuentran disponibles en https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en.

de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifican las Directivas 2009/138/CE y 2013/36/UE (5AMLD⁶¹⁰).

Hay que mencionar además que como parte de los esfuerzos de la Comisión Europea para impulsar el Mercado Único Digital se publicó, en marzo de 2018, un Plan de Acción sobre las *fintech*⁶¹¹ con 19 medidas para, entre otros objetivos, permitir que los nuevos modelos empresariales innovadores se amplíen a toda la UE, apoyar la adopción de nuevas tecnologías, así como aumentar la ciberseguridad y la integridad del sistema financiero. La finalidad principal de estas iniciativas se basa en preparar al sector financiero de la Unión para aprovechar las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías.

En el ámbito nacional, tanto la CNMV, el BdE, como la CNMC se han mantenido alertas a los cambios introducidos, emitiendo diversos avisos, criterios, advertencias y estudios, tanto de carácter general, como al respecto de determinadas actividades *fintech*. De igual modo, se ha dotado de un marco legal a los mecanismos alternativos de financiación colectiva (*crowdfunding*) a través de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Por otra parte, la CNMV ha habilitado un “Portal *fintech*” con la intención de promover estas iniciativas. De esta forma, ofrece orientación sobre aspectos normativos a promotores y entidades, a la vez que crea un espacio informal de comunicación.

Finalmente, en 2018 se publicó el Anteproyecto de Ley de Medidas para la Transformación Digital del Sistema Financiero⁶¹², consciente de la necesidad de adaptación a los cambios de la política de regulación financiera. Recientemente aprobado por el Consejo de Ministros, los objetivos centrales del Anteproyecto giran en torno a la protección de los consumidores de servicios financieros, la estabilidad financiera y la integridad en los mercados, a la vez que prevé medidas para evitar el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. En esta línea el núcleo del Anteproyecto se centra en la creación y regulación de un espacio controlado de pruebas o *sandbox*. En esencia un *sandbox* permite la realización de pruebas de un proyecto *fintech* en un marco delimitado, supervisado y con respeto a un protocolo de actuaciones. Todo ello en un entorno seguro para los participantes y sin riesgo para el conjunto del sistema financiero⁶¹³.

⁶¹⁰ Correspondiente a sus siglas en inglés *Anti Money Laundry Directive*.

⁶¹¹ COMISIÓN EUROPEA, *Plan de acción en materia de tecnología financiera: por un sector financiero europeo más competitivo e innovador*, [COM(2018) 109 final], ... *ob. cit.*

⁶¹² Ministerio de Economía y Empresa, *Anteproyecto de Ley de Medidas para la Transformación Digital del Sistema Financiero*, 10 de julio de 2018, disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/noticias/2014/180711_AP_Ley_transformacion_digital_sistema_financiero_f.pdf.

⁶¹³ *Vid.* también AEFI, *Decálogo para la implantación de un Sandbox en España*, marzo de 2018, p. 4, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/03/Decalogo_Sandbox.pdf, que define los *sandbox* como «un entorno de pruebas controlado o espacio seguro de pruebas en el que las entidades o proyectos innovadores que se encuentran en estados iniciales de desarrollo pueden emprender su actividad bien bajo la modalidad de exención, para el caso de actividades que sí pueden situarse bajo el paraguas del regulador con la normativa actual, o bien bajo la modalidad de no sujeción para el caso de actividades aun no expresamente reguladas por su carácter innovador».

Consideramos oportuno detenernos en este punto y ofrecer algunas pinceladas a propósito del mencionado Anteproyecto que, de salir adelante, fomentaría la transformación digital sin socavar la estabilidad financiera, la integridad de los mercados o la protección de los inversores⁶¹⁴.

Como apuntábamos, el objetivo de la constitución de un *sandbox* se basa en la estructuración de un espacio de supervisión desde el que atender con seguridad y flexibilidad las demandas de los nuevos operadores. A pesar de las ventajas que presenta, no se trata de un concepto jurídico sino informático⁶¹⁵. En ese campo, los *sandbox* se utilizan con frecuencia para crear un espacio aislado del sistema operativo donde ejecutar nuevos programas sin poner en riesgo la integridad de aquél.

En este punto ya no somos ajenos al potencial de las tecnologías *fintech* en el sector financiero. El propio Anteproyecto señala su capacidad para incrementar el número y la calidad de los servicios prestados, así como la posibilidad de reducir las asimetrías de información, mitigar fallos de mercado o redistribuir la asignación de riesgos en la economía. Pero junto a las ventajas, uno de los principales escollos es la adaptación de la política financiera. Razón por la que este Anteproyecto pudiera ser de sumo interés al estructurar un sitio de pruebas desde el que supervisar las actividades innovadoras, pero permitiendo el desarrollo de las mismas sin las restricciones de la normativa vigente⁶¹⁶. De lo que se trata, en definitiva, es de permitir a los promotores de proyectos *fintech* comprobar la viabilidad de su modelo de negocio antes de solicitar las autorizaciones administrativas necesarias para ofrecer su producto o servicio en el mercado financiero.

⁶¹⁴ Sobre la licencia *sandbox* prevista en el Anteproyecto *vid.* entre otros, PALÁ LAGUNA, R., “La licencia *sandbox* para las *Fintech*: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 22, 2018; CANALEJAS MERÍN, J. F. y ALMARCHA JAIME, J., “Un nuevo esquema de supervisión en el Anteproyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero (*regulatory sandbox*)”, *Diario La Ley*, núm. 9427, 2019; JARNE MUÑOZ, P., “El espacio controlado de pruebas (*regulatory sandbox*) en el Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero”, *Actualidad Civil*, núm. 11, 2018; y GARCÍA DE LA CRUZ, R., “La irrupción del *sandbox* regulatorio: propuestas para las *fintech* españolas”, *Cuadernos de información económica*, núm. 264, 2018.

⁶¹⁵ En este sentido, JARNE MUÑOZ, P., “El espacio controlado de pruebas (*regulatory sandbox*) en el Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero”, ... *ob. cit.*, p. 2, ed. electrónica, apunta que su naturaleza experimental implica que si los resultados son los esperados se podrá trasladar el modelo al entorno de actuación definitivo. Mientras que si no responden a las expectativas podrán desecharse o someterse a los cambios precisos sin alterar el entorno original.

⁶¹⁶ Ciertamente antes de la llegada del Anteproyecto, la constitución de estos espacios ya venía siendo demandada por la Asociación Española de *Fintech* e *Insurtech* (AEFI). En concreto, desde 2017, tras la publicación de su Libro Blanco sobre Regulación *Fintech*, la AEFI llamaba la atención sobre el necesario establecimiento de *sandbox* semejantes a los propuestos por la FCA inglesa. *Vid.* AEFI, *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, p. 8, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/06/AEFI_LibroBlanco_02_10_2017.pdf, donde dentro de la batería de medidas propuestas figuraba la creación de un «Marco de Medidas regulatorias para fomentar la Innovación Financiera, definido de manera análoga al Regulatory Sandbox inglés que preservando la protección de los consumidores, la integridad del mercado y niveles adecuados de supervisión regulatoria íntegra facilidades normativas para el acceso y ejercicio de nuevos operadores así como para los operadores tradicionales les permita un entorno más simple para desarrollar nuevas actividades o lanzar más rápidamente productos o servicios al mercado».

Así las cosas, todos los ensayos, sondeos y pruebas podrán llevarse a cabo sin sujeción a la normativa específica que sería de aplicación si los servicios financieros testados se prestaran de forma habitual.

Conviene puntualizar que no debe ser entendido el espacio *sandbox* como una zona anárquica en la que cualquier entidad puede desarrollar su proyecto bajo unos estándares regulatorios distendidos. Nada más lejos. Todos los interesados deberán someterse al conjunto de disposiciones que establece el Anteproyecto y que recogemos brevemente.

En primer lugar, el acceso al espacio controlado no implicará en ningún caso la obtención de las autorizaciones necesarias para ofrecer los servicios de forma habitual y profesional. Aquellas entidades que ya cuenten con dicha autorización, velarán porque sus actividades profesionales no se mezclen con las que están en pruebas. En cuanto a los proyectos, estos deberán aportar innovación tecnofinanciera y deberán encontrarse en fases avanzadas de desarrollo.

Una vez obtenida la aprobación, deberá suscribirse el protocolo de pruebas donde se fijarán las condiciones en las que estas tendrán lugar (tiempo, fases...). A continuación, deberá recabarse el consentimiento informado de los participantes en el que se hará constancia de los riesgos y el régimen de desistimiento. A tales efectos, a cada participante se le entregará un documento donde consten sus derechos y donde se detalle la naturaleza, implicaciones, riesgos y responsabilidades de la prueba. Y es que el riesgo por los daños y perjuicios infringidos a los participantes corre a cargo del promotor, quien deberá, además, disponer de garantías financieras suficientes para cubrir esta responsabilidad. No obstante lo cual, no se considerarán incluidas las eventuales pérdidas que pudiesen ocasionarse debido a la fluctuación de los mercados.

Por lo que, la protección de los inversores se articula, en primer lugar, mediante la limitación de la participación, pues no estará abierta al público en general, sino a aquellos que consientan, mediante su firma en el documento de información. En segundo lugar, a través de la información que deberá facilitarse a estos inversores interesados sobre el contenido de la prueba y los riesgos que corre. En tercer lugar, también será posible que abandonen en cualquier momento las pruebas amparados por un derecho de desistimiento que podrán ejercer sin generar por ello pretensiones indemnizatorias en el promotor. En cuarto y último lugar, también quedan protegidos mediante la responsabilidad por pérdidas que asume el promotor, si bien no se incluyen, como hemos dichos, aquellas provenientes de la oscilación de los mercados.

Durante las pruebas la autoridad supervisora designará uno o varios monitores cuya función será el seguimiento de la actividad. Tanto los promotores como la autoridad supervisora podrán suspender o dar por finalizadas alguna de las pruebas o el proyecto en su totalidad.

Al final del proceso de ensayo el promotor deberá elaborar una memoria de resultados donde se recoja, bien la inadecuación del proyecto, bien la viabilidad del mismo. En el primer caso el promotor puede dar por culminadas sus obligaciones. En el segundo caso, esto es, si se ha constatado la viabilidad del proyecto, comenzará el proceso de pasarela que permitirá el acceso a la actividad profesional y es aquí donde encontramos la enjundia del documento prelegislativo. Y es que, los habituales plazos del procedimiento de solicitud de autorización se reducirán a la mitad siempre que (i) la actividad que se vaya a realizar se base en la tecnología y modelo de negocio ya probados y (ii) siempre que el supervisor considere que la realización de las pruebas permite el análisis simplificado del cumplimiento de los requisitos previstos en la legislación vigente.

En el Anteproyecto prima también el principio de proporcionalidad lo que, a grandes rasgos, supone la ponderación de los requisitos que deben tener los miembros del órgano de administración, así como la idoneidad de los accionistas, la estructura interna y el capital inicial.

No podemos cerrar la cuestión sin plantear, tal y como han hecho algunos autores de renombre, alternativas al *sandbox* vigentes en el derecho patrio, como la declaración responsable o la autorización condicional. Posibilidades que facilitarían el funcionamiento experimental y por tiempo limitado del promotor⁶¹⁷. Al propio tiempo, es inevitable considerar que la implantación de un espacio de pruebas como el propuesto por el Anteproyecto, supondría dejar en manos de la CNMV, BdE o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, la elección de quienes serán los futuros operadores del mercado tecnofinanciero. Una labor que, a todas luces, excede de sus funciones supervisoras.

Como epílogo expondremos a continuación las reflexiones que nos suscita la cuestión regulatoria planteada. Opinión que, ya avanzamos, no debe entenderse en términos estáticos dado el potencial de desarrollo y evolución de las actividades *fintech* en un futuro cercano. Y es que, a pesar de nuestros esfuerzos, es indiscutible que el ecosistema tecnofinanciero se encuentra aún en fase de consolidación, por lo que lo más probable sea que todo cuanto aquí exponamos deba ser atemperado a la luz de los nuevos acontecimientos.

En todo caso, de lo que no cabe duda es de la magnitud del reto al que se enfrenta el legislador que debe proteger a los intervinientes, evitando que una excesiva regulación

⁶¹⁷ En este sentido, PALÁ LAGUNA, R., “La licencia *sandbox* para las *Fintech*: ¿es necesario un nuevo derecho para estos nuevos hechos?”, ... *ob. cit.*, pp. 6 y ss., plantea ambas posibilidades. Por una parte, la declaración responsable, contenida en el artículo 69 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, facultaría a la entidad *fintech* que la hubiese presentado a, una vez finalizado el plazo establecido, obtener la autorización administrativa para seguir con su actividad o abandonar la misma. Por otra parte, la autorización condicional, prevista, entre otros, por la Agencia Europea del Medicamento o el Reglamento (CE) 854/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2004, por el que se establecen normas específicas para la organización de controles oficiales de los productos de origen animal destinados al consumo humano, implicaría que la empresa *fintech* contara con una licencia provisional de actuación que, pasado el plazo, se tornaría definitiva.

desvirtúe el carácter esencial de este novedoso sector tecnofinanciero, a la vez que procurando un grado de protección que evite actuaciones perjudiciales al amparo de vacíos legales. Una regulación excesiva mermaría las posibilidades de crecimiento, mientras que una ordenación en exceso permisiva supondría quizás una ventaja respecto del resto del sector financiero.

La era *fintech* está comenzando a desdibujar los límites y las fronteras del sector financiero. A este respecto, existe el riesgo de que actuaciones fuera del perímetro regulatorio o bajo unos índices de regulación inferiores puedan socavar la estabilidad del sistema financiero, afectar a la competencia y, sobre todo, mermar la protección de los clientes e inversores. Al mismo tiempo, la inconsistencia del ámbito normativo puede afectar a la capacidad de las autoridades para supervisar la evolución del *fintech*.

Así las cosas, el enfoque regulatorio debe partir de la cooperación internacional. No puede negarse la dimensión global del fenómeno por lo que, en primer término, la búsqueda de soluciones debe partir de un consenso. En caso contrario se estaría favoreciendo el surgimiento de marcos legales fragmentados y poco armonizados. Al hilo de lo anterior, desde estas páginas entendemos que la labor tuitiva debe abordarse desde la proporcionalidad y la flexibilidad. En efecto, la constatada ausencia de normativa específica, al menos a nivel comunitario, obliga a la aplicación de una serie de preceptos orientados a la regulación de realidades distintas a las planteadas por *fintech*. Por lo que entendemos que debería apostarse por una aplicación elástica de los mandatos legales a fin de no mermar innecesariamente las oportunidades de desarrollo de las *fintech*. Sin perjuicio, en cualquier caso, de un desarrollo normativo posterior consecuente con esta revolución de hondas raíces.

A ello debe unirse asimismo el establecimiento de supervisores eficaces y la articulación de procedimientos ágiles para solventar las controversias que se puedan suscitar.

V. ÁREAS DE DESARROLLO DE LAS *FINTECH* EN EL SECTOR FINANCIERO

A día de hoy no se cuestiona que la miríada de actividades financieras identificadas bajo el paraguas de las *fintech* constituye una desagregación de los servicios financieros. Sin embargo, pretender establecer de partida una clasificación exhaustiva y ordenada de las mismas puede resultar engañosa dada la amplitud del propio concepto y la convergencia de los servicios que proporcionan.

No obstante, de cara a contextualizar y estructurar las diversas manifestaciones de este fenómeno, seguiremos la clasificación propuesta por IOSCO que muestra el panorama *fintech* en torno a ocho categorías.

Ahora bien, como podrá comprobarse de cuanto exponemos a continuación, las novedades *fintech* abarcan un amplio espectro de actividades que se extienden sobre

numerosas áreas de trabajo. Un estudio pormenorizado de los diversos ámbitos que señalaremos desbordaría los fines de este trabajo y ampliaría prácticamente *ad infinitum* su contenido.

Por otra parte, la constante evolución de este ecosistema fruto de su estado todavía experimental, aconseja un acercamiento jurídico cauteloso y centrado en sus aspectos nucleares. De no ser así, existe la posibilidad de que cualquier transformación venidera torne en infructuosa la labor realizada y todo cuanto aquí sea dicho.

Por lo que, al objeto de delimitar el campo de estudio, hemos elegido aquellas áreas que, por su naturaleza, dan lugar a una mayor actividad de los inversores minoristas y sobre las que existe incertidumbre en cuanto al nivel de protección dispensada a aquellos. Nos referimos a la financiación colectiva o *crowdfunding*, y a la inversión en criptomonedas y *criptoactivos* al amparo de la tecnología de la cadena de bloques o *blockchain*. Sin perjuicio de lo cual, seguidamente haremos un sumario acercamiento a todo el ecosistema *fintech* para, posteriormente, entrar con mayor profundidad en el estudio de las áreas señaladas.

1. Servicios de pago

Un ejemplo esclarecedor de la permeabilidad del sector financiero para incorporar los adelantos tecnológicos reunidos bajo el concepto *fintech* lo constituye el desarrollo de los servicios de pago. En este contexto, el aumento de las compras por Internet, la masiva disposición y utilización de *smartphones*, y la progresiva reducción del dinero en efectivo, ha propiciado el aumento de los pagos electrónicos y la aparición de nuevos servicios hasta ahora no contemplados.

Ya en 2012 la Comisión llamaba la atención sobre la fragmentación del mercado de pagos⁶¹⁸ y advertía de la necesidad de un entorno armonizador que redujera la inseguridad jurídica y redundara en una mayor protección de los consumidores.

En efecto, la implementación de nuevos productos y servicios de pago no previstos en la anterior Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se

⁶¹⁸ Llamamiento que quedó recogido, entre otros, en el Libro Verde *Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por Internet o pagos móviles*, la Comisión. En concreto, la Comisión enfatizó aquí en el avance del comercio y los pagos electrónicos, así como en la necesidad de establecer una zona única de pagos en euros o SEPA (*Single Euro Payments Area*) que permitiera realizar pagos tanto a particulares, empresas u otros agentes económicos, nacionales o internacionales, bajo las mismas condiciones y con los mismos derechos. Vid. COMISIÓN EUROPEA, *Libro Verde: Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por Internet o pagos móviles* [COM(2011) 941 final], 11 de enero de 2012, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0941&from=EN>. Sobre SEPA, vid. BANCO DE ESPAÑA, *¡Ahora SEPA!*, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/FolletoSEPA_Febrero2011.pdf.

modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE, ahora derogada, demostró la necesidad de emprender un proceso de reforma en este ámbito.

Así las cosas, y como respuesta a los desafíos normativos planteados por estas nuevas realidades, la Directiva 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) n° 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE, (DSP2), ha establecido un marco legislativo común para permitir el desarrollo de nuevos tipos de servicios de pago. Aunque debe matizarse que dicho desarrollo se verá potenciado desde una perspectiva tecnológicamente neutral de la Comisión, lo que supone, en esencia, la aplicación equivalente de las mismas condiciones operativas tanto a los nuevos proveedores como a los existentes⁶¹⁹.

En todo caso, la DSP2 ha facilitado la entrada en el mercado de los servicios de pago de dos nuevas prestaciones resultado de la progresiva asunción de los avances *fintech*. Se trata de los servicios de iniciación de pagos y de los servicios e información sobre cuentas.

Los servicios de iniciación de pagos nacieron recientemente como resultado del incremento del comercio electrónico. El auge de los pagos por Internet ha permitido que un sector de entidades *fintech* desarrollen este servicio que permite al consumidor abonar el precio de aquello que pretende adquirir sin emplear tarjetas bancarias o números de cuenta, sino a través de una pasarela de pago, disponible en la plataforma del proveedor. Será este último el encargado de iniciar y gestionar el proceso, mediando entre el comerciante y la entidad bancaria⁶²⁰. La propia DSP2 lo describe como un «servicio que permite iniciar una orden de pago, a petición del usuario del servicio de pago, respecto de una cuenta de pago abierta con otro proveedor de servicios de pago»⁶²¹. Por tanto, el proveedor de este servicio no tendrá que administrar las cuentas del cliente, sino solamente recabar su consentimiento para operar con ellas⁶²².

⁶¹⁹ Vid. Considerando 21 y artículo 98.2 DSP2.

⁶²⁰ MOLINERA ORTIZ, L., *Los nuevos servicios complementarios a los pagos por Internet. La excesiva cautela de algunos consumidores hacia este tipo de servicios ¿razonable o infundada?*, 9 de febrero de 2016, disponible en <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10853-los-nuevos-servicios-complementarios-a-los-pagos-por-Internet-la-excesiva-cautela-de-algunos-consumidores-hacia-este-tipo-de-servicios-iquest;razonable-o-infundada/> y GUIBERT ECHENIQUE, S., “La revolución *Fintech*, pagos móviles y desafíos para la banca”, *Diario La Ley*, núm. 8825, 2016, p. 2, ed. electrónica.

⁶²¹ Artículo 4.15 DSP2.

⁶²² En este sentido, CONESA, C., GORJÓN, S., y RUBIO, G., *Un nuevo régimen de acceso a las cuentas de pago: la PSD2*, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/18/NOVIEMBRE/Un_nuevo_regimen_de_acceso_a_las_cuentas_de_pago_la_PSD2.pdf, añaden que estos proveedores son, en esencia, terceras partes ajenas a la relación bilateral hasta ahora vigente entre la entidad y su cliente. Relación que ha dejado de ser exclusiva a la luz de las tendencias *open bank* por las que el cliente puede disponer y ceder su propia información. Pueden citarse como ejemplos, la plataforma sueca Trustly o la alemana Sofort, aunque el ejemplo paradigmático lo sigue constituyendo el gigante norteamericano PayPal.

Por su parte, los servicios de información sobre cuentas ofrecen, a través de una sola aplicación, una visión en conjunto y ordenada por categorías del estado de las diferentes cuentas del cliente, con independencia de si se pertenecen a múltiples entidades bancarias⁶²³.

La DSP2 quedó finalmente traspuesta a nuestro ordenamiento mediante el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

2. Seguros

En el ámbito de los seguros las tendencias *fintech* también están suponiendo importantes avances. Antes de continuar debemos precisar, no obstante, que todas las innovaciones tecnológicas acontecidas en este sector se agrupan bajo la denominación de *insurtech* y, al igual que en *fintech*, pueden venir de la mano tanto de *startups* de nueva creación, como de aseguradoras consolidadas que han decidido incorporar las mejoras digitales.

El desarrollo del *insurtech* se encuentra todavía en un estadio inferior al observado en *fintech*. Los servicios ofrecidos hasta ahora pueden agruparse en torno a tres grandes ejes. En el primero figura la comparación entre seguros y la recomendación de las pólizas que mejor se adapten a las necesidades del cliente. En segundo lugar, es posible encontrar productos en los que se emplea la tecnología de forma intensiva, ya sea mediante contratos inteligentes, ya sea a través de los mecanismos de análisis utilizados. En tercer lugar, también pueden ofrecerse servicios infraestructurales donde la tecnología cumpla un papel importante en la mejora de la actividad aseguradora, por ejemplo, facilitando los cálculos y la evaluación de los riesgos⁶²⁴.

Las ventajas de la aplicación de las tecnologías a un sector tan estático como el asegurador se encuentran aún en fase de maduración. Con todo, pueden señalarse la modernización de los productos ofrecidos, el aumento en la transparencia y comprensión de los productos, así como, la mejora en los procesos de contratación⁶²⁵.

Sin embargo, la evolución de *insurtech* no se encuentra acompañada con la regulación del sector, que sigue sin adaptarse. En la esfera comunitaria la AESPJ ha formado un grupo de trabajo multidisciplinar con la intención de profundizar en diversas áreas temáticas.

⁶²³ Este servicio queda definido en el artículo 4.16 DSP2 como un «servicio en línea cuya finalidad consiste en facilitar información agregada sobre una o varias cuentas de pago de las que es titular el usuario del servicio de pago bien en otro proveedor de servicios de pago, bien en varios proveedores de servicios de pago». Un conocido ejemplo de un proveedor de este servicio es Fintonic cuya aplicación móvil cuenta con más de 700.000 usuarios.

⁶²⁴ AEFI, *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, p. 27, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/06/AEFI_LibroBlanco_02_10_2017.pdf.

⁶²⁵ AEFI, *Estadísticas del sector insurtech*, noviembre 2018, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/12/Infografía_Estadísticas_Insurtech_AEFI_2018.pdf.

Entre ellas destacan el uso del *big data* por las aseguradoras, los requisitos para la concesión de licencias, o los beneficios y riesgos del uso del *cloud computing* o tecnología de computación en la nube. Asimismo, el supervisor europeo remitió una encuesta a las autoridades nacionales y a las partes interesadas. También organizó la tercera mesa redonda sobre *insurtech*. El resultado de dicha actividad promovió la creación de un *Informe sobre buenas prácticas en materia de requisitos de concesión de licencias, seguros entre pares y el principio de proporcionalidad en el contexto insurtech*, recientemente publicado que, pese a ser presentado en términos de decálogo de buenas prácticas, no reviste carácter jurídicamente vinculante, por lo que su adopción es voluntaria⁶²⁶.

3. Planificación

Los avances tecnológicos se han extendido también al ámbito de las finanzas personales y las plataformas de gestión de carteras, la elaboración de presupuestos o la planificación de fondos, convirtiéndose en herramientas cada vez más utilizada entre los *millennials*. No olvidemos, un sector de la población plenamente digitalizado y dispuesto a utilizar servicios financieros no tradicionales, sobre todo si estos atienden a sus demandas tecnológicas, tienen en cuenta sus valores y están diseñados de acuerdo a sus preferencias.

Esta nueva generación de usuarios financieros son el objetivo principal de las aplicaciones móviles que han salido al mercado, aunque su interfaz sencilla y sus amplias posibilidades están atrayendo cada vez más a otros segmentos de la población. De la amplia variedad de opciones disponibles se distinguen tres categorías principales. La primera está relacionada con aquellas aplicaciones que emulan virtualmente la elaboración de presupuestos y que facilitan el ahorro mediante *softwares* que detraen de las cuentas de sus clientes las cantidades que estos hayan definido para ese fin. El segundo tipo de aplicaciones permite la gestión de carteras de forma automatizada, reduciendo así el porcentaje de comisiones. La tercera opción hace referencia a aquellas aplicaciones de planificación financiera en las que, a pesar del componente virtual de las mismas, es posible acceder a los servicios de un asesor personal remoto a un precio notablemente inferior al de las consultas con un asesor tradicional⁶²⁷.

⁶²⁶ Puede consultarse el informe en EIOPA, *Report on best practices on licencing requirements, peer-to-peer insurance and the principle of proportionality in an insurtech context*, 2019, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/EIOPA%20Best%20practices%20on%20licencing%20March%202019.pdf#search=insurtech>.

⁶²⁷ En este sentido, AUGUSTINE, A. y NAVA, M., *Fintech: Changing the Way We Save and Invest*, 21 de mayo de 2015, disponible en https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/05/150521_US_EW_Fintech.pdf, quienes además advierten que esta nueva tendencia abre una ventana de oportunidad para las entidades bancarias que han incorporado estas aplicaciones entre sus servicios. En el caso concreto del BBVA ya es posible acceder a herramientas de simulación, facilitadores del ahorro, o planificadores como *BBVA baby planner* o *BBVA valora*.

4. Financiación participativa o *crowdfunding*

Las fuentes alternativas de financiación son otro ejemplo de la desagregación de los servicios financieros acaecida gracias a la aparición de las *fintech*. Con carácter general el *crowdfunding* puede definirse como una solicitud de financiación que realiza el promotor de un determinado proyecto a través de una plataforma *online*.

No es momento para entrar en mayores disquisiciones sobre el *crowdfunding* al que dedicaremos un capítulo de este trabajo. Baste por ahora con saber que atendiendo al componente financiero es posible distinguir entre el *equity crowdfunding* y el *crowdlending*.

A través del *equity crowdfunding* la financiación se logra gracias a las aportaciones de inversores que pretenden obtener un porcentaje de participación en el proyecto en cuestión.

En el caso del *crowdlending* la financiación se consigue vía préstamos que habrán de ser devueltos con los intereses pactados previamente.

La aparición de estos mecanismos alternativos de financiación ha supuesto un cambio significativo para todos los agentes implicados. El paradigma de los mercados ha variado en pos de una mayor interacción de las partes, una disminución de los costes, una mejor gestión de la información y de los estándares de transparencia, así como, de una eficiente descentralización de la actividad⁶²⁸.

En 2013, la Comisión Europea publicó el Documento de Consulta “*Crowdfunding* en la UE – Explorando el valor añadido de la posible actuación de la UE” en el que quedaban reflejadas las optimistas perspectivas de esta práctica que había crecido un 65% en el seno de la Unión y alcanzaba los 735 millones de euros de recaudación⁶²⁹.

⁶²⁸ Entre otros, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL. T., “Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2014, núm. 15, p. 4, ed. electrónica; DÍAZ RUIZ, E., “*Crowdfunding* o financiación participativa”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, p. 626. Por otro lado, una parte de la doctrina se cuestiona hasta qué punto la actividad de *crowdfunding* es realmente novedosa o si, por el contrario, es sencillamente una forma diferente de enfocar una actividad tradicional pero ahora sustentada en los avances tecnológicos. *Vid.* ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: diferentes realidades”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 2016, núm. 66, pp. 29 y ss.

⁶²⁹ *Vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Consultation Document - Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, 2013, disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.

5. Cadena de bloques o *blockchain*

Es muy probable que de entre todas las innovaciones *fintech*, la *blockchain* sea una de las que más relevancia y potencial futuro presente. No en balde, tal y como veremos más adelante, la *blockchain* o cadena de bloques ha servido como tecnología de soporte que ha permitido la aparición de las criptomonedas o monedas digitales. De igual forma, puede recurrirse a la *blockchain* para la generación de contratos inteligentes, la mejora de la transparencia en los procesos electivos, el seguimiento de las cadenas de suministro, la trazabilidad de productos, la protección de la propiedad intelectual, la gestión de identidades, el registro de títulos de la propiedad o la negociación de acciones. El elenco de posibilidades no se agota en las descritas, sino que sigue aumentando a medida que sus usos y ventajas se van extendiendo.

Blockchain implementa la tecnología de registro distribuido que permite a ordenadores localizados en cualquier punto geográfico proponer y validar transacciones al tiempo que se actualizan los registros simultáneamente⁶³⁰. Sin entrar en sus aspectos técnicos, cuyo estudio ampliaremos en otro capítulo, la principal novedad que introduce *blockchain* es la posibilidad de completar operaciones de forma totalmente descentralizada, esto es, sin la intervención de ninguna autoridad central que deba validar la transacción. El proceso de validación se lleva a cabo por los participantes de la red o nodos mediante un mecanismo de consenso que requiere la aprobación de todos para poder añadir la operación a la cadena de transacciones anteriores.

En el ámbito financiero, la necesaria intervención de una contraparte encargada de validar las operaciones realizadas ha sido una realidad constante. Los efectos inmediatos de dicha actuación, sin desmerecer la seguridad aportada, suponen el aumento de los costes monetarios y temporales asociados a la operación. Sin embargo, a través de *blockchain* toda esa arquitectura intermediadora desaparece.

A la descentralización se une la irreversibilidad de los registros. Una vez introducida la información en la base de datos no es posible ninguna modificación ya que los registros se encuentran vinculados, por medio de técnicas criptográficas, con los registros de transacciones anteriores. Somos conscientes de la complejidad que, *prima facie*, este tipo de tecnología parece ostentar por lo que, reiteramos, nos remitimos al capítulo especialmente dedicado a su estudio.

⁶³⁰ BEI, *Blockchain, Fintechs and their relevance for international institutions*, enero de 2019, pp. 15 y ss., disponible en <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/ac472145-237a-11e9-8d04-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF>.

6. Asesoramiento financiero automatizado

En términos globales el asesoramiento financiero personalizado no es una actividad al alcance de todos los clientes de las entidades. Situación que parece estar cambiando gracias a los procesos de digitalización. No obstante, debemos puntualizar que los mercados de valores ya se encontraban plenamente informatizados antes de la disrupción de las *fintech*. Por tanto, la novedad en este sector radica en el empleo de la infraestructura tecnológica preexistente para ofrecer nuevos servicios caracterizados por la automatización de los mismos que, a menudo, no requieren de intervención o mediación humana de ninguna clase. Dichos servicios podrán ser ofertados tanto por entidades existentes, como por nuevos actores del mercado⁶³¹.

El asesoramiento financiero automatizado se lleva a cabo a través de los conocidos como *robo-advisors*. Se trata de un *software* encargado de recopilar información de sus clientes con la que conforman su perfil inversor. Sobre la base de esta información y mediante el uso de algoritmos, le ofrecen productos y servicios a medida. De esta forma, las utilidades de *fintech* en el terreno del asesoramiento financiero están sirviendo para democratizar sus servicios y acercar a los clientes unos productos que hasta ahora se encontraban fuera de su alcance.

Las ventajas son, además del asesoramiento cuasi personalizado⁶³², el ahorro de los costes del servicio, la comodidad, la posibilidad de acceso a cualquier hora, así como la inversión diversificada en varios productos. Por el contrario, las desventajas que presenta tienen que ver con las dificultades para perfilar correctamente los intereses de sus clientes, la desconfianza que todavía generan, o que los clientes no comprendan adecuadamente el asesoramiento recibido.

Esta nueva actividad de asesoramiento ha llamado la atención de la CNMV. En concreto, el supervisor nacional ha advertido que la prestación de servicios de asesoramiento o de gestión de carteras automatizados es equivalente a la realización de servicios de inversión tradicionales. De modo que los nuevos actores deberán respetar la regulación vigente en materia de autorización, registro, y, sobre todo, la relativa a las normas de conducta aplicables, con especial incidencia en la realización del test de idoneidad a los clientes⁶³³.

⁶³¹ En este sentido, SÁNCHEZ MONJO, M., “*Fintech*: panorama actual y tendencias regulatorias”, ... *ob. cit.*, pp. 5 y ss., ed. electrónica, añade que entre los servicios disponibles cabe la inversión en divisas, acciones cotizadas, participaciones en fondos de inversión...etc. En fin, las posibilidades se extienden sobre numerosos instrumentos financieros.

⁶³² Pues no olvidemos que la interacción física entre el proveedor del servicio y el cliente es prácticamente nula, por lo que la personalización del servicio se basa en los datos e información disponible de aquél.

⁶³³ CNMV, *Preguntas y respuestas dirigidas a empresas Fintech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*, 12 de marzo de 2019, disponible en <https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFintech.pdf>.

7. Datos y análisis

Las mejoras ofrecidas por las empresas *fintech* se encuentran estrechamente relacionadas con la información que, como usuarios de Internet, volcamos casi a diario en las redes. Los nuevos productos y servicios ofertados no proceden de una extraordinaria y acertada capacidad de vaticinio desarrollada por los recién llegados operadores del mercado, sino que tienen su origen en el manejo de grandes cuotas de información obtenida de diferentes fuentes.

A diario generamos una cantidad ingente de datos tanto personales como profesionales. Nuestro historial de Internet, las transacciones online, la actividad en redes sociales, los emails enviados, las aplicaciones consultadas, las ubicaciones compartidas, y un largo etcétera, van dejando un rastro en forma de bytes susceptible de almacenamiento y tratamiento.

Antes de continuar es necesario hacer un inciso y explicar de cuánta información estamos hablando, pues en el volumen de la misma reside la necesidad de crear innovaciones tecnológicas que permitan su manejo para extraer datos de sus propietarios.

Usando como medida de referencia los *bytes*, es decir, la unidad mínima de memoria de un ordenador, es posible establecer la cantidad de información que puede almacenarse en un *gigabyte*, que serán 10^9 , es decir, 1.000.000.000 de *bytes*. Pues bien, el volumen de información que se maneja hoy día se puede medir en *petabytes*, 10^{15} *bytes*, y *exabytes*, 10^{18} *bytes*. Como puede comprobarse se trata de una cantidad masiva que ha dado lugar al surgimiento de lo que se conoce como *big data* o gestión de gigantescos montantes de información digital a través de infraestructuras de reciente creación⁶³⁴. De esta forma, el *big data* puede definirse como «una nueva generación de tecnologías y arquitecturas diseñadas para extraer valor económico de grandes volúmenes de datos heterogéneos habilitando una captura, identificación y/o análisis»⁶³⁵. Sus principales características se agrupan en torno a cuatro pilares básicos. El primero hacer referencia al volumen de datos que se manejan, muy superior a los hasta ahora procesados. El segundo está relacionado con la variedad de los mismos, provenientes de fuentes heterogéneas. El tercer pilar es la velocidad con la que dichos datos se recopilan, cruzan y analizan. El cuarto y último pilar

⁶³⁴ MAYER-SCHÖNBERGER, V., y CUKIER, C., *Big data. La revolución de los datos masivos*, Turner Publicaciones, Madrid, pp. 17 y ss.

⁶³⁵ CARTER, P., *Conceptos básicos del Big data*, citado por PUYOL MONTERO, J., *Aproximación jurídica y económica al Big data*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, p. 12.

El Observatorio Iberoamericano de Protección de Datos definió el *big data* en su Declaración de Méjico DF como «sistemas y herramientas que son capaces de tratar ingentes cantidades de datos en un tiempo muy inferior en el que lo harían los equipos tradicionales, permitiendo su almacenamiento, búsqueda, visualización, compartición, segmentación y análisis». Vid. OBSERVATORIO IBEROAMERICANO DE PROTECCIÓN DE DATOS, *Hacia la implantación de garantías para la privacidad en los tratamientos de Big data*, 23 de agosto de 2014, disponible en <http://oiprodat.com/declaracion-de-mexico-d-f/>.

característico del *big data* es el valor que se puede llegar a extraer de los datos manejados⁶³⁶.

La combinación de las mencionadas características crea un abanico de posibilidades que aplicadas al sistema financiero pueden resultar sumamente rentables. A grandes rasgos, el empleo del *big data* puede suponer una mejora en los productos ofertados a los clientes que ahora estarán personalizados. También puede ayudar a definir nuevas oportunidades de negocios no contempladas, la valoración de la idoneidad y conveniencia de los clientes, así como determinar patrones de comportamiento que pueden ser utilizados para prevenir el fraude.

Como contrapartida de las ventajas debe hacerse referencia a los riesgos que puede dar lugar el *big data*. En este sentido, el principal peligro lo representa la privacidad de la información circulante. Sobre este extremo en la *Declaración de México DF* se indicaba que en el seno del tratamiento de datos en *big data* no siempre se manejarían datos de carácter personal⁶³⁷. No obstante, es evidente que no se trata de una cuestión pacífica y que en numerosas ocasiones acabarán por mezclarse datos de diversa naturaleza.

Desde la Unión Europea se ha tenido muy en cuenta el *big data* en la elaboración del Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE (RGPD)⁶³⁸, estableciendo una serie de obligaciones para las empresas, al tiempo que se refuerzan los derechos de los usuarios. Destaca la forzosa notificación de brechas de seguridad y el fortalecimiento de los deberes de información y transparencia, mientras que entre los derechos de los usuarios figura el derecho al olvido y a la portabilidad de los datos⁶³⁹.

A nivel comunitario debe mencionarse también la propuesta de Reglamento sobre la privacidad y las comunicaciones electrónicas⁶⁴⁰ con la que se pretende precisar y completar las disposiciones del RGPD en todo lo relativo a los datos de comunicaciones electrónicas que se consideran datos personales.

⁶³⁶ MCAFEE, A., y BRYNJOLFSSON, E., “*Big data: The Management Revolution*”, *Harvard Business Review*, octubre 2012, pp. 4 y ss.

⁶³⁷ Vid. OBSERVATORIO IBEROAMERICANO DE PROTECCIÓN DE DATOS, *Hacia la implantación de garantías para la privacidad en los tratamientos de Big data*, ... *ob. cit.*, y PUYOL MONTERO, J., *Aproximación jurídica y económica al Big data*, ... *ob. cit.* p. 301 y ss.

⁶³⁸ En el ámbito nacional la adaptación al RGPD se ha llevado a cabo a través de la Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales.

⁶³⁹ Sobre las modificaciones introducidas por el RGPD que pueden afectar directamente a la actividad de *big data*, vid. NOGUEIRA BLANCO, J., “Reglamento General de Protección de Datos (RGPD) y *BIG DATA*”, *Actualidad Civil*, núm. 5, 2018.

⁶⁴⁰ COMISIÓN EUROPEA, *Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el respeto de la vida privada y la protección de los datos personales en el sector de las comunicaciones electrónicas y por el que se deroga la Directiva 2002/58/CE [COM(2017) 10 final]*, 10 de enero de 2017, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017PC0010&from=ES>.

8. Seguridad

La seguridad, y en concreto la ciberseguridad, ha ocupado la agenda regulatoria toda vez que se espera que el desarrollo de los entornos digitales venga acompañado de la protección de quienes ahí actúan. Sonoros casos como los de *Facebook* o *Yahoo!* ponen de manifiesto la importancia de reforzar estos nuevos frentes, máxime cuando en el ámbito de las *fintech* la información susceptible de ser atacada hace referencia a cuentas bancarias, saldos, contraseñas, inversiones, etc.

Bajo esta categoría quedan incluidas las diversas soluciones que se han ido desarrollando con la finalidad de garantizar un mayor nivel de seguridad en las interacciones digitales. Destacan principalmente los sistemas de autenticación de los usuarios, los procesos de cifrado, el *hacking* ético o la emisión de certificados de confianza digital.

La ciberseguridad no es cuestión baladí. El Foro Económico Mundial creó en 2018 un consorcio centrado en ofrecer mejoras en este sector. Desde Europa, la fiabilidad y seguridad cibernética se sitúan como núcleo de la Directiva (UE) 2016/1148 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2016, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión (Directiva NIS). En estos nuevos tiempos ultra conectados, la ciberseguridad es esencial para los mercados interiores. Entre los objetivos de la Directiva NIS figuran el establecimiento de condiciones de seguridad para la actuación de los operadores de servicios esenciales y de los proveedores de servicios digitales. Asimismo, se prevé la creación de grupos de cooperación transnacionales para intercambiar información y se incide en la necesidad de que cada Estado miembro adopte, con carácter obligatorio, una estrategia nacional al respecto⁶⁴¹.

En esta línea, en el panorama nacional, la CNMV creó una nueva subdirección de *fintech* y ciberseguridad con el cometido de analizar e impulsar proyectos enfocados en este ámbito. Más, de momento, según el “Plan de actividades de 2019”, los trabajos se centrarán en recopilar información sobre qué medidas están aplicando determinadas entidades⁶⁴².

⁶⁴¹ Vid. MORET MILLÁS, V., “Un nuevo escenario jurídico para la ciberseguridad en España: el Real Decreto-Ley 12/2018, de Seguridad de las redes y sistemas de información”, *Diario La Ley*, núm. 9270, 2018, pp. 3 y ss., ed. electrónica y MUÑOZ VELA, J. M., “La UE regula la gestión de riesgos por los proveedores de servicios digitales”, *Diario La Ley*, núm. 15, 2018.

⁶⁴² Puede consultarse en CNMV, *Líneas estratégicas de la CNMV 2019-2020. Plan de actividades 2019*, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2019.pdf.

CAPÍTULO II. LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA O CROWDFUNDING

I. INTRODUCCIÓN

Una parte importante de los cambios originados por el fenómeno *fintech* en el sistema financiero, se han visto alentados paralelamente por el desarrollo de la economía colaborativa. En 2016 la Comisión Europea llamó la atención sobre el rápido crecimiento de esta y su extensión sobre importantes cuotas de mercado en el documento *Una Agenda Europea para la economía colaborativa*. En este mismo informe definía la economía colaborativa como «modelos de negocio en los que se facilitan actividades mediante plataformas colaborativas que crean un mercado abierto para el uso temporal de mercancías o servicios ofrecidos a menudo por particulares...»⁶⁴³.

Así, el patrón de la economía colaborativa se extiende sobre una gran variedad de modelos de negocio, abarcando múltiples sectores (transporte, alojamiento, restauración...) cada uno de los cuales tiene sus propias características de mercado. Es el caso del sector financiero, donde el *crowdfunding* o microfinanciación colectiva⁶⁴⁴ se ha instaurado como una alternativa real, si bien todavía minoritaria, para inversores y promotores de proyectos. Los primeros, han encontrado una vía alternativa hacia la que canalizar sus ahorros. Los segundos, se benefician de nuevas formas de “empréstito”, distintas de la tradicional financiación bancaria, por las que captar capitales. A estas razones debe sumarse, asimismo, la confluencia de diversos factores socio-económicos. De un lado, la profunda crisis económica mundial redujo drásticamente el acceso de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) a las fuentes tradicionales de financiación. De otro, la nefasta comercialización de productos financieros entre los inversores minoristas (preferentes, *swaps*...), supuso una irreparable pérdida de confianza en la actividad bancaria. Y, por último, el rápido avance de la tecnología y la tendencia social, cada vez mayor, hacia la creación de comunidades virtuales.

Los numerosos interrogantes jurídicos que plantea la actividad de *crowdfunding* han sido, y siguen siendo, tratados por la doctrina con el ánimo de tejer hilos de conocimientos⁶⁴⁵.

⁶⁴³ COMISIÓN EUROPEA, *Una Agenda Europea para la economía colaborativa* [COM(2016) 356 final], 2 de junio de 2016, disponible en <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/16881>.

⁶⁴⁴ A lo largo del presente trabajo utilizaremos indistintamente y con idéntico sentido los términos *crowdfunding* o microfinanciación colectiva.

⁶⁴⁵ Entre otros, ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: diferentes realidades”, ... *ob. cit.*, pp. 13 y ss.; AGRAWAL, A., CATALINI, C., GOLDFARB, A., “Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions”, *Journal of Economics & Management Strategy*, núm. 2, vol. 24, 2015, pp. 253 y ss.; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”, *La Ley*, núm. 8320, 2014, pp. 1 y ss., ed. electrónica; BOTTIGLIA, R., PICHLER, F., *Crowdfunding for SMEs. A European perspective*, Verona, Palgrave MacMillan, 2016; CAMACHO CLAVIJO, S., “El crowdfunding. Especial referencia a las plataformas de financiación participativa”, en *Mercado Digital. Principios y reglas jurídicas* (NAVAS NAVARRO, S. y CAMACHO CLAVIJO, S., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016; CARRASCO PERERA, A., “La financiación participativa a través de plataformas de crowdfunding”, *Centro de Estudios*

Sin embargo, en atención a nuestro objetivo, nos centraremos en el estudio de la protección dispensada a los inversores no profesionales, denominados no acreditados en este ámbito.

II. CARACTERÍSTICAS DEL CROWDFUNDING

1. Definición

Con carácter general el *crowdfunding* puede definirse como una solicitud de financiación que, durante un período de tiempo delimitado y a través de una plataforma *online*, realiza una persona física o jurídica para la consecución de un concreto proyecto. Dicha petición, dirigida a una pluralidad indeterminada de personas, puede ser a título gratuito o con carácter lucrativo.

Es inherente a la definición del *crowdfunding* la presencia de una relación triangular que vertebra todo el proceso. Nos estamos refiriendo al vínculo establecido entre promotores,

de Consumo, núm. 12, 2014, pp. 1 y ss., ed. electrónica; DÍAZ RUIZ, E., “Crowdfunding o financiación participativa”, ... *ob. cit.*, pp. 649 y ss.; DUSHNITSKY, G., GUERINI, M., PIVA, E., ROSSILAMASTRA, C., “Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries”, en *California Management Review*, núm. 2, vol. 58, 2016, pp. 44 y ss.; ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., “Reflexiones sobre la defensa de la competencia y las plataformas de economía colaborativa”, *La Ley Mercantil*, núm. 48, 2018, pp. 3 y ss.; FLORES SEGURA, M., “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o crowdfunding”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 150, 2018, pp. 89 y ss.; GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017, pp. 1 y ss., ed. electrónica; GALEOTE MUÑOZ, M. P., “Equity crowdfunding: agentes y relaciones”, *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 41, 2016, pp. 221 y ss.; GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 291, 2014, pp. 1 y ss., ed. electrónica; GRACIA LABARTA, C., “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2014, pp. 3 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMES y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (crowdfunding de inversión)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 16, 2015, pp. 1 y ss., ed. electrónica; “Los límites de inversión como protección del inversor en equity crowdfunding”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pp. 985 y ss.; MORENO SERRANO, E., “Hacia una crowdfunding de doble vía”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pp. 887 y ss.; NAVAS NAVARRO, S., “Mercado de capitales y tecnología”, en *Mercado Digital. Principios y reglas jurídicas* (NAVAS NAVARRO, S. y CAMACHO CLAVIJO, S., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pp. 251 y ss.; PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, *Revista Consumo y Empresa*, 2017, núm. 6, pp. 1 y ss., ed. electrónica; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos”, *Pensar en Derecho*, núm. 3, 2013, pp. 101 y ss.; “Legal Aspects of Recommender Systems in the Web 2.0: Trust, Liability and Social Networking”, en *Recommender Systems for the Social Web* (PAZOS ARIAS, J. J., FERNÁNDEZ VILAS, A., y DÍAZ REDONDO, R. P., Dir.), Berlín, Springer-Verlag, 2012, pp. 43 y ss.; “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, 2014, pp. 8 y ss.; “El crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos”, *Revista de Derecho Empresarial*, núm. 1, 2014, pp. 617 y ss.; VIÑUELAS SANZ, M., “Los préstamos participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 305, 2017, pp. 305 y ss.; y, ZUNZUNEGUI, F., “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, núm. 3, 2015, pp. 1 y ss., ed. electrónica.

inversores y plataformas *online*. Sin perjuicio de que más adelante retomemos la cuestión, es preciso señalar que los promotores del proyecto son quienes solicitan financiación, los inversores son quienes están dispuestos a aportarla y, por último, las plataformas de financiación participativa (PFP) son las encargadas de la gestión del proceso, cruzando las necesidades de financiación con las ofertas.

El *crowdfunding* o la microfinanciación participativa ha tenido un desarrollo vertiginoso en la última década. En respuesta a sus índices de crecimiento, y ante la necesidad de delimitar los efectos presentes y futuros de este fenómeno, el Banco Mundial publicó en 2013 un informe sobre *Crowdfunding's Potential for the Developing World (El potencial del crowdfunding para el mundo en desarrollo)*. Dicho informe recogía los primeros datos globales de una tendencia que había liberado su potencial tan solo seis años atrás. Así, se desvelaba que, para entonces, 45 países contaban ya con plataformas activas de *crowdfunding*, habiéndose recaudado un total de 2.700 millones de dólares en 2012, a la vez que se estableció una tasa de crecimiento anual compuesto del 63% entre 2009 y 2012⁶⁴⁶.

También en 2013, la Comisión Europea publicaba el documento de consulta *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action (Crowdfunding en la UE – Explorando el valor añadido de la posible actuación de la UE)* en el que se reflejaban las optimistas perspectivas de esta práctica, que había crecido un 65% en el seno de la Unión y había llegado a los 735 millones de euros de recaudación en el año 2012⁶⁴⁷.

En España, por su parte, las cifras han sido igualmente esperanzadoras. Del *Informe Anual sobre Financiación Participativa (Crowdfunding) en España*, presentado por Universo Crowdfunding, se desprende que esta forma de financiación alternativa ha aumentado un 62,12% con respecto al año 2017, pasando su recaudación de 101.651.284 € a 159.691.767 €. Atendiendo a los datos arrojados en cuanto a volumen de recaudación, los líderes son las plataformas de préstamos (69.182.839 €), seguidas por las inmobiliarias (39.018.875 €), las de inversión (25.644.370 €), recompensas (16.581.702 €) y, finalmente, las de donación (9.264,281 €)⁶⁴⁸.

⁶⁴⁶ BANCO MUNDIAL, *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. *InfoDev*, 1 de enero de 2013, disponible en <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfundings-potential-for-the-developing-world>.

⁶⁴⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, Consultation Document, 3 de octubre de 2013, disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.

⁶⁴⁸ A fecha de finalización del presente trabajo, solo están disponibles los datos relativos al año 2018. *Vid.* UNIVERSO CROWDFUNDING, *Financiación Participativa (Crowdfunding) en España*, 2018, disponible en <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/>.

2. Modalidades de *crowdfunding*

Dentro del *crowdfunding* es posible distinguir diversas modalidades que dependerán de si la remuneración que se espera obtener con la inversión es dineraria o no. En consecuencia, y antes de continuar, es preciso realizar un breve inciso pues no todas las variantes estarán recogidas en la normativa objeto de estudio.

En efecto, es posible distinguir entre el *crowdfunding* que se realiza sin contraprestación alguna, esto es, aquellas solicitudes de financiación a título gratuito, del *crowdfunding* que sí retribuirá a sus financiadores. En el primer grupo se encuentran las donaciones y los préstamos sin remuneración, y en el segundo estarán aquellas modalidades donde el aportante espera participar de los beneficios obtenidos⁶⁴⁹.

Dentro de esta última variedad de *crowdfunding* es preciso diferenciar, a su vez, si la remuneración que se espera obtener es dineraria o no. Y es que la contribución al proyecto puede hacerse, bien con la perspectiva de recibir un bien o un servicio, en cuyo caso hablaremos de un *crowdfunding* remunerado pero no dinerario, bien con la intención de obtener un rendimiento monetario, con lo cual estaremos ante una aportación en préstamo o *crowdlending*, o ante una aportación mediante la suscripción de valores negociables o *equity crowdfunding*⁶⁵⁰. Es necesario hacer esta diferenciación pues las obligaciones informativas impuestas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (LFFE), por citar algunas, difieren según se trate de un tipo u otro.

Cada una de las modalidades señaladas reviste un gran interés y genera una serie de interrogantes jurídicos cuya respuesta, como veremos, ha emprendido de forma dispar el legislador español.

3. El inversor no acreditado

La dinámica del *crowdfunding* y, particularmente, la agilidad de sus procesos de inversión, unido a la ausencia de intermediarios, alienta un entorno aparentemente muy atractivo para los inversores. En efecto, la microfinanciación de proyectos con

⁶⁴⁹ Vid. GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica; LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 144, 2016, p. 3 y ss., ed. electrónica; DIAZ RUIZ, E., “Crowdfunding o financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 649 y ss.

⁶⁵⁰ Vid. LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica; GALEOTE MUÑOZ, M. P., “Equity crowdfunding: agentes y relaciones”, ... *ob. cit.*, pp. 221 y ss.; GARCÍA-OCHOA MAYOR, D., y NARVÁEZ BARBA, I., “Economía colaborativa y financiación”, *Diario La Ley*, núm. 8807, 2016, pp. 4 y 5, ed. electrónica; DE LA VEGA GARCÍA, F., “Diversidad jurídica en el tratamiento del crowdfunding”, *Revista Lex Mercatoria*, núm. 5, 2017, pp. 123 y ss.

remuneración permite al futuro inversor elegir, cómodamente y desde su casa, la empresa en la que invertir. No habiendo, por lo general, una cantidad mínima obligatoria, es posible también diversificar la cartera. La elección se facilita, además, si tenemos en cuenta las optimistas rentabilidades previstas. Reteniéndose aún en la memoria colectiva los ecos de la pasada crisis económica donde se aprovechó el desconocimiento de los clientes de las entidades financieras para colocarle productos inidóneos, no es de extrañar que el inversor minorista vea en el *crowdfunding* una nueva oportunidad de inversión, ahora sí, conociendo, o mejor dicho, creyendo conocer, las características de la operación.

Sin embargo, en este punto, compartimos la opinión de quienes entienden que este es un enfoque excesivamente positivo de las ventajas del *crowdfunding*, pues lo cierto es que un abrumador porcentaje de proyectos financiados fracasan antes de poder hablar siquiera de rendimientos y beneficios. Con lo cual el riesgo asumido es muy elevado. Paralelamente, la elección del proyecto tampoco es un tema baladí, sobre todo porque este inversor, que normalmente responde al perfil de minorista en el sentido estudiado en la MiFID II, carece de la información necesaria y los conocimientos suficientes como para valorar sus posibilidades de éxito⁶⁵¹.

Tal y como queda recogido en el artículo 46 LFFE, serán considerados inversores todas aquellas personas físicas o jurídicas que ofrezcan financiación a cambio de un rendimiento dinerario. Así, el legislador ha preferido reservar el término para las modalidades de *crowdfunding* recogidas en la propia LFFE que son, precisamente, aquellas en las que se espera obtener rendimientos dinerarios. En consecuencia, no podrán denominarse inversores a los intervinientes en el *crowdfunding* de donación, préstamo sin remuneración y recompensa⁶⁵².

Frente a la triple distinción entre inversores profesionales, minoristas y contrapartes, establecida en el artículo 203 TRLMV y heredera de la prevista en la MiFID I y II, la LFFE diferencia entre inversores acreditados y no acreditados (art. 81). Es preciso reprochar al legislador esta innecesaria denominación, pues habría bastado con la designación prevista en el TRLMV para las figuras afines. En efecto, consideramos que hubiese sido más oportuno prever las categorías de clientes profesionales y minoristas en las LFFE, matizando solo aquellos aspectos que fueran necesarios para ajustarse a la financiación participativa⁶⁵³.

En todo caso, tendrán la consideración de inversores acreditados *ex* artículo 81 LFFE:

⁶⁵¹ Vid. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones de regulación”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 2014, núm. 61, p. 24.

⁶⁵² Vid. CAMACHO CLAVIJO, S., “El crowdfunding. Especial referencia a las plataformas de financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 307.

⁶⁵³ En este sentido, DIAZ RUIZ, E., “Crowdfunding o financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 660 y ss.

- i. «Las personas físicas y jurídicas a las que se refieren las letras a), b) y d) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores». Dicha referencia, como sabemos, ha quedado obsoleta en virtud de las sucesivas reformas a las que ya nos hemos referido⁶⁵⁴. Las personas físicas y jurídicas contempladas en el precepto, son las previstas en los apartados a), b) y d) del artículo 58 del RD 217/2008. Esto es:
- «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». Entre ellas se incluyen «las entidades de crédito; las empresas de servicios de inversión; las entidades aseguradoras o reaseguradoras; las instituciones de inversión colectiva y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva; las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva; los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras; los fondos de titulización y sus sociedades gestoras; y, los operadores que contraten habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales». [art. 58 a) RD 217/2008].
 - «Los Estados y Administraciones regionales, incluidos los organismos públicos que gestionen la deuda pública a escala nacional y regional, 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». [art. 58 b) RD 217/2008].
 - «Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros». [art. 58 d) RD 217/2008].
- ii. También serán considerados inversores acreditados aquellos empresarios que individualmente cuenten con, al menos, dos de las siguientes condiciones:
- «Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 1 millón de euros»,
 - «Que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 2 millones de euros»,
 - «Que sus recursos propios sean iguales o superiores a 300.000 euros».
- iii. Asimismo, tendrán tal consideración determinadas personas físicas. En concreto, aquellas que, conjuntamente, puedan:
- «Acreditar unos ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros», y

⁶⁵⁴ Vid. *supra* Capítulo I: Panorámica de la evolución de la normativa proteccionista de los inversores en el mercado de valores, pp. XXX y ss.

- Soliciten ser considerados como inversores acreditados de forma previa, renunciando de forma expresa a su tratamiento como cliente no acreditado.
- iv. Análogamente, se predicará esta condición de inversor acreditado respecto de «*las pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas no mencionadas en los apartados anteriores*» y que soliciten ser consideradas como tal.
- v. En último lugar, «*también tendrán la consideración de inversor acreditado las personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación del servicio de asesoramiento financiero sobre los instrumentos de financiación de la plataforma por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada*».

Al igual que hiciera la MiFID I y II, y por extensión la normativa nacional de transposición, la categoría de inversores no acreditados se configura de forma residual. Por exclusión, serán inversores no acreditados todos aquellos que no puedan ser considerados acreditados.

III. EL CROWDFUNDING ¿UNA ACTIVIDAD DISRUPTIVA?

Las prometedoras perspectivas de futuro de la microfinanciación colectiva han alentado el estudio de este fenómeno desde enfoques sociológicos, económicos o jurídicos. De todos ellos se desprende una conclusión que, *prima facie*, es común a todas las manifestaciones de este fenómeno. Nos estamos refiriendo a su carácter disruptivo, esto es, su especial capacidad para instalarse y afianzarse sorpresivamente en los mercados tradicionales. El empleo de este término, de origen anglosajón y que hace referencia, tal y como recoge la RAE, a una «*rotura o interrupción brusca*», plantea el interrogante de su adecuación con las características del *crowdfunding*. ¿Es realmente el *crowdfunding* una actividad disruptiva? Para procurar respuesta a esta cuestión, es de rigor exponer, previamente, las principales características de los procesos disruptivos. Igualmente precisamos detenernos, siquiera sumariamente, en la presentación del contexto evolutivo de esta actividad. Solo entonces, estaremos en posición de atender adecuadamente las reflexiones que se nos suscitan sobre el eventual carácter disruptivo del *crowdfunding*⁶⁵⁵.

1. Pinceladas sobre los procesos disruptivos

El estudio de los efectos de las innovaciones tecnológicas desde un punto de vista económico introdujo por primera vez el concepto de la disrupción⁶⁵⁶. Atendiendo a las

⁶⁵⁵ Es preciso señalar que el análisis que haremos a fin de esclarecer si puede sostenerse o no la naturaleza disruptiva de la actividad de financiación participativa o *crowdfunding*, se circunscribe estrictamente a los márgenes de este capítulo toda vez que, como señalamos *ut supra*, uno de los elementos característicos de las *fintech* es precisamente su potencial disruptivo. Una aseveración que hemos de modular ahora en el ámbito del *crowdfunding* por las razones que esgrimiremos pero que, en las restantes áreas *fintech* estudiadas, esto es, *blockchain*, criptomonedas e ICO, permanece incólume.

⁶⁵⁶ El concepto fue introducido por primera vez en 1995 por los profesores norteamericanos Clayton M. Christensen y Joseph L. Bower. *Vid.* CHRISTENSEN, C. M., y BOWER, J. L., “Disruptive Technologies: Catching the Wave”, *Harvard Business Review*, núm. 1, vol. 73, 1995, p. 45.

teorías formuladas al respecto desde 1995, las innovaciones tecnológicas podrían dividirse en dos grandes grupos.

Por un lado, estarían las denominadas “sostenibles”, es decir, aquellas innovaciones que introducen en el mercado una mejora, sustancial o sutil, a un producto o servicio existente⁶⁵⁷. En otras palabras, las innovaciones sostenibles se orientan en ofrecer avances en las características que los clientes ya valoran.

Por otra parte, dentro de las innovaciones tecnológicas es posible diferenciar también aquellas que son genuinamente disruptivas. Con carácter general, los procesos disruptivos introducen alteraciones drásticas en los mercados y se acompañan de una serie de cambios radicales que, en la mayoría de los casos, no pueden ser previstos⁶⁵⁸. En sus primeros estadios estas nuevas variaciones se dirigen hacia dos segmentos de clientes. En primer lugar, hacia aquellos que han sido ignorados por los operadores tradicionales en su afán de ofrecer mejoras a sus clientes más rentables⁶⁵⁹. En segundo lugar, las innovaciones disruptivas pueden enfocarse en atraer clientes hacia un nuevo mercado inexistente hasta ese momento⁶⁶⁰.

En todo caso lo que es común a este proceso sorpresivo, independientemente del tipo de clientes al que se enfoque, es la escasa o nula acogida por parte de los clientes principales y tradicionales del producto o servicio en el que se insertan. La negativa inicial parte de la imposibilidad de contrastar su rendimiento presente y futuro. A resultas de ello, estos nuevos modelos de actuación se convierten en opciones residuales de la versión popularizada y, en algunas ocasiones, posibilitan la creación de nuevos, aunque pequeños mercados propios. La particularidad de las innovaciones disruptivas radica entonces en

⁶⁵⁷ Vid. CHRISTENSEN, C. M., y BOWER, J. L., “Disruptive Technologies: Catching the Wave”, ... *ob. cit.*, p. 45. Piénsese por ejemplo en el *iPhone* de Apple. El primer modelo salió al mercado en 2007 y fue un éxito casi inmediato. Desde entonces la Compañía californiana ha ido introduciendo una serie de mejoras en sus terminales: mejor resolución de la pantalla, mayor capacidad de almacenaje, cámaras más potentes, diferentes tamaños, sensor de desbloqueo táctil o de identificación facial... Todo ello, unido a habilidosas campañas de *marketing*, convierten su producto en un superventas pese a sus elevados precios.

⁶⁵⁸ En este sentido, *vid.* WEST, J. K., *Disruptive Innovation*, 3 de julio de 2015, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2625531>.

⁶⁵⁹ Es el caso, por citar un ejemplo, de la radio TR-55 de Sony. En la década de los 50 del pasado siglo, el mercado de los reproductores de radio estaba dominado por los transistores de gran tamaño. Sin embargo, la empresa japonesa Sony apostó por un aparato de radio que pese a tener una peor calidad de sonido, introducía otras características atrayentes como un menor peso y una considerable reducción de tamaño que las convertía en portátiles. De esta forma Sony se enfocaba en satisfacer las necesidades de un sector de la clientela de los tradicionales transistores a quienes nos les importaba sacrificar el sonido a cambio de un menor volumen y peso. *Vid.* <https://www.sony.net/Fun/design/history/index.html>.

⁶⁶⁰ CHRISTENSEN, C. M., RAYNOR, M. E., y MCDONALD, R., “What Is Disruptive Innovation?”, *Harvard Business Review*, diciembre, 2015, disponible en <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>. Un ejemplo esclarecedor de un proceso disruptivo lo constituye Xerox y sus fotocopiadoras. En un principio la Compañía se dirigía exclusivamente hacia grandes empresas, las únicas en principio, con la capacidad económica para asumir los costes del servicio. La tecnología del fotocopiado, por tanto, quedaba fuera del alcance de los pequeños clientes quienes habrían de conformarse con los mimeógrafos (multicopista que permite la reproducción de textos o figuras por presión y con la ayuda de un cilindro metálico). Sin embargo, a partir de la década de los setenta, una serie de empresas competidoras supieron ver un filón económico significativo y comenzaron a comercializar fotocopiadoras personales, creando un nuevo mercado hasta ahora inexistente.

la capacidad de ofrecer un servicio que, basándose en el modelo tradicional, introduce una serie de innovaciones o variaciones que lo convierten en una versión más avanzada, más barata y libre de intermediarios⁶⁶¹.

Paralelamente, las empresas del sector, en principio “dueñas” de la demanda y del modelo productivo, no suelen responder a la llegada de este tipo de innovaciones por varias razones. En primer lugar, porque el carácter incipiente del nuevo modelo puede determinar su desaparición en un breve periodo de tiempo, no siendo necesario hacerles frente. Y, en segundo lugar, por los elevados costes de investigación en nuevos modelos, máxime cuando no todos estos procesos de búsqueda de mejoras finalizan con resultados aplicables.

De esta forma, el esquema disruptivo se completa cuando la empresa oferente del nuevo modelo de actuación consigue hacerse con una importante cuota del mercado, copando o incluso desplazando a los líderes tradicionales del sector.

2. Notas sobre la progresión del *crowdfunding*

Mucho antes que el sistema financiero moderno en general, y los bancos en particular, se hicieran con el control de la actividad prestataria, ésta recaía en familias pudientes, normalmente muy influyentes y cercanas a las esferas políticas⁶⁶². Sin perjuicio de la práctica del mecenazgo propia del Renacimiento italiano, es posible señalar iniciativas recaudatorias asimilables al *crowdfunding* desde el siglo XIX.

Artistas como Beethoven o Mozart recurrieron a estas fórmulas de financiación de sus obras mediante la creación de suscripciones por las que los interesados pagaban a los compositores a cambio de ciertos privilegios⁶⁶³. En el catálogo de la Biblioteca Nacional de Francia, por su parte, es posible consultar una litografía de 1830 en la que se solicitaba financiación para la construcción de un globo dirigible, ofreciéndose a cambio la experiencia de viajar en él y la promesa del reembolso de los anticipos, más una suma en beneficios⁶⁶⁴.

La Estatua de la Libertad constituye, asimismo, otro ejemplo de estas primeras solicitudes de financiación dirigidas a una multitud heterogénea de posibles inversores. Los costes de su ensamblaje y la construcción de un pedestal en el que situarla, superaron con creces las expectativas del *American Committee of the Statue of Liberty*, encargado de encontrar

⁶⁶¹ En este sentido, *vid.* CHRISTENSEN, C. M., y BOWER, J. L., “Disruptive Technologies: Catching the Wave”, ... *ob. cit.*, pp. 45 y ss.

⁶⁶² Piénsese en grandes familiar como los Mediccis, los Strozzi, los Peruzzi o los Pazzi.

⁶⁶³ *Vid.* JUNGE, R., EIDINGER, P., “Crowdfunding”, en *Crowdfunding – ein Finanzierungsmodell für Kulturprojekte?*, Norderstedt, Science Factory, 2013, p. 28; PICHLER, F., TEZZA, I.; “Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review”, en *Crowdfunding for SMEs. A European perspective*, Verona, Palgrave MacMillan, 2016, p. 6.

⁶⁶⁴ Puede consultarse la litografía en <http://catalogue.bnf.fr/ark:/12148/cb421758045.public>.

la financiación necesaria. Finalmente, el renombrado editor Joseph Pulitzer puso en marcha una campaña en su periódico *The New York World* para conseguir los fondos a través de donaciones provenientes de los ciudadanos⁶⁶⁵.

En los albores de la Gran Depresión, la financiación bancaria se obtenía y destinaba casi exclusivamente a la subvención de infraestructuras gubernamentales, lo que dificultaba en gran medida el acceso al crédito a los pequeños y medianos empresarios de la época. Una situación que propiciaría la aparición de asociaciones orientadas, precisamente, a la financiación de las actividades de sus miembros.

Paralelamente, y para hacer frente a la desregulación existente en la captación de fondos de inversores, diversos Estados norteamericanos aprobaron escalonadamente las llamadas Leyes *Blue Sky* con el objetivo de proteger a accionistas y acreedores de posibles fraudes⁶⁶⁶. Sin embargo, y pese a los esfuerzos legislativos, los mercados colapsaron en octubre de 1929, sumiendo la economía estadounidense en primer lugar, y la mundial por efecto expansivo, en una gran crisis financiera. Para evitar que una situación similar pudiera llegar a producirse de nuevo, el Congreso de los Estados Unidos aprobó en 1933 el *Securities Act*.

La década de los noventa propició la creación y expansión de nuevos y complejos productos financieros, tan rentables como arriesgados. Esta burbuja de auténtica ingeniería financiera estalló con la quiebra de Enron tras descubrirse las múltiples manipulaciones contables ideadas y ejecutadas desde su cúpula directiva con el fin de aumentar el valor de sus acciones⁶⁶⁷. Una nueva crisis se cernió sobre el mercado financiero, afectando en gran medida a los trabajadores de la compañía Enron, cuyos planes de pensiones se encontraban invertidos en la empresa.

La respuesta del legislador fue la promulgación de la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, comúnmente conocida como la Ley *Sarbanes-Oxley* o Ley

⁶⁶⁵ Vid. entre otros, NATIONAL PARK SERVICE, *Joseph Pulitzer*, 26 de febrero de 2015, en <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>; YOUNG, T. E., “Crowdfunding the Statue of Liberty”, en *The everything guide to crowdfunding*, Massachusetts, Adams Media, 2013, p. 50; *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*, 23 de abril de 2015, en <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675>; BEST, J. y NEISS, S., “Crowdfunding: A historical perspective”, en *Crowdfunding. A guide to raising capital on the Internet*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2014, p. 4; PICHLER, F. y TEZZA, I.; “Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review”, ... *ob. cit.*, p. 6.

⁶⁶⁶ Las leyes aprobadas podían clasificarse en 7 grandes grupos según su finalidad: (1) contra el fraude, (2) de declaración o publicación, (3) de obtención de licencia e inscripción en registros públicos, (4) de supervisión en la emisión y comercialización de los productos financieros, (5) de exención de determinadas acciones u operaciones, (6) relativas a sanciones y (7) limitativas del tipo de social, pues ciertas sociedades anónimas quedaban reguladas por otras leyes especiales. VARGAS VARGAS, M., *La sociedad anónima en el Derecho angloamericano*, Santiago de Chile, Editorial Jurídica de Chile, 1964, pp. 100 y ss.

⁶⁶⁷ ARMOUR, J., y McCAHERY, J. A., “After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US”, *Amsterdam Center for Law & Economics*, 2006-07; BEST, J. y NEISS, S., “Crowdfunding: A historical perspective” ... *ob. cit.* p. 7-8.

*SOX*⁶⁶⁸. A pesar de las buenas intenciones y sin negar sus efectos positivos, lo cierto es que la Ley *SOX* supuso para los pequeños empresarios una serie de obligaciones adicionales de importante coste, pues dicha ley no diferenciaba entre grandes, medianas o pequeñas empresas a la hora de exigir el cumplimiento íntegro de sus preceptos⁶⁶⁹. Por otra parte, la *SOX* también sesgó las posibilidades que tenían las pequeñas empresas de obtener financiación mediante la salida a bolsa y las ofertas públicas iniciales, pues los altos costes asociados desaconsejaban estas alternativas y, consecuentemente, cerraban las puertas a la obtención de capitales por esta vía, ya que ningún inversor depositaría su confianza en una empresa incapaz de garantizar el puntual cumplimiento de una ley promulgada precisamente para evitar el fraude. Esta circunstancia volvió a favorecer la tendencia hacia las alternativas de financiación como respuesta a los acuciantes problemas de las PYMES.

En el sector musical, y mucho antes que el término *crowdfunding* adquiriese la familiaridad de la que hoy goza, la banda de rock Marillion lanzó en 1997 una campaña para recaudar de sus *fans* los fondos necesarios para financiar una gira por los Estados Unidos y el lanzamiento de su nuevo disco⁶⁷⁰.

3. Más que revolución, evolución

Hechas las anteriores precisiones, debemos retomar nuestro interrogante inicial, ¿es el *crowdfunding*, en esencia, una actividad disruptiva como se propugna de manera casi generalizada? La respuesta sobre el carácter auténticamente disruptivo del *crowdfunding* debe ser respondida en sentido negativo por varias razones.

⁶⁶⁸ CONGRESO DE ESTADOS UNIDOS, *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*, disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-107s2673pcs/pdf/BILLS-107s2673pcs.pdf>. En esta ocasión se reforzó profundamente el Gobierno Corporativo de las empresas mediante la imposición de una serie de obligaciones que, so pena de sanciones penales en muchos casos, buscaban el fortalecimiento y la recuperación de la confianza de los inversores en los mercados.

Entre las medidas promulgadas destacan la creación de la *Public Company Accounting Oversight Board* para la supervisión de las empresas con inversión pública. Las auditorías también se reformaron profundamente, prohibiendo que una misma firma proporcione, además de los servicios de auditoría, cualquier otro servicio. Por otra parte, se impuso a los CEO y CFO la necesaria certificación tanto de los informes de la empresa, como de la efectividad de los controles internos. De igual forma, se prohibió la realización de préstamos corporativos a los ejecutivos, a la vez que establecieron fuertes restricciones a la venta de acciones por parte de estos últimos. GRINBERG, E., *Impact of Sarbanes Oxley Act 2002 on Small Firms*, 16 de octubre de 2007, disponible en http://digitalcommons.pace.edu/honorscollege_theses/56.

⁶⁶⁹ *Vid.* Section 404. Management Assessment of Internal Controls, de la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*.

La Ley *Sarbanes-Oxley* supuso para los pequeños empresarios, por una parte, la imposición de controles internos y, por otra, la necesidad de realizar auditorías periódicas. Todo lo cual implicada una serie de costes adicionales que cubrir pues, por ejemplo, la actividad contable no podía ser llevada a cabo por un único empleado. CASTELLUCCIO III, J. A., “Sarbanes-Oxley and Small Business: Section 404 and the Case for a Small Business Exemption”, *Brooklyn Law Review*, núm. 71, 2005, pp. 453 y ss.

⁶⁷⁰ VIRGIN, *How Marillion pioneered crowdfunding in music*, disponible en <https://www.virgin.com/music/how-marillion-pioneered-crowdfunding-music>

En primer lugar, no puede decirse que el *crowdfunding* se oriente hacia un sector de la clientela ignorado por los operadores tradicionales. En efecto, esta actividad se dirige hacia clientes minoristas, o más propiamente, no acreditados, interesados en obtener rentabilidad de la inversión realizada. Sin embargo, sería impropio admitir que este segmento de clientes había sido pasado por alto por los operadores tradicionales. Es más, fue precisamente sobre los clientes minoristas de productos financieros sobre los que la crisis económica embistió con más fuerza. La feroz comercialización de productos como las participaciones preferentes, los *swaps*, los *warrants*, la deuda subordinada o los estructurados, entre otros, se enfocó directamente en estos inversores. Con lo cual, no se cumple esta primera característica definitoria de los procesos disruptivos

En segundo lugar, tampoco puede admitirse que el *crowdfunding* haya creado un mercado nuevo pues todas las áreas en las que se instala este fenómeno contaban con un mercado establecido y desarrollado antes de su llegada. Piénsese, por ejemplo, en el *crowdlending* o aportación en préstamo, o en el *equity crowdfunding* o aportación mediante la suscripción de valores negociables. La mayoría, cuando no todas, las variantes de *crowdfunding* se insertan en un mercado ya existente, de tal suerte que el carácter disruptivo predicado tampoco encuentra un punto de apoyo en esta característica.

Por otra parte, no puede subsumirse el carácter disruptivo del *crowdfunding* en su aparición sorpresiva en los mercados pues, como hemos comprobado, las solicitudes de financiación a una colectividad indeterminada de personas se han ido sucediendo a lo largo de la historia.

Del mismo modo, no debemos olvidar que la disrupción es un proceso cuyo culmen normalmente supone el desplazamiento de los operadores tradicionales. En este punto, si bien es cierto que la actividad de *crowdfunding* ha seguido una senda al alza en cuanto a número de usuarios y proyectos se refiere, no es menos cierto que aún funciona como alternativa a la financiación tradicional. Pese a sus optimistas cifras de crecimiento, sería impropio admitir que esta actividad ha alcanzado la robustez necesaria para hacer frente en pie de igualdad a la financiación bancaria tradicional.

En conclusión, aplicar el calificativo disruptivo a todas aquellas innovaciones que han tenido éxito puede ser erróneo. Y es que, «*no todo camino disruptivo conduce al éxito, y no todo recién llegado triunfante sigue un camino disruptor*»⁶⁷¹.

Con todo, no podemos dejar de admitir ciertos aspectos novedosos, que no disruptivos, del *crowdfunding*. No hacerlo sería ignorar la evidencia. Nos referimos a la intervención de Internet que posibilita una deslocalización de las actividades, lo que a su vez redundará en un abaratamiento de los costes. El concepto actual de *crowdfunding* no se entiende, y de hecho es prácticamente imposible de llevar a cabo, sin recurrir a Internet.

⁶⁷¹ CHRISTENSEN, C. M., RAYNOR, M. E., y MCDONALD, R., “What Is Disruptive Innovation?”, ... *ob. cit.*

Por otra parte, no es descabellado admitir que, incluso en un contexto sin los efectos perjudiciales de la crisis, el auge del *crowdfunding* no se habría retrasado en demasía. Y es que, como hemos apuntado, el desarrollo de la economía colaborativa, el vertiginoso avance de la tecnología y la tendencia cada vez mayor a agruparse en comunidades virtuales, habría provocado, de igual forma, el crecimiento de esta actividad.

Así pues, lo disruptivo no es la actividad propiamente dicha pues, como hemos visto, la solicitud masiva de financiación no es tan reciente como pudiera pensarse⁶⁷². Ni siquiera el hecho de que dichas solicitudes se articulen y gestionen vía Internet ya que, a día de hoy, la intervención de la *world wide web* es algo esperado, incluso necesario. Lo novedoso del *crowdfunding* está, a nuestro entender, en la forma en que dicha actividad se lleva a cabo⁶⁷³.

En el contexto actual, el auge del *crowdfunding* se debe a la intermediación de las PFP donde confluyen los intereses de adquirentes y oferentes. Es precisamente la participación de una plataforma gestora la que configura el concepto reciente de este fenómeno.

Por tanto, la novedad o la irrupción sorpresiva, no es tanto de la actividad de microfinanciación colectiva, como de las PFP, que han venido a instaurarse como nuevos proveedores dentro del mercado tradicional⁶⁷⁴.

De cuanto hemos expuestos emana, sin embargo, una nueva cuestión trascendental al debate, ¿qué importancia tiene la aplicación o no del calificativo disruptivo a la microfinanciación? La respuesta, en apariencia, es sencilla.

Desde la década de los setenta hemos sido testigos de un desarrollo tecnológico apabullante. Las compañías aéreas necesitaron sesenta y ocho años para alcanzar la cifra de los 50 millones de usuarios, mientras que la televisión consiguió este hito en veintidós años. Al teléfono móvil, por su parte, le bastaron doce años. Más, estas cifras palidecen frente a los tiempos registrados, por ejemplo, por la plataformas de vídeos *YouTube*, que obtuvo 50 millones de usuarios en cuatro años; *Facebook*, al que le bastaron tres años; *Twitter*, que la alcanzó en dos años; o la aplicación para móviles *Pokémon Go*, que solo necesitó diecinueve días⁶⁷⁵.

⁶⁷² ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones de regulación”, ... *ob. cit.*, p. 17.

⁶⁷³ En este sentido, *vid.* DE LA ENCARNACIÓN, A. M., “El alojamiento colaborativo: viviendas de uso turístico”, *REALA, Nueva Época*, núm. 5, 2016, pp. 4 y ss., ed. electrónica.

⁶⁷⁴ *Vid.* ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., “Reflexiones sobre la defensa de la competencia y las plataformas de economía colaborativa” ... *ob. cit.*, p. 4, para quien las plataformas digitales intermedian en mercados multilaterales, donde hay usuarios del lado de la oferta y del lado de la demanda. ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: diferentes realidades” ... *ob. cit.*, pp. 37 y ss.

⁶⁷⁵ SÁNCHEZ, J. M., “Facebook, Twitter, Instagram y WhastApp: a la caza del usuario”, *ABC*, 19 febrero 2018, disponible en https://www.abc.es/tecnologia/moviles/aplicaciones/abci-facebook-twitter-instagram-y-whastapp-cuantos-seguidores-tienen-201802150936_noticia.html

La velocidad con que los mercados se transforman, así como la entrada y salida de productos y servicios, ponen constantemente en jaque la actividad legislativa. Los esfuerzos normativos se encuentran, a menudo, a la saga de la realidad social. Sería necesaria una infatigable labor de supervisión de los mercados para cubrir las carencias regulatorias y, como en este caso en particular, incluso adelantarse a ellas. Una labor que en nuestro ecosistema legislativo, particularmente agitado al tiempo que se escriben estas líneas, es relegada y, en muchos casos, abandonada.

Sin embargo, entendemos que en la provisión de los marcos legales necesarios y, sobre todo, adecuados a los tiempos en los que se precisan, es de suma importancia para el regulador comprender y saber diferenciar cuándo se está ante un proceso disruptivo, y cuando no. La trascendencia reside, en nuestra opinión, en el proceso legislativo que tal diferenciación originaría. Y es que, estando verdaderamente ante una novedad disruptiva, la labor legislativa debería abarcar un amplio espectro regulatorio, en función de los concretos elementos que se identifiquen. Por el contrario, de tratarse de una mera evolución de una actividad ya existente, los esfuerzos habrían de centrarse en contextualizar sus novedades bajo reformas de la legislación vigente.

IV. LA REGULACIÓN DEL *CROWDFUNDING* EN LA LFFE

El legislador nacional ha afrontado la regulación del *crowdfunding* desde la necesidad de alentar y fortalecer esta fuente de financiación, siendo consciente de la dependencia excesiva del crédito bancario como fuente principal de financiación⁶⁷⁶. Llama la atención la envergadura del reto, pues en esta LFFE, se debía encontrar el equilibrio entre la seguridad jurídica y el fomento de la microfinanciación colectiva. Una normativa excesivamente reglada podía limitar o coartar el crecimiento de este fenómeno, mientras que un régimen laxo podría dar lugar a situaciones de desprotección.

1. Notas previas respecto de la Propuesta de Reglamento europeo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa

Antes de adentrarnos en el estudio de la protección de los inversores no profesionales en *crowdfunding* el ámbito nacional, es preciso traer a colación la *Propuesta de Reglamento relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas*, emitida por la Comisión Europea en 2018⁶⁷⁷. La importancia de dicho documento es especialmente relevante para esta parte nuestro estudio, como veremos a continuación.

⁶⁷⁶ Vid. Preámbulo de la LFFE.

⁶⁷⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas* [COM(2018) 113 final], 8 de marzo de 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.

No podemos evitar hacer notar que esta PSFP supone la culminación de un proceso de observación y diálogo mantenido por la Comisión desde 2014. En dicha fecha, y sin perjuicio del desarrollo previsible de la microfinanciación y de su potencial para convertirse en auténtica fuente de financiación alternativa para las PYMES, la Comisión emitió la comunicación *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea*. En ella, pese a admitir que una postura en exceso permisiva por parte de la Unión podría suponer la merma de confianza de los consumidores, no estimó necesaria la regulación de la actividad, toda vez que consideró que un exceso normativo podría poner freno a su desarrollo. Un planteamiento que llevó a la Comisión a tomar la decisión de vigilar de cerca el mercado y mantener abiertos canales de diálogo⁶⁷⁸. En 2016, volvió a manifestarse al respecto reiterando en el carácter relativamente pequeño y germinal del *crowdfunding*, aunque admitiendo, eso sí, su capacidad de expansión transfronteriza. Por tanto, y para garantizar una respuesta normativa oportuna, la Comisión tomaba la decisión de intensificar la vigilancia mediante diálogos periódicos, reuniones con las autoridades supervisoras europeas, los Estados miembros y el sector del *crowdfunding*⁶⁷⁹.

En efecto, tal y como ha quedado señalado en la PSFP, las dificultades de acceso a la financiación son un hecho patente en el contexto comunitario. Un escollo particularmente frecuente con el que deben lidiar las empresas innovadoras, las que se encuentran en fases emergentes o de expansión, así como aquellas no cotizadas. Qué duda cabe que la excesiva bancarización de la actividad financiera de préstamos, la contracción del crédito sufrida tras la crisis financiera, o la dependencia de créditos o préstamos no garantizados a corto plazo, constriñen las perspectivas económicas y la supervivencia de las PYMES.

En este contexto, no es de extrañar, y así lo manifiesta la Comisión, que se hayan desarrollado modelos de financiación participativa como el *crowdfunding*, ligados a PFP. En respuesta a estas nuevas realidades, han proliferado diversos regímenes normativos nacionales, entre ellos el implantado en nuestro país por la LFFE que estudiaremos a continuación. El panorama resultante conforma un crisol en el que las condiciones de funcionamiento de las PFP, las actividades reguladas, así como los requisitos para la concesión de las autorizaciones pertinentes, se presentan bajo enfoques diversos. Todo lo cual, redundando en altos niveles de incertidumbre para los operadores, amén de elevados costes si desean actuar en un marco transfronterizo.

Así las cosas, entre los objetivos de la PSFP se contempla, justamente, poner fin a estas situaciones de inseguridad jurídica en el entorno de la Unión⁶⁸⁰. A tales efectos, se dejan

⁶⁷⁸ Vid. CESE, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea* [COM(2014) 172 final], 16 de diciembre de 2014, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52014AE4004>.

⁶⁷⁹ COMISIÓN EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union* [SWD(2016) 154 final], 3 de mayo de 2016, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>.

⁶⁸⁰ Adicionalmente se contempla la previsión de un marco propicio para los bonos garantizados, una propuesta para facilitar la distribución transfronteriza de fondos de inversión colectiva, una propuesta sobre el Derecho aplicable a la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos y, finalmente, una

planteadas las líneas maestras del futuro Reglamento mediante la previsión de 39 artículos. Por lo que interesa a nuestros objetivos, destaca la intención de establecer una serie de requisitos proporcionados para la prestación de los servicios de financiación participativa. Asimismo, sobresale la gestión que se pretende hacer respecto de los riesgos operativos. No obstante, a los efectos del presente trabajo, la mayor novedad planteada es el establecimiento de previsiones que garanticen un nivel elevado de transparencia y protección de los inversores.

Resulta de notoria relevancia la exclusión de la aplicación de los requisitos de la MiFID II a los servicios de financiación participativa. Es así que, quienes resulten autorizados como proveedores de financiación participativa, quedarán exentos de las obligaciones impuestas por la MiFID II⁶⁸¹.

De momento, aplaudimos tal exclusión que, en principio, parece acorde con la actividad de financiación participativa. Y es que, a la luz de criterios de proporcionalidad, el *crowdfunding* comprende unos objetivos de captación de capital de menor cuantía que las operaciones sujetas al régimen MiFID II. Sin embargo, habida cuenta de la ausencia de un marco normativo armonizado, en determinados Estados miembros se ha sometido el *crowdfunding* a los mismos parámetros legislativos impuestos para las demás ESI tanto en MiFID II como en MiFIR, por lo que esta previsión concreta aliviará la carga administrativa y los costes de operación de un buen número de PFP. Bajo tales premisas, y teniendo en cuenta, además, que el paraguas del *crowdfunding* acoge diversos modelos de negocio como hemos visto, celebramos la exclusión prevista. De esta forma, a los servicios de financiación participativa, solo les serán de aplicación las previsiones que se determinen en el normativa proyectada.

Ahora bien, es de reprochar que no se haya aprovechado la oportunidad para armonizar verdaderamente la actividad de *crowdfunding*, pues la finalidad de la PSFP no es abordar un marco regulatorio compacto, sino solamente promover la creación e implantación en todo el territorio la Unión de una etiqueta europea que contribuya a la creación de una Unión de Mercados de Capital, facilitando la actividad transfronteriza de las PFP. Dicho de otro modo, un proveedor podrá optar entre ofrecer sus servicios conforme a la regulación nacional, u obtener la autorización recogida en la citada PSFP que le habilitaría para prestar sus servicios tanto en su país de origen (siempre que sea un Estado miembro), como en el resto del territorio de la Unión. En consecuencia, es evidente que la PSFP no tiene prevista la sustitución de los diversos panoramas regulatorios existentes, sino solamente crear un conjunto de normas homogéneas pero no imperativas⁶⁸².

Comunicación sobre el Derecho aplicable en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores.

⁶⁸¹ A tales efectos, tal exclusión se añadiría, como apartado p) al artículo 2.1 MiFID II.

⁶⁸² Así queda dispuesto en su Exposición de Motivos donde, concretamente, señala que «*la presente propuesta de marco jurídico europeo para la financiación participativa no trata de interferir con los regímenes nacionales específicos o las autorizaciones vigentes, incluidas aquellas otorgadas en virtud de la MiFID II, la DSP o la Directiva GFIA, sino que pretende brindar a los proveedores de servicios de*

En tanto este Reglamento no sea finalmente promulgado hemos de contentarnos con hacer una labor expositiva de conclusiones susceptibles de modificación si, del proceso legislativo, resultaran reformas del texto de la PSFP actual. Por tanto, y a la espera de mayores pronunciamientos al respecto por parte de la Comisión, debemos dirigir nuestros esfuerzos de análisis y reflexión sobre la protección dispensada en la LFFE a nivel nacional.

2. Las modalidades de *crowdfunding* y su regulación en la LFFE

En el estudio de la protección de los inversores en este sector, es necesario partir de las diversas modalidades de *crowdfunding* a las que nos referimos *ut supra*. Recordemos, brevemente, la distinción existente entre el *crowdfunding* que se realiza sin contraprestación, donde las solicitudes de financiación se realizan a título gratuito, y aquel que si retribuye a sus inversores. Como sabemos, en el primero figuran las donaciones y los préstamos sin remuneración, mientras que el segundo comprende las modalidades donde el aportante espera participar de los beneficios que se generen⁶⁸³. A su vez, como parte de la última variante expuesta, es preciso distinguir, *grosso modo*⁶⁸⁴, los casos en los que la contribución se efectúa mediante la suscripción de valores negociables, lo que implicaría estar ante una operación de *equity crowdfunding*, de aquellas ocasiones en las que se lleva a cabo para obtener un rendimiento monetario, en cuyo caso estaríamos ante una actividad de *crowdlending*.

Insistimos en estas diferencias toda vez que, como anticipamos, la regulación prevista por la LFFE, únicamente comprende la actuación de las PFP respecto de las dos modalidades señaladas⁶⁸⁵. Es así que, solamente habrán de estar a lo dispuesto en la norma aquellas plataformas cuya actividad se enfoque en el *equity crowdfunding* y/o en el *crowdlending*⁶⁸⁶. Esta especial delimitación responde a criterios de urgencia legislativa. En efecto, la apremiante necesidad de emprender un proceso regulatorio, se sustentó en

financiación participativa la oportunidad de solicitar una etiqueta de la UE que les permita expandir sus actividades por toda la Unión cumpliendo determinadas condiciones».

⁶⁸³ Se trata de una definición ampliamente compartida por la doctrina y que sustenta, asimismo, el diferente tratamiento legal de una u otra figura. *Vid.* GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica; LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, ... *ob. cit.*, pp. 3 y ss., ed. electrónica; y DIAZ RUIZ, E., “Crowdfunding o financiación participativa”, ... *ob. cit.*, pp. 649 y ss.

⁶⁸⁴ Para una exposición detallada, *vid. supra* apartado II.

⁶⁸⁵ Análogamente, entendemos necesaria esta distinción pues, como veremos, las obligaciones de información impuestas por la LFFE, por citar algunas, difieren en función del tipo de *crowdfunding*. *Vid.* LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica; GALEOTE MUÑOZ, M. P., “Equity crowdfunding: agentes y relaciones”, ... *ob. cit.*, pp. 221 y ss.; GARCÍA-OCHOA MAYOR, D., NARVÁEZ BARBA, I., “Economía colaborativa y financiación”, ... *ob. cit.*, pp. 4 y ss., ed. electrónica; DE LA VEGA GARCÍA, F., “Diversidad jurídica en el tratamiento del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, pp. 123 y s.

⁶⁸⁶ *Vid.* respectiva y consecutivamente artículos 50.1 a) y b), y 50.1 c) LFFE.

la necesidad de limitar un eventual riesgo sistémico⁶⁸⁷, así como en otorgar un régimen de tutela a los eventuales inversores⁶⁸⁸.

Nada se dice respecto de las modalidades no financieras, cuyos contratos no se registrarán por lo dispuesto en la LFFE, si bien, lógicamente, mantienen su validez de conformidad con lo dispuesto en el 1255 CC. En todo caso, deberá estarse a la naturaleza de la relación jurídica a fin de concretar las obligaciones de las partes. Una labor de determinación que no reviste grandes problemas en el caso de las donaciones, pero que, merced de las modalidades remuneradas pero no dinerarias, esto es, el *crowdfunding* de recompensa, si implica una serie de dificultades *ab initio*.

La principal de estas dificultades es justamente esclarecer qué debe entenderse, para el ámbito que nos ocupa, por el aforismo *recompensa*, ya que esta puede consistir en la entrega de un ejemplar del producto, derechos de uso durante un periodo determinado, experiencias, etc. De manera que en cada campaña se puede fijar un tipo concreto de recompensa, por lo que será preciso dilucidar, en primer lugar, cuál es la naturaleza jurídica de esta para, a continuación, poder esclarecer las posiciones jurídicas de las partes⁶⁸⁹.

3. Los requisitos de acceso al mercado que deben cumplir las PFP

El ejercicio de la actividad de financiación participativa por parte de las PFP, ha quedado supeditado a la obtención de autorización previa⁶⁹⁰. Asimismo, se requiere que se

⁶⁸⁷ Si bien no existe una definición unánime sobre qué se entiende por riesgo sistémico, nos remitimos al artículo 3.1.10 de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la 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, donde ha quedado recogido como aquel «*riesgo de perturbación del sistema financiero que puede entrañar perjuicios graves para el sistema financiero y la economía real*».

⁶⁸⁸ No puede desconocerse que un entorno desregulado, o incluso donde esta labor se emprenda tardíamente, puede suponer un alto nivel de incertidumbre. Tanto mayor si tenemos en cuenta la velocidad con que estos fenómenos se desarrollan. *Vid.* RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, ... *ob. cit.*, p. 8.

⁶⁸⁹ En este sentido, MORENO SERRANO, E., “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del *crowdfunding*”, en *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-* (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., y PAÑEDA USUNÁRIZ, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018, pp. 251 y ss. En cualquier caso, los interrogantes en torno a estas figuras poco a poco comienzan a despejarse, al menos doctrinalmente, desde donde se predica el eventual encaje en el contexto de la donación remuneratoria vía intermediario telemático. En este sentido, DE LA VEGA GARCÍA, F., “Diversidad jurídica en el tratamiento del «*crowdfunding*»”, ... *ob. cit.*, p. 125; DIAZ RUIZ, E., «*Crowdfunding* o financiación participativa», ... *ob. cit.*, p. 639; y GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del *crowdfunding*”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica. También se menciona su eventual asimilación a la compraventa de cosa futura, *vid.* CAMACHO CLAVIJO, S., “Las modalidades de financiación participativa o *crowdfunding* y su distinción respecto de figuras afines: *equity-crowdfunding* emisión de valores y obligaciones, *crowdlending* y mecenazgo participativo”, en *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-* (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., y PAÑEDA USUNÁRIZ, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018, pp. 43 y ss.

⁶⁹⁰ Artículo 46 LFFE.

encuentren inscritas en el registro de la CNMV debiendo, en caso de publicar proyectos que pretendan financiarse a través de la solicitud de préstamos, aportar informe preceptivo y vinculante del BdE⁶⁹¹. Si la PFP tuviese previsto recibir fondos con la finalidad de pago por cuenta de los inversores, debe añadirse a lo expuesto, la necesaria obtención de la autorización de entidad de pago híbrida⁶⁹². Sea como fuere, las PFP deberán estar inscritas en el Registro Mercantil (RM)⁶⁹³.

Para la obtención y el mantenimiento de esta autorización, las PFP han de cumplir una serie de requisitos contenidos en los artículos 55 y 56 de la LFFE y que se dividen en generales y financieros, tal y como también se contemplan los establecidos para las ESI en el TRLMV.

Y es que, en efecto, la LFFE fija la mayoría de sus requisitos generales de forma análoga al TRLMV. Es el caso, *v. gr.*, de la delimitación del objeto social⁶⁹⁴; la necesaria y reconocida honorabilidad, conocimientos y experiencia de los administradores, directores generales y asimilados⁶⁹⁵; el tratamiento de los conflictos de intereses⁶⁹⁶; o la previsión de mecanismos que permitan la continuidad en la prestación de todos o parte de los servicios a los que se comprometió la PFP, en caso de cese de su actividad⁶⁹⁷.

Ambos cuerpos normativos prestan especial interés, como no podía ser de otra forma dada las características de los mercados de inversión, a la seguridad, a la confidencialidad y a la fiabilidad en el ámbito informático⁶⁹⁸. Finalmente, si bien el TRLMV obliga a las ESI a constituirse en sociedades anónimas, la LFFE resulta más laxa en este aspecto y permite a las PFP revestir la forma de cualquier sociedad de capital constituida por tiempo indefinido⁶⁹⁹.

En lo que concierne a los requisitos financieros fijados por la LFFE, se requiere que la PFP disponga de un capital social mínimo de 60.000 euros, o de un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval o cualquier otra garantía con la que afrontar eventuales reclamaciones de responsabilidad por negligencia profesional. Dicha alternativa deberá contar con una cobertura mínima de 300.000 euros para reclamaciones de daños, y 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones. Ha quedado establecida, no obstante, la posibilidad de optar por una combinación de ambas opciones, siempre que el nivel de cobertura quede garantizado⁷⁰⁰.

⁶⁹¹ Artículos 48 y 50.1 c), en relación con el artículo 53.1 LFFE.

⁶⁹² Artículo 52.3 LFFE.

⁶⁹³ Artículo 54 LFFE.

⁶⁹⁴ Artículos 55 a) y 52.3 LFFE y artículo 152.1 a) TRLMV.

⁶⁹⁵ Artículo 55 e) LFFE y artículo 152.1 f) TRLMV.

⁶⁹⁶ Artículo 55 h) y artículo 193.2 c) TRLMV.

⁶⁹⁷ Artículo 55 i) LFFE y artículo 193.2 f) TRLMV.

⁶⁹⁸ Artículo 55 g) LFFE y artículos 152.1 h) y 193.3 b) TRLMV.

⁶⁹⁹ Artículo 55 c) LFFE y artículo 152.1 b) TRLMV.

⁷⁰⁰ Artículo 56.1 c) LFFE.

Como puede colegirse y hemos adelantado, estos requisitos, aunque en inferior cuantía, son similares a los exigidos a las ESI. En este sentido, el artículo 15.1 del RD 217/2008, distingue entre: (i) sociedades de valores; (ii) agencias de valores; (iii) agencias de valores no autorizadas a tener en depósito fondos o valores mobiliarios de sus clientes; y, (iv) sociedades gestoras de carteras. A cada una de ellas les asigna una cifra de capital social mínimo, que oscila entre los 50.000 y los 730.000 euros. Sin embargo, y como hemos señalado, la LFFE autoriza a las PFP a erigirse bajo cualquier modalidad de sociedades de capital, de tal forma que la cifra de capital social mínimo de 60.000 euros, se extiende incluso a aquellas PFP constituidas como sociedad de responsabilidad limitada. Pero es más, la cifra de capital social deberá estar íntegramente desembolsada en efectivo, con lo que se aleja aquí el legislador del contenido del artículo 79 de la Ley de Sociedades de Capital⁷⁰¹.

Desde una perspectiva de tutela de los inversores no acreditados, estas medidas se instituyen como primera barrera protectora de sus intereses. No debe perderse de vista que el acceso a Internet se ha democratizado enormemente en los últimos tiempos, con lo que es posible para cualquier entidad posicionarse fácilmente en el mercado *online*. Para evitar que tales empresas proliferen, captando capitales de los ahorradores sin ninguna clase de regulación, se establece una reserva de actividad para ellas, de tal forma que solo aquellas que hayan obtenido la preceptiva autorización y estén debidamente registradas podrán emplear la denominación *plataforma de financiación participativa*, así como la abreviatura PFP⁷⁰².

Con estas medidas se espera promover la seguridad jurídica de esta actividad emergente, estableciendo un marco normativo que impida que cualquier entidad pueda actuar, legalmente al menos, sin los controles formales⁷⁰³.

Por lo que respecta a los concretos requisitos de acceso al mercado, nos planteamos hasta qué punto estos pueden llegar a implicar excesivas trabas a las plataformas. Sin desvirtuar, como hemos dicho, la seguridad jurídica que revisten, lo cierto es que, tal y como están previstos, responden a un modelo tradicional de negocios que no debe equipararse con la actividad de *crowdfunding*. En el caso de las ESI, las modificaciones de las necesidades sociales y de las circunstancias del mercado, han ido perfilando unos requisitos que se han venido modificando con el tiempo. Ahora bien, dichos requisitos no responden, y no son asimilables al cambio que supone el *crowdfunding*, por lo que, a nuestro parecer, no vemos razón para extender a las PFP un régimen regulatorio delineado de forma previa a su aparición. Antes bien, ello puede suponer el establecimiento de un

⁷⁰¹ En este sentido, PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 4, ed. electrónica.

⁷⁰² Artículo 48 LFFE.

⁷⁰³ Se ha dispuesto, por tanto, un doble filtro para las PFP que deben inscribirse en el RM y en la CNMV. En este sentido, *vid.* PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica; PALÁ LAGUNA, R., y CUERVO-ARANGO, C., “La supervisión administrativa de la CNMV en relación con las plataformas de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2016, p. 94.

punto de partida para las PFP que estará condicionado *ab initio*, por una regulación limitante que no encaja con el nuevo modelo y, en consecuencia, con el nuevo perfil de inversor a proteger⁷⁰⁴.

En la esfera europea, hemos de aludir a la PSFP antes citada y, en concreto, a su artículo 10.8 cuyo tenor literal refleja, en relación con la autorización para operar como proveedor de servicios de financiación participativa, que la misma «*será efectiva y válida para todo el territorio de la Unión*». De esta forma, entendemos que a la PFP le bastaría con cumplir los requisitos de autorización de la PSFP y obtener la mencionada etiqueta europea para poder prestar sus servicios en su país de origen y en el resto de la Unión. Ante tales circunstancias, nada obliga a la PFP a la obtención de las debidas autorizaciones nacionales, por lo que nos preguntamos ¿podría operar en nuestro país esa plataforma que solo dispone de la etiqueta europea? La respuesta, además de positiva, pone de manifiesto las dificultades que podrían llegar a suscitarse de prosperar la PSFP. La dualidad de regímenes normativos pretendida que, no debe olvidarse, implicará la simultaneidad tanto de la regulación nacional como de la comunitaria, podría albergar más sombras que luces, pues no es clara la PSFP a la hora de determinar qué sucederá con los proveedores que coexistan en el mismo espacio, pero bajo regímenes distintos⁷⁰⁵.

4. El régimen de responsabilidad

La inestabilidad inherente a los mercados de inversión y, consecuentemente, la inseguridad que conllevan, no son cuestiones ajenas al *crowdfunding*⁷⁰⁶. Razón por la que la LFFE obliga a la PFP a informar a sus cliente sobre los riesgos que implica la inversión, entre los cuales figura la posibilidad de pérdida, total o parcial, del capital depositado, la obtención de un rendimiento inferior a lo esperado, o la eventual falta de liquidez de la inversión. En aquellos casos en los que la operación consista en la emisión de acciones o participaciones sociales, la información deberá completarse con una advertencia que

⁷⁰⁴ En un sentido similar se pronuncia ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: diferentes realidades” ... *ob. cit.*, pp. 27 y ss., que apunta los efectos negativos de la generalización de la regulación, y el consecuente desafío del legislador, puesto que la igualdad de condiciones entre ambos modelos de negocio no debe residir en la extensión analógica de una regulación que no ha tenido en cuenta los cambios económicos, sociales y tecnológicos. *Vid.* también PARDO LÓPEZ, M. M., “A vueltas con la regulación y el control administrativo”, en *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación* (LÁZARO SÁNCHEZ, E. J., y DE LA VEGA GARCÍA, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018, pp. 298 y ss.

⁷⁰⁵ Sobre este aspecto, ya se ha pronunciado el BME en sus *Comentarios a la Propuesta de la Comisión de un Reglamento sobre los servicios europeos de crowdfunding*, 11 de mayo de 2018, disponible en http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113/feedback/F11565_es. En ellos señalaba, entre otras cuestiones, que la dualidad de los regímenes regulatorios puede superponerse en un mismo territorio, con el mismo objeto, alcance y afectando a los mismos inversores potenciales. Entiende la BME que un régimen armonizado es preferible a un régimen opcional y adicional.

⁷⁰⁶ Pues, como señala PALÁ LAGUNA, R. y CUERVO-ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2014, p. 102, en opinión que suscribimos, estamos ante «*un nuevo vehículo de inversión arriesgado y, potencialmente abierto a comportamientos fraudulentos*».

alerte de: (i) el riesgo de dilución de la participación en la sociedad; (ii) la posibilidad de no recibir dividendos; (iii) la eventualidad de no poder influir en la gestión de la sociedad; y, en caso de emitir participaciones exclusivamente, (iv) las restricciones a la libre transmisibilidad de estas⁷⁰⁷.

La frustración de la inversión puede deberse, entre otras causas, a una situación de concurso de acreedores, a una liquidación societaria o incluso a un fraude del promotor⁷⁰⁸. Sea como fuere, cabe plantearse el régimen de responsabilidad de la PFP para con sus inversores.

En este sentido, es oportuno destacar el deber que pesa sobre la PFP, expresamente previsto por la LFFE, de evaluar la admisión de los proyectos, constatando que estos se ajustan a los requisitos exigidos en la propia norma y comprobando la identidad del promotor⁷⁰⁹. Al mismo tiempo, también se contempla la obligación de asegurarse que la información publicada es completa, entendiendo como tal, que se ajusta a lo estipulado en la norma⁷¹⁰.

Por tanto, las exigencias impuestas por la LFFE a las plataformas con respecto a los promotores y los proyectos, se resumen en la mera confirmación de que la información proporcionada es la precisada por dicha ley. Así, no se precisa la comprobación de la veracidad de los datos proporcionados por no ser esta una de las obligaciones contempladas⁷¹¹. Al amparo de estas previsiones, la responsabilidad de la información que se suministre a los inversores recae íntegramente en los promotores⁷¹².

Echamos en falta mayores consecuencias para la PFP a quien, le basta con completar unas mínimas diligencias comprobatorias para librarse de cualquier carga. En este contexto, se abandona al inversor a merced del promotor, teniendo en cuenta que los datos que este le proporcionará no serán revisados ni por la CNMV⁷¹³, ni por la propia plataforma, salvo, como hemos dicho, para comprobar tan solo que son los exigidos legalmente.

Caso distinto sería si la plataforma actuase omitiendo sus deberes de evaluación de la admisión y verificación de la adecuación a los requisitos de los proyectos publicados,

⁷⁰⁷ Artículo 61.1 b) LFFE.

⁷⁰⁸ Tal y como señala PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 14, ed. electrónica.

⁷⁰⁹ Artículo 66 LFFE.

⁷¹⁰ Artículo 71 LFFE.

⁷¹¹ Un aumento de las actividades verificadoras de las PFP podría derivar, en opinión de una parte de la doctrina, en la asunción de tareas de auditoría que no corresponden a las PFP. *Vid.* PALÁ LAGUNA, R., y CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 106.

⁷¹² Artículo 73 LFFE. Sin olvidar que es precisamente a los promotores a quienes se les exigen menos requisitos para acceder a la financiación, tal y como señala GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, ... *ob. cit.*, p. 14, ed. electrónica.

⁷¹³ Artículo 83.1 a) y b) LFFE.

además de comprobar la identidad del promotor. En este supuesto, sí que cabría derivar responsabilidades a la PFP a través de una acción resarcitoria de daños y perjuicios ocasionados al inversor en el seno de las obligaciones contractuales.

V. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR NO ACREDITADO A TRAVÉS DE PREVISIONES CONCRETAS

1. Los límites a la inversión

Una de las disposiciones que más discordias ha sembrado por el papel excesivamente paternalista que adopta el legislador, es precisamente el establecimiento de límites a la inversión⁷¹⁴. En particular, el artículo 82 de la LFFE prevé que las PFP deberán asegurarse que ningún inversor no acreditado se comprometa a invertir, a través de ella, más de 3.000 euros en un mismo proyecto publicado, o más de 10.000 euros en un periodo de doce meses, bien en uno o en varios proyectos y con independencia de si lo hace en una o en varias PFP.

Esta específica limitación del capital que un inversor no acreditado, de forma libre y como parte de sus estrategias económicas, puede dedicar a la inversión en proyectos de financiación participativa, nos suscita una serie de interrogantes que expondremos de forma sistematizada.

El primero de ellos tiene que ver con la operativa de las plataformas pues, de conformidad con el precepto, estas habrán de solicitar al inversor no acreditado la manifestación de que la totalidad de sus inversiones en esta clase de proyectos, no supera la citada cifra de 10.000 euros para el conjunto de los doce meses anteriores⁷¹⁵.

No cabe duda que, en la práctica diaria, resulta muy difícil ejercer adecuadamente este control de las cantidades invertidas, en tanto en cuanto no existe un registro unificado en el que consten los inversores y sus cifras de negocio hasta la fecha⁷¹⁶. En tales circunstancias, nada impide al inversor no acreditado declarar falsamente unos requisitos

⁷¹⁴ Vid. entre otros, GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica; ÁLVAREZ ROYO- VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones de regulación”, ... *ob. cit.*, p. 37; HERNÁNDEZ SÁINZ, E., “Los límites de inversión como protección del inversor en equity crowdfunding”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, pp. 985 y ss.

⁷¹⁵ Artículo 82.2, en relación con el 84.2 b) LFFE.

⁷¹⁶ En este sentido se manifiestan GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica; y PALÁ LAGUNA, R., y CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 103 y ss.

que no cumple. Por lo que, de no modificarse la norma, a nuestro parecer, esta previsión no será más que un *desiderátum*. No ponemos en duda su eventual eficacia, que habrá de ser analizada conjuntamente con las limitaciones de capital a que se refiere, lo que reprochamos desde estas líneas es el aspecto formal de la misma.

El segundo de los interrogantes que se nos plantea es el relativo a las consecuencias jurídico-privadas derivadas del incumplimiento, por parte de la LFFE, de la comprobación prevista en el artículo 82 LFFE. A este respecto, el artículo 89 recuerda que las PFP se encuentran sujetas a un régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV que podrá, a resultas de ello, llegar a considerar como infracción muy grave «*el incumplimiento no meramente ocasional o aislado por parte de las plataformas de financiación participativa del deber de garantizar la aplicación de los límites aplicables al proyecto de inversión participativa, de los objetivos y plazos máximos y de los límites de inversión para los inversores no acreditados a los que se refieren los artículos 68, 69 y 82*»⁷¹⁷. Lo que se desprende del precepto transcrito, y del propio artículo 82, es que la obligación de la PFP se circunscribe a garantizar que el inversor no acreditado aporta la manifestación del total invertido hasta la fecha. De producirse una infracción muy grave sería por la dejadez en cuanto a la solicitud de esta manifestación, y no por la falta de comprobación de la veracidad de la misma. Actuación que, como hemos visto, no puede completarse pues no existe, ni se espera, la constitución de registros.

Pero volvamos sobre el texto del artículo para analizar con mayor profundidad la manifiesta indeterminación que encierra la expresión *incumplimiento no meramente ocasional o aislado*. En efecto, el precepto dispone que, la constatación de este incumplimiento lleva aparejada la calificación de la infracción como muy grave. Las sanciones económicas no son asunto baladí ya que pueden consistir en una o varias de las siguientes: (i) «*multa por importe de entre el triple y el quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, de entre el 5 por ciento y el 10 por ciento del volumen de negocios neto anual total o de entre 75.000 y 200.000 euros*»; (ii) «*revocación de la autorización*»; (iii) «*prohibición de solicitar la autorización para operar como plataforma de financiación participativa por un plazo no inferior a un año ni superior a cinco*»; y, (iv) «*separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una plataforma de financiación participativa, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra plataforma de financiación participativa por plazo no superior a diez años*»⁷¹⁸.

Dada la relevancia de las consecuencias, y volviendo sobre el extracto del artículo objeto de reproche, nos planteamos ¿cuándo puede entenderse que el incumplimiento no ha sido meramente ocasional o aislado? Esto es, ¿dónde se sitúa la frontera?, ¿cuál es la cifra clave que convierte un incumplimiento aislado en uno reiterado? No parece haber una

⁷¹⁷ Artículo 92.1 j) LFFE.

⁷¹⁸ Artículo 93.1 LFFE.

respuesta unívoca a este interrogante, lo que deja la cuestión pendiente de la valoración discrecional del supervisor. Será la CNMV quien trace la frontera y fije el límite, pero no por remisión a un articulado como cabría esperar, sino como resultado de una labor interpretativa sobre el número de veces que la PFP ha incumplido sus obligaciones de forma no meramente ocasional o aislada.

Pero, a mayor abundamiento, de una lectura más detenida surge también otra posible interpretación de consecuencias igualmente perversas. Véase que el artículo se refiere al *incumplimiento no meramente ocasional o aislado* de las obligaciones de la PFP, ¿significa ello que un incumplimiento ocasional o aislado puede condonarse? Si, como parece indicar el precepto, es preciso que el incumplimiento de las obligaciones por parte de la PFP sea de mayor entidad que un caso esporádico, ¿puede entenderse que los quebrantamientos casuales o eventuales no suponen incumplimiento sancionable de sus obligaciones? Sin duda, esta conclusión es contraria a la lógica y viene a sumarse a los anteriores reproches respecto de una expresión, *incumplimiento no meramente ocasional o aislado*, que, de ser suprimida, en nada modificaría el sentido del precepto, por lo que es esa justamente nuestra recomendación.

Todavía en relación con las consecuencias jurídico-privadas del incumplimiento de la obligación de comprobación del artículo 82 LFFE, resta por precisar que esta manifestación requerida al inversor no acreditado actúa como una especie de *disclaimer* oficial habilitado por el supervisor. Esta cláusula, en efecto, adquiere relevancia en aquellos casos en los que el inversor no acreditado incurre en falsedad en su manifestación y termina perdiendo cantidades superiores a las previstas en el límite, pues con ella se dificulta que el afectado recurra a la vía de la reclamación por responsabilidad patrimonial a la Administración Pública⁷¹⁹. Ciertamente una declaración al respecto contenida en la propia LFFE podría contribuir a disipar cualquier duda⁷²⁰.

Retomando los interrogantes que nos suscitaba la limitación de las cantidades a invertir, es preciso referirnos ahora, en tercer lugar, a la finalidad de esta previsión en concreto. ¿Cuál es el objetivo de la misma? Podría pensarse que estas limitaciones suponen una barrera a las eventuales pérdidas que podría llegar a sufrir el cliente. Baste recordar escándalos como el de las preferentes o los *swaps*, donde numerosos hogares perdieron cantidades muy superiores a los 10.000 euros, para creer que esta medida de carácter paternalista se impone como un límite legislativo, toda vez que el inversor no cualificado

⁷¹⁹ ZUNZUNEGUI F., “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, ... *ob. cit.*, p. 21, ed. electrónica.

⁷²⁰ En este sentido, GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica, considera que una mención expresa a esta condición de *disclaimer*, no habría estado de más, debiendo incluso el consumidor manifestar su conformidad en este punto, quedando con ello informado debidamente de que la falta de veracidad en la declaración supone, entre otras, la desprotección que la LFFE ofrece a los inversores calificados como no acreditados.

no parece ser capaz de limitarse a sí mismo y valorar cuánto dinero está dispuesto a perder⁷²¹.

Sin embargo, a nuestro juicio, la cifra establecida por el legislador, al margen de que se trate de una pérdida asumible por el inversor minorista, resulta arbitraria en tanto que no existe ningún apoyo objetivo tras su determinación. ¿Por qué esa cifra y no otra?

Si tenemos en cuenta que el espectro de inversores no acreditados abarca una amplitud de clientes desigualmente dispuestos a asumir riesgos y con posibilidades económicas igualmente dispares, dicha limitación podría coartar las oportunidades de muchos de ellos. Es más, podría incluso fomentar que se falseen los datos de la manifestación (art. 82.2 LFFE) a la que antes hicimos referencia. Piénsese en un inversor cuyos ingresos son superiores a 50.000 euros, o dispone de un patrimonio financiero superior a los 100.000 euros anuales, pero en cambio ha sido calificado como inversor no acreditado porque la PFP, habiendo evaluado sus conocimientos y experiencia, no le considera capaz de tomar sus propias decisiones de inversión y comprender los riesgos⁷²². En estos casos, si el inversor no acreditado considerara que el riesgo no es significativo, se vería lógicamente tentado a no ajustarse a tales límites.

El carácter subjetivo al que alude la norma para imponer una mayor o menor protección no es, en definitiva, una medida tuitiva propiamente dicha, sino un instrumento de limitación de pérdidas. La ausencia de limitaciones sobre las cantidades a invertir por un cliente minorista en el TRLMV, supone que en el mercado de valores no se contempla ningún máximo para las inversiones, aun cuando estas pueden ser incluso más arriesgadas y volátiles. Es por ello que, en ocasiones, se pueda llegar a creer que las restricciones sobre las cantidades máximas a invertir señaladas en este apartado, responden en realidad a unos niveles más relajados de protección en la LFFE, donde no se regula de forma pormenorizada y detallada las derechos y obligaciones de los inversores, así como las consecuencias jurídicas adyacentes, optándose por limitar las pérdidas que puedan sufrir. Al menos en lo relativo a esta medida *tuitiva*, en nuestra opinión, se transparenta la urgencia con que se acometió, no dando tiempo a emprender los rigurosos estudios del mercado que eran necesarios y, en fin, procediendo para los inversores no acreditados con una técnica legislativa de *brocha gorda*, necesitada de una perspectiva más detallada.

⁷²¹ A favor de estas limitaciones LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, ... *ob. cit.*, pp. 10 y ss., entiende que esta medida tiende a mitigar y gestionar los riesgos que soportan los inversores minoristas. Por su parte, PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 10, ed. electrónica, considera que esta limitación es un sistema de tutela del inversor más débil o vulnerable basado en el principio del tope de inversión, lo que favorece minimizar las pérdidas en caso del fracaso de la inversión, tanto por la vía de la diversificación, como en términos de daño máximo asumible.

⁷²² Artículo 81.2 c) LFFE.

2. La información suministrada

Esta nueva fórmula de canalización del ahorro de los inversores implica también un necesario reforzamiento de los deberes de información. Se espera por esta vía reducir la asimetría informativa que, también en este ámbito, resulta consustancial a la relación de los inversores no acreditados con la plataforma y el promotor. Qué duda cabe que, al igual que estudiamos en la primera parte de este trabajo⁷²³, la complejidad técnica, jurídica y económica que también puede predicarse de esta inversión aconsejan un alto grado de información, tanto mayor cuanto más novedoso sea el producto financiero en sí.

Así, la LFFE aborda la regulación del deber de información con un doble objetivo. Por un lado, como medida de protección de los inversores y, por otro, como forma de evitar situaciones como las acontecidas durante la pasada crisis financiera en la que tuvo lugar una masiva anulación de contratos por vicios del consentimiento derivados, casi de forma general, de un error en la contratación. Error ocasionado, bien por la ausencia de información, bien por la por la insuficiencia de esta.

Las obligaciones de información que deben recaer sobre las PFP se encuentran contempladas en el artículo 61 de la LFFE, agrupadas en dos categorías, a saber, *información general e información básica para el cliente*.

En lo que respecta al contenido de la *información general*, la PFP incluirá en su página *web*⁷²⁴:

- i. El funcionamiento básico de la plataforma, la forma en que desde ella se seleccionan los proyectos, cómo se recibe y se trata la información aportada por los promotores, así como los criterios que emplean para la publicación de los proyectos que deberán ser homogéneos y no discriminatorios;
- ii. Un aviso acerca de los riesgos que implica la inversión, entre los cuales habrá de figurar la posibilidad de pérdida total o parcial del capital depositado, la obtención de un rendimiento dinerario inferior a lo esperado, o la eventual falta de liquidez de la inversión. Para los casos de emisión de acciones o participaciones sociales, la información ha de completarse con la advertencia de los posibles riesgos de dilución, con la posibilidad de no recibir dividendos, de no poder influir en la gestión de la sociedad y, para el exclusivo caso de emisión de participaciones, con las restricciones a la libre transmisibilidad de estas;
- iii. La advertencia de que la PFP no tiene la condición de ESI o de entidad de crédito y, consecuentemente, no está adherida a un fondo de garantía de inversiones o de depósitos;

⁷²³ Vid. Primera parte, Capítulo II: El deber de información, pp. 44 y ss.

⁷²⁴ Para una consulta pormenorizada, vid. artículo 61.1 LFFE.

- iv. Se debe resaltar también que ni los proyectos, ni la información aportada por el promotor, han sido autorizados, o supervisados por la CNMV o el BdE, además de que la información aportada para la emisión de valores no constituye folleto informativo;
- v. Las medidas, así como los medios organizativos adoptados para reducir el riesgo de fraude y el riesgo reputacional;
- vi. Si informase sobre el número o porcentaje de incumplimientos, tasa de morosidad, la rentabilidad o cualquier otra variable análoga, deberá incluir información sobre cómo define y calcula las variables;
- vii. Los procedimientos y medios para invertir en los proyectos;
- viii. Las tarifas que se aplicarán a los inversores y promotores, con el procedimiento de contratación, así como, con la forma de facturación;
- ix. Las medidas adoptadas para evitar los conflictos de intereses;
- x. Procedimientos y sistemas por los que se remitirán al promotor los fondos de los inversores y por los que los inversores recibirán la remuneración;
- xi. Procedimientos y medios para la presentación y resolución de quejas y reclamaciones de los clientes;
- xii. De prestarse el servicio de recobro de deuda, información sobre sus procedimientos y medios;
- xiii. Mecanismos que permitan la continuidad del servicio en caso de cese de la actividad de la PFP;
- xiv. Identidad de los auditores de la PFP.

Como no podía ser menos, esta información deberá ser accesible, gratuita, visible, así como estar siempre actualizada.

Por su parte, la *información básica* para el cliente, la cual deberá suministrarse en términos breves y sencillos, comprenderá aquella recogida en los ordinales *ii* a *iii* y *viii* señalados *supra*. Estos datos deberán situarse en un lugar especialmente destacado dentro de la página de inicio de la *web* de la PFP. De esta forma queda previsto un régimen de publicidad más estricto para una información de suma trascendencia para el inversor.

Es preciso hacer notar que además de la brevedad y sencillez que debe revestir esta información, no se prevé cierto grado de explicación sobre la misma. Un aspecto que consideramos necesario y cuya ausencia es motivo de reproche. Y es que, no debemos perder de vista que el auge del *crowdfunding* y las facilidades de acceso a las PFP, permiten el contacto de cualquier persona con estas nuevas formas de inversión. Un dispositivo con acceso a Internet puede convertir fácilmente a un ciudadano medio en inversor tras unos pocos *clicks*, y con independencia de sus conocimientos previos.

Al hilo de lo expuesto, debería valorarse la creación de un apartado en el que, libre de tecnicismos, se explique aquellos aspectos de la información que puedan ser objeto de dudas. Las referencias a la brevedad, sin dejar de ser necesarias, pueden dar por sentado unos conocimientos que tal vez no disponga el futuro inversor. Sin cierto grado de

desarrollo de la información ofrecida, el legislador está presuponiendo una erudición y un juicio a una pluralidad de personas no familiarizadas, en principio, con estos mercados de inversión⁷²⁵.

Asimismo, nada se contiene respecto a la forma en que la *información básica* debe figurar en la página de inicio de las plataformas. Oportunidad que debería aprovecharse para consensuar un modelo de similares características para todas las PFP, con el que conseguir un nivel de equivalencia entre las declaraciones de todas las PFP⁷²⁶.

Además de lo indicado, los deberes de información de las PFP se encuentran reforzados gracias a una serie de advertencias que los inversores no acreditados deberán recibir y aceptar de forma previa a cada inversión que pretendan llevar a cabo. Estas advertencias consistirán en una comunicación en la que deberá figurar: que ni el proyecto, ni la información facilitada por el promotor han sido autorizados o supervisados por la CNMV o el BdE; que la emisión de valores no ha sido autorizada o supervisada por la CNMV, al igual que la información del emisor, la cual, además, no debe tenerse por folleto informativo; la posibilidad de pérdida total o parcial del capital invertido, el riesgo de no percibir los rendimientos esperados, así como las dificultades de iliquidez que pueden presentarse para recuperar la inversión; finalmente, que el capital no está garantizado por ningún fondo de garantía de inversiones, ni por un fondo de garantía de depósitos. Esta comunicación se podrá completar con las advertencias adicionales que considere incluir la CNMV⁷²⁷.

Del contenido de la información que debe figurar en las advertencias y en el apartado de *información básica*, puede comprobarse la coincidencia de ciertos aspectos. En particular, se recalca el riesgo de pérdida total o parcial de la inversión, la ausencia de autorización y supervisión de la CNMV, y la inexistencia de folleto informativo o fondo de garantía de inversiones o depósitos. A esta insistencia puede imputarse el deseo de esclarecer las características de esta inversión mediante el suministro, incluso por partida doble, de la información básica, esencial y primaria que debe preceder a toda decisión inversora.

No podemos reiterar en este apartado la crítica que hicimos en la primera parte de este trabajo respecto del exceso de información que se suministra a los inversores⁷²⁸ pues, aunque aquí se reitere una misma información y se ponga a disposición del inversor por partida doble, las circunstancias no son equiparables. Ciertamente, en la ordenación del *crowdfunding* no existe un folleto de información previo que se entregue al cliente junto

⁷²⁵ En este sentido compartimos la opinión de HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (crowdfunding de inversión)” ... *ob. cit.* pp. 14 y ss., para quien «la brevedad no debiera impedir que se incluya una mínima explicación de los riesgos. Teniendo en cuenta que a las plataformas puede acceder en teoría cualquier persona con acceso a Internet».

⁷²⁶ *Ibidem*, p. 11, donde la autora propone la elaboración de una Circular por la CNMV en la que se recojan exactamente y de manera homogénea para todas las PFP el contenido necesario de las advertencias.

⁷²⁷ Artículo 83 LFFE.

⁷²⁸ *Vid.* Capítulo II, apartado VI. 3.2: La obesidad informativa.

con la debida nota de síntesis, ni tampoco se entrega un KID, amén de otros tantos documentos como el propio contrato o material publicitario. Es así que, en el ámbito del *crowdfunding* las obligaciones de información discurren por canales virtuales, esto es, no tangibles para el inversor. Ciertamente que la disponibilidad física del material no garantiza su lectura, pero constituye una garantía de su entrega. Por ello, consideramos acertadas estas previsiones reiterativas que, en modo alguno, someten al cliente a una presión cognitiva siquiera similar a la experimentada en los otros ámbitos. Es más, sirven de recordatorio acerca de los numerosos riesgos que está a punto de contraer.

En este análisis de la información que debe suministrarse a los futuros inversores en *crowdfunding*, no podemos dejar de poner el acento en la omisión de una concreta información que, a nuestro parecer, es de gran relevancia a la hora de conformar la definitiva voluntad inversora sobre un proyecto. Nos referimos a las características de los proyectos y del promotor. Entendemos que estos datos resultan esenciales para la correcta valoración de las oportunidades de inversión y, sin embargo, no figuran ni siquiera entre aquellos que deben ser proporcionados al inversor no acreditado con carácter de información general.

Una somera referencia a las características de los proyectos figura en el artículo 70 de la LFFE, cuyo tenor literal, no relacionado con las obligaciones de información, señala que el «*proyecto deberá contener, al menos, una descripción del mismo de forma concisa y en un lenguaje no técnico*», y añade, «*que proporcione la información necesaria para permitir a un inversor medio un juicio fundado sobre la decisión de financiación del proyecto*». También aquí encontramos motivos de reproche, pues una breve descripción del proyecto puede traducirse en desinformación sobre determinados aspectos del mismo. A mayor abundamiento, dicha premisa puede ser acogida por los promotores para resaltar únicamente aquellas cuestiones positivas de su proyecto omitiendo deliberadamente las negativas. Al mismo tiempo, consideramos oportuno incidir en la referencia al inversor medio que, sin motivo o por descuido, carece de cualquier otra aclaración, por lo que se deja abierto el interrogante sobre quién es este inversor medio, de quien se omite su eventual naturaleza de inversor acreditado o no a pesar de que la disparidad existente entre una y otra figura es indudable. En la senda marcada por el contenido del artículo 70, debemos referirnos también a la concisión que se menciona. Una cuestión que debe aclararse pues lógicamente un inversor medio acreditado requerirá de un tipo de información más específica que aquella que demandará un inversor medio no acreditado. De ahí que consideremos necesario, en primer lugar, delimitar la figura del inversor medio acreditado y no acreditado para poder valorar entonces, atendiendo a sus características propias, qué clase de información sería la necesaria para permitirles un juicio fundado sobre el proyecto. Finalmente, en cuanto a la publicación de esta concreta información en la página *web* de la PFP, echamos en falta alguna referencia al emplazamiento de la misma. Decisión que, a día de hoy, se deja en manos de la PFP a pesar de que tal información es de suma importancia. En este sentido, no sería descabellado afirmar que cuando el inversor entra a valorar los datos previstos en la *información básica*, es porque ya ha elegido un proyecto en el que invertir. Razón de peso

para entender que la información sobre el proyecto debería figurar en una posición de mayor preeminencia⁷²⁹.

3. Los principios de neutralidad, diligencia y transparencia de las PFP

Es un hecho constatado que para alentar el flujo de capitales en el mercado de valores, es de gran relevancia el establecimiento de unos estándares de transparencia que permitan a los inversores formarse mejores valoraciones y tomar óptimas decisiones. A tales efectos, la LFFE, de forma similar a lo previsto en el TRLMV, canaliza la actividad de las PFP hacia los principios de neutralidad, diligencia y transparencia, orientándose al mejor interés de los clientes y dispensando a aquellas de la necesidad de publicar un folleto informativo⁷³⁰.

Sin embargo, a nuestro entender es francamente difícil mantener incólume la neutralidad de las PFP cuando entre sus servicios se prevé la recepción, selección y publicación de proyectos. Con carácter auxiliar se estima también la posibilidad de que dichas plataformas analicen los proyectos recibidos, determinando el riesgo para los inversores, así como cualquier otra circunstancia útil para la decisión de inversión⁷³¹. De esta forma, las PFP ejercen una actividad clasificadora mediante la elección de los proyectos que serán publicados en su *web*⁷³². Con lo cual, en puridad, no podemos hablarse de una neutralidad absoluta de estas respecto de los proyectos admitidos cuando, precisamente para llegar a la fase de publicación, dichos proyectos han tenido que superar un proceso selectivo establecido bajo los criterios de la propia plataforma⁷³³.

Con todo, entendemos que la auténtica quiebra con el principio de neutralidad reside en la posibilidad que tienen las PFP de participar de los proyectos publicados por ellas mismas. Para limitar esta actuación, no obstante, la LFFE condiciona dicha participación

⁷²⁹ En contra de esta postura se manifiestan quienes entienden que una publicación excesiva de información podría resultar perjudicial para el promotor del proyecto, toda vez que existe el riesgo de apropiación de las ideas. En este sentido, ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones de regulación”, ... *ob. cit.*, p. 43.

⁷³⁰ Artículos 60 y 61.1 d.) LFFE.

⁷³¹ Artículo 51.1 y 2 LFFE.

⁷³² Cuyo proceso de selección y los criterios utilizados deberán estar debidamente publicado en la *web* de la plataforma (art. 61.1 a. LFFE). Por otra parte, PALÁ LAGUNA, R., y CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, ... *ob. cit.*, p. 107 y ss., inciden en el carácter de mero intermediario de las PFP «*sin pretender juzgar o emitir opinión sobre la valoración o los riesgos de cada proyecto*». Un servicio, por tanto, que debería ser ofrecido por aquellas entidades ya existentes y dedicadas en exclusiva a dicha actividad.

⁷³³ En idéntica línea, GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, ... *ob. cit.*, p. 16, ed. electrónica, señala que «(...) *no es posible hablar en términos de neutralidad, pues la actividad de la PFP supone un singular tamiz para la información provista por los promotores*».

a un máximo del 10% del objetivo total de financiación pretendido y, obviamente, le impone a la plataforma la obligación de informar a los inversores de su intervención⁷³⁴.

En cualquier caso, y a pesar de las limitaciones, el hecho mismo de permitir cualquier clase de participación representa un inevitable conflicto de intereses que se opone a la neutralidad que se espera de la propia PFP. Y es que, esta decisión puede generar en los inversores, y especialmente en aquellos con menos experiencia, la falsa apariencia de estar ante una operación de éxito garantizado. Si el promotor del proyecto ha superado los filtros selectivos impuestos por la plataforma y, además, esta se ha interesado en el proyecto, no es de extrañar que tal intervención sea tenida como garantía de seguridad de la inversión⁷³⁵. En estos casos, escasa entidad reviste las previsiones que limitan el porcentaje de la intervención, pues el mero hecho de poder concurrir, sin importar en qué grado, puede ser tenido como un indicador de la aparente solvencia del proyecto.

Existen voces, no obstante, que ven en esta posibilidad una oportunidad para aquellos proyectos que ya han obtenido el 90% de la financiación requerida. Con ello se evitaría que, por el transcurso del plazo máximo permitido para la obtención del objetivo total de financiación⁷³⁶, determinados proyectos sean descartados a falta de un 10% del total precisado⁷³⁷.

En la PSFP, sin embargo, no se contempla esta posibilidad, ni siquiera limitada a un porcentaje determinado. El contenido provisional del artículo 7.1 no deja espacio a ningún tipo de ambigüedades interpretativas pues señala que *«los proveedores de servicios de financiación participativa no tendrán participación financiera alguna en las ofertas de financiación participativa que se encuentren en sus plataformas de financiación participativa»*. De esta forma, el legislador comunitario zanja cualquier posibilidad, cerrando la puerta a estas situaciones que pueden derivar en un inevitable conflicto de intereses.

⁷³⁴ Artículo 63 LFFE.

⁷³⁵ Vid. GONZÁLEZ CABRERA, I., y FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., “Crowdfunding y la protección del inversor no acreditado”, *La Ley Mercantil*, núm. 49, 2018, pp. 8 y ss.

⁷³⁶ Artículo 69.1–4 LFFE.

⁷³⁷ PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, ... *ob. cit.*, p. 6, ed. electrónica.

CAPÍTULO III. *BLOCKCHAIN*

I. DEFINICIÓN Y ANTECEDENTES

La rápida inclusión de las mejoras propiciadas y desarrolladas en el seno de las *fintech*, ha tenido una especial relevancia en todo el sector financiero especialmente permeable a estos avances digitales. Al abrigo de estos nuevos ecosistemas eminentemente tecnológicos, la aparición de la *blockchain* o cadena de bloques⁷³⁸ ocupa un lugar preeminente en este elenco disruptivo de herramientas digitales.

Intentar definir sucinta y preliminarmente qué es la red *blockchain* no resulta empresa sencilla para un jurista, pues en su fisonomía se mezclan por igual conceptos puramente informáticos con otros de índole criptográfica. Sin perjuicio de lo que posteriormente añadamos en cuanto a su funcionamiento y elementos configuradores, podemos adelantar que la *blockchain* es un conjunto de tecnologías de intercambio de datos vía ordenadores conectados a una red *peer-to-peer* o inter pares, donde sus participantes pueden registrar y validar las transferencias que se realizan, las cuales quedarán anotadas de forma inmodificable en la base de datos, sin necesidad de un tercero de confianza que autorice la operación⁷³⁹.

Su funcionamiento se asemeja, y así se ha señalado en multitud de ocasiones, al de un libro contable. Por lo que, antes de seguir avanzando, debemos detenernos en esta cuestión preliminar cuya sintética explicación ayudará a entender mucho mejor el funcionamiento de la *blockchain*.

⁷³⁸ A lo largo de este trabajo utilizaremos indistintamente tanto el término anglosajón «*blockchain*», como su traducción «cadena de bloques». Dado que la *blockchain* es un ejemplo más de utilización de la tecnología de registros distribuidos hemos descartado el uso, como sinónimo, de las siglas DLT «*distributed ledger technology*».

⁷³⁹ En este sentido, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Fundamentos técnicos de la cadena de bloques de datos y su significación jurídica: criptografía, tecnología de registros distribuidos (DLT) y contratos inteligentes”, en *Derecho de Blockchain y de la tecnología de registros distribuidos*, Aranzadi, Madrid, 2018, pp. 31 y ss., destaca además como nota caracterizadora la posibilidad que asiste a los participantes de consultar los datos anotados lo que facilitará el seguimiento o trazabilidad de los mismos. Esta particularidad puede ser aprovechada desde numerosos sectores, por ejemplo, el sanitario, el logístico, en la protección de patentes...etc. A su vez, la imposibilidad de modificar los datos verificados y anotados en la cadena funciona también como garantía de seguridad que irá en aumento a medida que se incorporen más eslabones. *Vid.* entre otros muchos, GONZÁLEZ-MENESES, M., *Entender Blockchain. Una introducción a la Tecnología de Registro Distribuido*, Aranzadi, Madrid, 2017, pp. 39 y ss.; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Cuestiones jurídicas en torno a la cadena de bloques («*blockchain*») y a los contratos inteligentes («*smart contracts*»)”, *ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 101, 2017, p. 2, ed. electrónica; OECD, *Blockchain Technology and Corporate Governance. Technology, Markets, Regulation and Corporate Governance* (DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1), 6 de junio de 2018, disponible en [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD\(2018\)1/REV1&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1&docLanguage=En), pp. 6 y ss.; PARLAMENTO EUROPEO, *Cómo puede cambiar nuestra vida la tecnología de la cadena de bloques* (PE 581.948), febrero de 2017, pp. 4 y ss.; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febrero 2017, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>, pp. 47 y ss.

Tradicionalmente en el ámbito financiero los libros contables solían ser gruesos volúmenes en los que quedaba constancia manuscrita y fehaciente de todas las operaciones realizadas en las cuentas de los clientes. La digitalización del sistema propició la evolución hacia ficheros electrónicos donde las instituciones financieras, de forma interconectada con las demás entidades del entramado financiero (bancos centrales, bancos comerciales, otras instituciones financieras...), llevan a cabo la anotación y sincronización de las operaciones realizadas por sus clientes. A modo ilustrativo imaginemos una sencilla operación de transferencia de fondos entre dos clientes de entidades bancarias. Una vez liquidada la operación las entidades involucradas deberán actualizar sus libros a la nueva realidad contable de modo que quede reflejado que el saldo del ordenante se ha visto reducido a favor del beneficiario⁷⁴⁰. Pues bien, la novedad de la red *blockchain* reside en simplificar toda esta arquitectura intermediada por terceros y establecer un libro mayor de contabilidad distribuido entre todos los usuarios del sistema y que se actualizará a tiempo real con cada nueva transacción.

El origen de *blockchain* debe situarse junto al nacimiento, o más propiamente, la creación de la moneda digital conocida como *bitcoin*. Ambos alumbramientos se encuentran asociados por una relación simbiótica que los caracteriza pues, en origen, ambos dependían, como condición *sine qua non*, del otro.

La aparición del sistema *blockchain* debe situarse hace escasamente doce años. Un periodo muy escaso de tiempo si lo comparamos con los importantes cambios que ha introducido y que, a buen seguro, seguirá produciendo a diferentes niveles. Para enmarcar adecuadamente su surgimiento conviene realizar una brevísima retrospectiva hasta el 15 de septiembre de 2008 cuando el gigante *Lehman Brothers*, cuarta potencia de inversión en los Estados Unidos, declaró oficialmente su bancarrota y sirvió de catalizador de la importantísima crisis financiera que vendría. Pocos días después, y bajo el pseudónimo de *Satoshi Nakamoto*⁷⁴¹, se publicó el *Libro Blanco de bitcoin*, un trabajo de apenas ocho páginas en el que se establecieron las bases para la creación de la primera moneda electrónica *peer-to-peer*⁷⁴². Dos meses más tarde, el 3 de enero de 2009, tuvo lugar el

⁷⁴⁰ Tal y como recoge GONZÁLEZ-MENESES, M., *Entender Blockchain. Una introducción a la Tecnología de Registro Distribuido*, ... *ob. cit.*, p. 32 y ss., en el caso más sencillo tanto emisor como beneficiario son clientes del mismo banco. De esta forma, una vez emitida la orden corresponde al banco, en primer lugar, verificar la autenticidad de la misma y que esta no provenga de quien no es titular de la cuenta. En segundo lugar, comprobará la existencia de saldo suficiente con el que cubrir la solicitud. En el caso más complicado en el que intervienen entidades bancarias distintas, debe mediar un proceso de ajuste contable que requiere, a su vez, la mediación de un tercero en forma de otra entidad financiera, o cuenta de operaciones en el BdE, o cualquier otro sistema de compensación y liquidación interbancaria; que se encargará de acoger y dar traslado de la petición.

Sea como fuere no es novedad concluir que el sistema se encuentra profundamente intermediado, o lo que es lo mismo, profundamente bancarizado y, en consecuencia, sometido a considerables plazos de ejecución.

⁷⁴¹ Poco o nada se sabe acerca de Satoshi Nakamoto y, a día de hoy, todavía se desconoce la verdadera identidad detrás del nombre. Un enigma que ha dado lugar a numerosas teorías. Las más verosímiles contemplan la posibilidad de que se trate de un grupo de personas o de alguien especialmente vinculado al mundo criptográfico como Hal Finney o Nick Szabo.

⁷⁴² NAKAMOTO, S., *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008, disponible en <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

minado del primer bloque de *bitcoin* al que se añade, quizás con cierto espíritu profético, quizás como mero elemento de datación, el titular de la portada del periódico *Times* de ese mismo día que recogía «*The Times 03/Jan/2009 Chancellor on brink of second bailout for banks*» (El Canciller al borde del segundo rescate de los bancos). En suma, *blockchain* nace como soporte de *bitcoin*.

Como puede comprobarse el génesis de *blockchain* se sitúa en un momento económico sumamente propicio para la entrada en el sistema de alternativas o nuevas formas, de afrontar la actividad financiera hasta ahora desarrollada. Con todo, sería erróneo admitir sin ambages que su aparición responde directamente a los efectos de la crisis pues, además de las económicas, influyeron circunstancias políticas y tecnológicas que propiciaron la disrupción definitiva de este sistema. Un correcto análisis de sus orígenes debe continuar con un breve acercamiento a estas otras circunstancias que con idéntica intensidad propiciaron su desarrollo.

Desde la perspectiva política, la llegada de estos nuevos modelos se asienta sobre las bases de los movimientos anarcocapitalistas, criptoanarquistas y *cypherpunk*. Todos ellos con una clara tendencia hacia la descentralización, es decir, hacia la eliminación de cualquier clase de injerencia de terceros (institución, autoridad o persona) que pueda entorpecer la pura relación entre pares o entre iguales.

El primero de estos movimientos, el anarcocapitalismo, se remonta a la década de los cincuenta y tiene en Murray N. Rothbard uno de sus mayores defensores, no en vano fue quien enunció el término y sus principios, exponentes de la escuela austríaca de economía⁷⁴³. El liberalismo económico propuesto por los anarcocapitalistas se basa en la supresión del Estado como ente centralizador del poder. De esta forma se daría paso a sociedades autorreguladas en las que desarrollar modelos desintermediados que defiendan la propiedad privada y el libre mercado sin presiones normativas⁷⁴⁴.

⁷⁴³ Hablar de la escuela austríaca de economía es hablar de Carl Menger y su obra “Principios de economía” publicada en 1871 y que posteriormente daría lugar a la estructuración de esta corriente basada en el anti-intervencionismo. Visto su legado desde los objetivos del presente trabajo, destaca la interesante exposición que hicieron de los ciclos económicos. En este sentido y según la escuela austríaca, un ciclo comienza con una artificiosa reducción de los tipos de interés (en este caso, el margen de beneficios) asentada en políticas de expansión crediticia. De esta forma, para el consumidor serán atractivas y más baratas operaciones de inversión que antes ignoraban, dando lugar a una etapa de bonanza económica insostenible. La burbuja suele romperse cuando los costes de producción superan el precio de venta, situación que obliga al aumento de los precios. Consecuentemente esta nueva realidad imposibilita el mantenimiento de las inversiones iniciadas. Como reacción paralela se espera la rápida reasignación de los recursos a actividades más productivas, sin embargo la escasa flexibilidad institucional de los mercados laborales impide cualquier reajuste, por lo que el aumento de parados, unido a la subida de los precios, cerrará el ciclo económico con una depresión. *Vid.* HUERTA DE SOTO, J., “La teoría austríaca del ciclo económico”, *Cuadernos de Economía*, núm. 22, 1980, pp. 262 y ss.

⁷⁴⁴ En este sentido, GONZÁLEZ-MENESES, M., *Entender Blockchain. Una introducción a la Tecnología de Registro Distribuido*, ... *ob. cit.*, pp. 19 y ss., añade que el rechazo anarcocapitalista a la intervención estatal se extiende a todas aquellas áreas en las que pueda detectarse su injerencia, de tal forma que abogan por la desaparición de cualquier clase de tributos, el control regulatorio, el velo proteccionista, las necesarias autorizaciones o licencias de acceso a actividades, el monopolio legal y, lo que ahora nos interesa, el dominio en la creación y definición de lo que será considerado como dinero. *Vid.* también

Sin embargo, el inconmensurable desarrollo tecnológico ha revestido de una pátina de actualidad los ideales expuestos. Por lo que, hermanado con el anarcocapitalismo, debemos situar el criptoanarquismo y los *cypherpunks*. Bajo esta corriente se promueve la defensa de la libertad individual y la privacidad perdida con la revolución de las comunicaciones que permiten la intervención estatal de las mismas e imposibilitan el anonimato anhelado. Una defensa que se sustentará en la criptografía asimétrica tal y como vaticinó en 1992 el ingeniero electrónico Timothy C. May en su manifiesto criptoanarquista⁷⁴⁵.

En suma puede comprobarse cómo *blockchain* nace unida de las características de unos y otros dando lugar a una amalgama única de descentralización, privacidad, autorregulación y mercado propio, reuniendo en un solo foro los ideales ácratas tantas veces promulgados.

Por otra parte, y como adelantábamos, en el florecimiento de la *blockchain* deben tenerse en cuenta también las circunstancias tecnológicas. Y es que no puede ignorarse que tras el dogma anarquista se sitúan una serie de avances cuyo denominador común es la aparición de Internet. En efecto, la red de redes ha facilitado no solo la aparición del correo electrónico, las redes sociales, las redes móviles de alta velocidad y los dispositivos inteligentes, o el almacenamiento en la nube; sino que también ha disminuido los costes de la investigación y del intercambio de información. Al tiempo, ha propiciado el desarrollo de nuevos modelos de negocio, de innovadoras vías de distribución de los recursos, de macro análisis de datos, de la inteligencia artificial... y un larguísimo etcétera⁷⁴⁶.

ANGUIANO J. M., “*Blockchain: fundamentos y perspectiva jurídica. De la confianza al consenso*”, *Diario La Ley*, núm. 18, 2018, p. 2, ed. electrónica.

Un arquetipo similar, pero con un cariz más tecnológico fruto de los avances de Internet, fue propuesto en 1996 en el Foro Económico Mundial celebrado en la ciudad suiza de Davos. En esta ocasión y a través de *La declaración de independencia del ciberespacio* se traían a los nuevos escenarios digitales los principios de independencia estatal, autorregulación e interés propio. Puede consultarse en BARLOW, J. P., *A Declaration of the Independence of Cyberspace*, 8 de febrero de 1996, disponible en <https://www EFF.org/cyberspace-independence>.

⁷⁴⁵ Con independencia del trasfondo comunista que se percibe en la exposición de sus ideales, y sin perjuicio de la opinión propia que podamos tener, y que expondremos a su debido tiempo, acerca del anonimato preconizado, lo cierto es que con notable clarividencia el autor establecía que «*La tecnología para esta revolución (y seguramente será una revolución social y económica) ha existido en teoría durante la última década. Los métodos están basados en el cifrado de clave pública, sistemas interactivos de prueba de cero-conocimiento, y varios protocolos de software para la interacción, autenticación y verificación. (...) Pero solo recientemente las redes de computadores y ordenadores personales han alcanzado la velocidad suficiente para hacer las ideas realizables en la práctica. Y los próximos 10 años traerán suficiente velocidad adicional para hacer estas ideas factibles económicamente y, en esencia, imparables. Redes de alta velocidad, ISDN, tarjetas inteligentes, satélites, transmisores Ku-Band, ordenadores personales multi-MIPS, y chips de cifrado ahora en desarrollo serán algunas de las tecnologías habilitadoras*». Puede consultarse una versión traducida al español en <https://www.mises.org.es/2017/02/manifiesto-criptoanarquista/>.

⁷⁴⁶ En este sentido, TAPSCOTT, D., y TAPSCOTT, A., “*La revolución blockchain*”, Ediciones Deusto, Barcelona, 2017, pp. 23 y ss.; IANSITI, M., LAKHANI, K. R., “*The Truth About Blockchain*”, *Harvard Business Review*, enero-febrero, 2017, pp. 118 y ss.

En definitiva, la cadena de bloques se sitúa hoy en la cúspide de las innovaciones tecnológicas propiciadas tras el advenimiento de Internet, lugar que con toda seguridad abandonará más pronto que tarde para ceder su hegemonía a un nuevo elemento disruptivo representativo de la constante transformación del engranaje tecnológico.

II. ELEMENTOS CONFIGURADORES Y FUNCIONAMIENTO

A la hora de plantear el funcionamiento de la cadena de bloques debe tenerse en cuenta que sus complejidades técnicas escapan al nivel de comprensión tecnológica de muchos, pese a que cada vez con mayor frecuencia comenzamos a familiarizarnos con sus términos matemáticos, informáticos y criptográficos. Sin embargo, resulta ineludible adentrarnos, si bien superficialmente, en el estudio de sus entresijos, toda vez que sin este introductorio acercamiento difícilmente podrá comprenderse *a posteriori* las demás cuestiones que planteemos. Por ello, abordaremos desde estas líneas la descripción, significado y funcionamiento de los elementos principales que componen las redes *blockchain* para, seguidamente, continuar con la explicación de su funcionamiento.

Es conveniente advertir, no obstante, que el objetivo general de este trabajo impide un desarrollo en profundidad de todas aquellas cuestiones que se alejen en exceso de nuestro enfoque en torno a la protección de los inversores minoristas, emplazando al lector interesado en los aspectos más tecnológicos a la consulta de la bibliografía citada pues supone un interesante punto de partida desde el que otear todo el horizonte *blockchain*.

En suma, procede a continuación esclarecer de antemano los principales elementos configuradores de la *blockchain*.

1. Sistema de redes

Es posible diferenciar entre tres sistemas de redes: centralizadas, descentralizadas y distribuidas.

Un sistema de red centralizado se caracteriza porque la información se emite desde un nodo central hacia los periféricos, respondiendo al clásico modelo servidor-cliente, por el cual el primero conoce, y en última instancia puede llegar a filtrar, la información que llega al segundo. Dado que, salvo el nodo central, todos los demás son periféricos, una eventual caída de aquél supondría la paralización del flujo de información.

En un sistema descentralizado⁷⁴⁷ la información se distribuye adoptando una estructura similar a un árbol. En este caso, la información emana desde el tronco hacia las ramas

⁷⁴⁷ No debe confundirse un sistema de red descentralizado con la descentralización propia de la *blockchain* y a la que haremos referencia en numerosas ocasiones. En un sistema de red descentralizado la información

principales, equivalentes a los nodos intermediarios que distribuyen la información a las ramas secundarias que, a su vez, la siguen distribuyendo hasta llegar al último receptor, las hojas o, en nuestro caso, el usuario. La diferencia con los demás tipos de redes radica en que el nodo intermediario puede elegir distribuir o no la información recibida.

Finalmente, en un sistema de red distribuida como *blockchain*, los receptores finales actúan también como emisores, eliminando toda clase de preponderancia e injerencia de un nodo sobre otro. Ya no es posible distinguir el núcleo central de los elementos periféricos, sino que bajo este sistema cada nodo es independiente. La información fluye por igual, sin procesos de filtrado y en las mismas circunstancias entre todos los nodos. El potencial de este tipo de redes se halla en la capacidad de continuar funcionando aun cuando uno o varios nodos fallen⁷⁴⁸.

2. Nodos

Como ya avanzábamos, en un sistema centralizado la información se aloja en un servidor encargado de preservarla y de distribuirla a los periféricos. En cambio, a través de la *blockchain* todas las operaciones quedan registradas y almacenadas por igual en una red distribuida donde cada nodo valida, distribuye y conserva la información en tiempo real, funcionando todos como servidores, de tal forma que cada nodo contiene una copia actualizada de la cadena de bloques. Cualquiera con una considerable capacidad computacional de respaldo puede convertirse en nodo validador⁷⁴⁹.

3. Bloques

Volviendo sobre el extendido ejemplo por el cual *blockchain* podría asimilarse a un libro contable, los bloques representarían cada hoja de dicho libro. Así las cosas, cada bloque contiene, de forma cronológica, todas las operaciones que, durante cierto periodo de tiempo, se han realizado y validado por los nodos.

Al igual que cualquier libro en el que es posible localizar con exactitud su contenido remitiéndose al número de página en el que se encontraba, en la cadena de bloques cada uno de ellos deberá contener un código identificador, un *hash*. Cada bloque nuevo deberá

se almacena en una serie de ordenadores (en nuestro ejemplo, las ramas principales) desde donde se distribuye hacia los periféricos, pero no están interconectados entre sí por lo que los datos guardados conformarán bases de datos independientes, en lugar de una sola distribuida entre todos los ordenadores conectados a la red. Se trata, en definitiva, de una referencia a un protocolo de computación. Por su parte, las numerosas referencias a la descentralización de la *blockchain* responden a una concepción política del término con la que se pretende hacer referencia a la ausencia de cualquier clase de intermediarios.

⁷⁴⁸ Vid. Anexo IV donde se recoge de forma esquemática el funcionamiento de los sistemas de redes expuestos.

⁷⁴⁹ En este sentido, LÓPEZ MORALES, T., *Qué es un minero de bitcoin... y por qué llegas tarde al negocio*, 2017, disponible en https://retina.elpais.com/retina/2017/07/28/tendencias/1501236974_154734.html.

basarse en el anterior mediante referencia al citado *hash*, lo cual facilita el seguimiento de la cadena.

4. Hash

Con carácter general la inmutabilidad, y sobre todo la seguridad que reviste a toda la cadena de bloques descansa en el uso de algoritmos criptográficos. Mediante el empleo de dichos algoritmos es posible transformar una serie de datos de cualquier longitud en una secuencia de longitud fija, pero de contenido variable, un *hash*. La secuencia alfanumérica resultante (el *hash*) se expresa en sistema hexadecimal, esto es, en una sucesión de números entre el 0 y 9, acompañados de una serie de letras entre la A y la F.

Por ejemplo, el *hash* correspondiente al algoritmo SHA-1 del nombre completo de quien suscribe estas líneas, expresado en minúsculas, sin espacio, ni tildes, es:

Información introducida: beatrizfonticiellahernandez

Hash: 1C26716FE84A6FC25960C68080CD13C8679F6C47

Cualquier cambio que se realice en la información introducida, como el uso de mayúsculas, tildes, o simplemente añadir espaciado, daría como resultado la modificación del *hash* original, generando una secuencia completamente nueva. Por tanto, la magnitud del cambio no puede deducirse de la comparación del *hash* original con el nuevo pues estaremos ante dos secuencias completamente diferentes.

Su singularidad radica además en que funciona unidireccionalmente. Introducida cualquier clase de información y de cualquier extensión, el algoritmo generará un *hash* de una longitud fija, sin embargo, no será posible hacer el camino inverso y acceder al texto plano o fichero desencriptando el *hash*.

El uso de *hash* no es patrimonio de la *blockchain*, sino que se viene utilizando desde hace mucho para, entre otras funciones, comprobar la integridad de un archivo, firmar digitalmente, actualizar un sistema operativo o garantizar la seguridad de un portal *web*. De ahí que la seguridad sea un tema de crucial importancia. En nuestro concreto ejemplo hemos utilizado como función de resumen el algoritmo SHA-1 caracterizado por generar siempre un *hash* de una longitud de 160 *bits*. Podemos decir, *grosso modo*, que la longitud del *hash* es directamente proporcional al nivel de fiabilidad que comporta pues determinará el número de intentos que serán necesarios para conseguir su duplicación. Dicho de otro modo, mediante la fuerza bruta y gracias al ensayo-error, serán necesarios 2^{52} (2^{52}) intentos para conseguir una colisión en SHA-1⁷⁵⁰.

⁷⁵⁰ En 2017 un grupo de investigadores de Google y del *Centrum Wiskunde & Informatica* consiguieron generar dos *hashes* diferentes para un mismo documento mediante el método bautizado como *SHattered*. Esto supone que el proceso de colisión es ahora cien mil veces más rápido que el empleo de fuerza bruta y que, pese a la importante capacidad computacional que requeriría, sería posible obtener un *hash* duplicado en tan solo un año.

Nuestro algoritmo de ejemplo, el SHA-1, no es el único existente, sino que es posible encontrar y recurrir a una variedad de ellos, cada uno de los cuales arrojará un *hash* diferente para la misma información suministrada. Razón por la que, para no comprometer las ventajas del *hashing*, se recurra a los más conocidos y utilizados: SHA-1 y MD5.

5. Mineros

La capacidad de almacenamiento de información sobre transacciones en los bloques es limitada. Así, cuando un bloque se ha completado comienza el proceso de minado que dará como resultado un bloque nuevo que posteriormente deberán validar los nodos.

Este procedimiento de cierre se centra en torno a la resolución de un problema de índole matemático que dará como resultado el *hash* identificativo del nuevo bloque que se pretende enlazar. Es lo que se conoce como prueba de trabajo.

A través del problema planteado lo que se pretende es que el minero vencedor consiga crear un *hash* que reúna todas las características que se solicitan, por ejemplo, que contenga un determinado número de ceros. Esta fase del minado se basa en el empleo de la fuerza bruta, esto es, la realización de cálculos aleatorios hasta dar con la cifra correcta⁷⁵¹.

Todo este esfuerzo computacional y de trabajo que llevan a cabo los mineros viene precedido de una recompensa en *bitcoins* para el victorioso. A fecha de elaboración del presente trabajo la retribución está fijada en 12,5 *bitcoins*. En palabras del propio Nakamoto «*Esto añade un incentivo para que los nodos apoyen la red y proporciona una forma de distribuir inicialmente monedas en circulación, ya que no existe una autoridad central que las emita. La adición constante de una cantidad constante de nuevas monedas es análoga a los mineros de oro que gastan recursos para añadir oro a la circulación. En nuestro caso, es el tiempo de la CPU y la electricidad lo que se gasta*»⁷⁵².

⁷⁵¹ Es aquí donde adquiere mayor relevancia la potencia computacional de cada minero, ya que determinará en última instancia la velocidad de búsqueda de la solución. Previendo esta circunstancia, ya es posible localizar granjas de minado o *pools*, dedicadas a trabajar conjuntamente en la resolución de los problemas. La mayoría de estas granjas se encuentran en China, país que ya está comenzando a copar la actividad de minado a nivel internacional, aunque también es posible encontrarlas en Islandia, Suiza o Rusia. *Vid.* entre otros, MAGAS, J., *Las cinco áreas mineras de cripto más grandes: ¿Qué granjas están impulsando la nueva fiebre del oro?*, 2017, disponible en <https://es.cointelegraph.com/news/top-five-biggest-crypto-mining-areas-which-farms-are-pushing-forward-the-new-gold-rush>; CONTRERAS, M., *Por qué China se plantea prohibir el minado de criptomonedas*, 2019, disponible en https://www.economiadigital.es/tecnologia-y-tendencias/por-que-china-se-plantea-prohibir-el-minado-de-criptomonedas_617405_102.html.

⁷⁵² *Vid.* NAKAMOTO, S., *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, ... *ob. cit.*: «[...] This adds an incentive for nodes to support the network, and provides a way to initially distribute coins into circulation, since there is no central authority to issue them. The steady addition of a constant amount of new coins is analogous to gold miners expending resources to add gold to circulation. In our case, it is CPU time and electricity that is expended».

Con todo, la cifra de recompensa no es estática, sino que variará según se vayan minando bloques. Concretamente, y tras 210.000 bloques se produce un *halving*, es decir, se reduce a la mitad la cifra de recompensa lo que suele suponer un aumento de valor de esta criptomoneda pues, de lo contrario, la actividad de minado dejaría de ser rentable. Inicialmente la compensación estaba fijada en 50 *bitcoins*, cifra que se redujo a la mitad en los años 2011 y 2016, siendo previsible que el nuevo *halving* tenga lugar en el año 2020⁷⁵³.

6. Tokens

De entre las muchas acepciones de la palabra inglesa *token* destaca aquella que lo describe como una señal, una indicación o un símbolo. Y es que, el concepto de *token* hace referencia a un activo digital emitido por una entidad y representativo de un valor, un bien o un derecho.

El paso a la negociación electrónica requiere de la transformación simbólica de aquellos bienes o derechos en activos digitales. A este proceso se le conoce en el ámbito de las *blockchain* como *tokenizar*. Puede suceder que el *token* resultante no represente un recurso tangible, sino simplemente un valor, como es el caso de las criptomonedas. Es posible también que equivalga a un bien material, como un inmueble, o inmaterial, como los valores negociables. En último lugar, un *token* puede hacerse corresponder además con los derechos resultante de los antedichos bienes⁷⁵⁴. Volveremos sobre los *tokens* más adelante y en concreto sobre su naturaleza jurídica.

7. Tipos de cadenas de bloques

Como ya anticipábamos al principio de este apartado, la génesis del sistema *blockchain* no puede entenderse sin el surgimiento de *bitcoin* y viceversa. Sin embargo, lo cierto es que la multiplicidad de usos a los que pueden destinarse las redes *blockchain* han superado esta inicial correlación y el uso de la cadena de bloques se ha ampliado a diversas áreas como los contratos, la logística, la salud...etc. Al amparo de este creciente uso la propia *blockchain* se ha desarrollado para ofrecer un servicio más ajustado según las necesidades de quienes la adopten. Esta circunstancia ha determinado la aparición y distinción de cadenas de bloques públicas y privadas.

En las cadenas de bloques públicas, el acceso es abierto, lo que supone que el usuario podrá acceder a los datos y realizar transacciones. Se trata del ejemplo más aséptico de

⁷⁵³ En este sentido, *vid. Halving de Bitcoin ¿Qué supone para la red?*, disponible en <https://academy.bit2me.com/halving-bitcoin/>.

⁷⁵⁴ En este sentido, RUIZ-GALLARDÓN GARCÍA DE LA RASILLA, M., “Fe pública y «tokenización» de activos en *blockchain*”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 460 y ss.

blockchain en la que cualquiera puede interactuar en un entorno totalmente descentralizado.

En las cadenas de bloques privadas, por el contrario, se requiere un permiso previo para poder llevar a cabo cualquier clase de actuación, tanto de acceso y lectura, como de inscripción de cualquier clase de transacción. La facultad para otorgar la necesaria autorización recae en una entidad que puede ser igualmente de naturaleza pública o privada. Dicha entidad deberá dar su consentimiento para que determinadas personas, y solo ellas, sean las encargadas de acceder, comprobar y/o agregar bloques de transacciones a su cadena.

Dentro de las cadenas privadas es posible distinguir un conjunto de entidades o instituciones, los consorcios. En este caso particular, los nodos permisionados forman parte y están autorizados para actuar por las diversas instituciones reunidas⁷⁵⁵.

Al respecto de las distintas variedades de redes *blockchain* ya se ha manifestado la Comisión Europea en el informe publicado en marzo de 2019 por el Observatorio y Foro Europeo de Blockchain. En este documento, encargado de examinar el estado actual y el horizonte futuro de las *blockchains* comunitarias, se adelanta que las primeras oleadas de implantación de *blockchain* estarán caracterizadas por la profusión de plataformas permisionadas creadas específicamente para un uso determinado o para una concreta clase de usuarios⁷⁵⁶.

8. Funcionamiento

Una vez esclarecidos los elementos principales que componen la cadena de bloques, es posible abordar su funcionamiento para, posteriormente adentrarnos en las implicaciones jurídicas que puede suponer la adopción de este novedoso sistema.

En línea con lo expuesto hasta ahora el funcionamiento de una red *blockchain* se asimila al de un libro de registro donde detallar y recoger información de carácter contable.

En esencia y sobre la base del glosario de términos tecnológicos antes recogido, el fundamento de las *blockchains* es bastante asequible, tanto más si enfocamos nuestra exposición como si de una ficticia transacción de *bitcoins* se tratara, no en vano son el paradigma de las operaciones que tienen lugar en la cadena de bloques.

⁷⁵⁵ Vid. MORALES BARROSO, J., “¿Qué es *blockchain*?”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 49 y ss. y GARCÍA MEXÍA, P., “Del ciberderecho al criptoderecho. La criptorregulación”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 84 y ss.

⁷⁵⁶ Vid. LYONS, T., COURCELAS, L., TIMSIT, K., *Scalability, interoperability and sustainability blockchains*, 2019, disponible en https://www.eublockchainforum.eu/sites/default/files/reports/report_scalability_06_03_2019.pdf, p. 5.

El proceso comienza con un mensaje, una orden de actuación emitida por un usuario que previamente se ha descargado en su dispositivo conectado a Internet, un *software*. Este programa le permitirá generar una clave privada de encriptación y una clave pública. A ésta última se le asignará un *hash* aleatorio que será nuestra dirección de *bitcoin*. Por utilizar conceptos con los que estamos más familiarizados y salvando las distancias, podemos asimilar la clave pública o dirección *bitcoin* con el número de cuenta corriente que se nos asigna en una entidad bancaria, siendo la clave privada el equivalente al código de seguridad o contraseña con la que accedemos a los servicios ofertados en la página *web*. Tanto la dirección como las claves se pueden guardar en programas que funcionan como monederos o *wallets*.

Volviendo sobre nuestro mensaje inicial, será preciso que el mismo contenga una serie de elementos identificativos que se agrupan en elementos de entrada o *input* y elementos de salida u *output*. En primer lugar, el *input* debe hacer referencia al *hash* de la transferencia anterior a la que se pretende ejecutar, pues ese *hash* previo contiene la información del saldo remanente⁷⁵⁷. En segundo lugar, debe constar también la firma del ordenante que se genera gracias a la clave privada y, finalmente, debe añadirse además su clave pública que posibilitará que el receptor compruebe la veracidad de la firma y, en consecuencia, del mensaje.

En los elementos de salida u *outputs*, se señalará la cifra de *bitcoins* que desea transferirse y la dirección de *bitcoin* del receptor, que será su *hash* de clave pública.

En último lugar, deberá hallarse el *hash* de todo el mensaje en su conjunto, cifra que se situará en su encabezamiento e identificará, dentro de la cadena, ese concreto mensaje de transferencia.

En una segunda fase, el mensaje que ha dado comienzo al procedimiento llegará al nodo correspondiente que se encargará de validar la información allí recogida, esto es, que efectivamente quién emite la orden es el firmante y además que el contenido de la misma es factible y puede llevarse a cabo. En otras palabras, un nodo no aprobará una transacción de la que no pueda comprobar los elementos identificativos (*input* y *output*), lo que incluye cerciorarse que el saldo de *bitcoins* es suficiente para afrontar el gasto solicitado.

Terminado el proceso de validación de la transacción, ésta se incorporará a un bloque cuyo encabezamiento será el *hash* del bloque anterior. Así, y una vez que el bloque actual se ha completado, comienza el proceso de minado del mismo. De esta forma la cadena se va alargando mientras que se incorporan, o más propiamente, se enlazan eslabones.

A medida que la longitud de la cadena aumenta, también lo hace la seguridad de la misma, y es que cualquier mínima intervención modificaría el número de *hash*, no solo del bloque

⁷⁵⁷ Es oportuno señalar que, para iniciar una criptomoneda deberá establecerse por los creadores un bloque génesis. Con este dará comienzo la propia *blockchain*, al tiempo que permitirá las sucesivas referencias de las operaciones posteriores.

que se pretende corromper, sino además de todos los sucesivos cuyo *hash* se ha determinado teniendo en cuenta los datos originales. En consecuencia, los nodos no validarían la operación pues la información que se suministra no coincide con la obrante en sus bases.

III. PRINCIPALES CUESTIONES JURÍDICAS EN TORNO A LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA

Aunque por cuestiones de familiaridad y preeminencia hayamos explicado el funcionamiento de la red *blockchain* asociada al *bitcoin*, es de rigor advertir que el carácter poliédrico de la cadena de bloques, unido a sus múltiples ventajas, permite extender su utilidad hacia entornos jurídicos públicos y privados.

Desde una perspectiva mercantilista, puede decirse que la disrupción de la *blockchain* supone un cambio de paradigma en el sector financiero, y especialmente en el mercado de valores donde sus posibilidades han calado con mayor intensidad. No en vano surge para dar soporte al *bitcoin*, si bien su uso ha ido variando y extendiéndose, propiciando la aparición de nuevos productos y servicios de inversión a los que también dedicaremos este estudio.

En este sentido, y en un cortísimo periodo de tiempo, el célebre *bitcoin* ha pasado de ser la única moneda virtual disponible, a ser una más del abanico de monedas disponibles, aunque sin perder del todo su carácter hegemónico. A ello debe sumarse la aparición de una nueva unidad de valor, el *token*, como elemento representativo de los derechos adquiridos con el emisor del mismo, quien recurre a estos, generalmente, con la finalidad de obtener financiación para su proyecto, siendo también susceptibles de negociación.

La velocidad con la que estas nuevas posibilidades han sido acogidas y se han integrado en nuestro ordenamiento, contrasta con la ausencia de un régimen normativo al amparo del cual desarrollarse con todas las garantías para los participantes. Su naturaleza cambiante y el estado inicial de maduración de la tecnología *blockchain* sitúa al regulador ante una importante disyuntiva ya mencionada y sobre la que es conveniente volver a incidir. De un lado, debe proveer de un entorno normativo que aporte unos estándares adecuados de seguridad jurídica. De otro, debe evitar que su actuación socave el avance de estas innovaciones, de las cuales apenas estamos comenzando a vislumbrar sus posibilidades. Y todo ello, además, debe ser atendido con cierta premura pues cualquier dilación puede llegar a generar peligrosos vacíos normativos capaces de alojar actividades de tintes fraudulentos.

A pesar de lo expuesto y del carácter apremiante de la cuestión, a fecha de escritura del presente trabajo, la acogida de la *blockchain* y sus actividades asociadas en nuestro ordenamiento jurídico es aún una tarea pendiente.

La CNMV y el BdE han constituido un grupo de trabajo encargado de estudiar en profundidad las criptomonedas y cuyo objetivo es determinar si es posible extender a estas el elenco normativo existente o si, por el contrario, deben abordarse propuestas regulatorias ad hoc. Y es que en nuestro país la captación de fondos de forma poco tradicional y a través de productos novedosos, evoca en las mentes más suspicaces el recuerdo de la controversia generada por el caso del Fórum Filatélico. Razón por la que en estos nuevos contextos digitales se requiera de una producción normativa que salvaguarde los intereses de los inversores.

La necesaria regulación de las monedas virtuales fue objeto también de la moción presentada ante el pleno del Senado por el Grupo Parlamentario Popular, en febrero de 2018, y en la que se instaba al Gobierno a valorar la regulación de las criptomonedas para garantizar la seguridad jurídica y evitar fraudes.

Sea como fuere, este silencio normativo no debe ser entendido como un sinónimo de parálisis o aquiescencia ante los nuevos modelos digitales por parte del legislador nacional. Más bien debe valorarse bajo los términos de la prudencia y la cautela ante un fenómeno de características y aplicaciones todavía difusas y por desarrollar. No obstante, es de rigor mencionar que el reto de adaptación de la política financiera ya ha comenzado a abandonar el mencionado inmovilismo mediante el reciente Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero, de julio de 2018, y con el que se pretende comenzar a establecer los márgenes legales de un futuro espacio regulado de pruebas, o *sandbox*, cuyo objetivo sea, tal y como se señala en sus considerandos, «*la realización controlada y delimitada de pruebas dentro de un proyecto que puede aportar una innovación financiera de base tecnológica*».

Esta, quizás excesiva, cautela contrasta con la situación de otros países, algunos tan afines a nuestro ordenamiento jurídico como Francia, donde las iniciativas regulatorias son de mayor alcance, como tendremos oportunidad de comprobar. En cualquier caso, a la luz de la inestabilidad política y las dificultades para formar gobierno, la tramitación parlamentaria de este Anteproyecto de Ley no parece una cuestión de urgencia y, mucho nos tememos, el proceso acabará dilatándose en el tiempo.

Así las cosas, esta situación obliga a abordar, en el contexto general de este trabajo, cómo se protege a los inversores minoristas cada vez más dispuestos a canalizar sus ahorros hacia estas nuevas vías de inversión posibilitadas por la *blockchain*. No obstante, antes de adentrarnos en la protección dispensada a los pequeños inversores cuando actúan a través de monedas virtuales o mediante la adquisición de otros derechos representados en *tokens*, es preciso atender previamente una serie de cuestiones jurídicas de carácter transversal cuya trascendencia estimamos igualmente relevante en este trabajo. Incidiremos, pues, en el planteamiento de la identidad, la función de registro y la protección de datos. Cuestiones que pueden afectar la actividad inversora y sobre las que todavía no existen, a pesar de los esfuerzos, posturas armonizadas.

1. La identidad

En el estudio de la identidad y sus pormenores es imprescindible detenernos, con voluntad retrospectiva, en el funcionamiento de las claves públicas y privadas. Como ya adelantamos en la sumaria explicación del funcionamiento del sistema *blockchain*, operar en este entorno exige disponer de una clave pública, visible para todos los usuarios, y una clave privada ligada a la anterior y cuyo contenido deberá ser mantenido a buen recaudo por su dueño pues servirá para firmar sus mensajes⁷⁵⁸.

El uso de claves criptográficas supone una serie de ventajas esenciales en *blockchain*. En primer lugar, debe apuntarse la confidencialidad de los mensajes transmitidos, que no podrán ser descifrados salvo por su destinatario mediante el uso de su propia clave privada. En segundo lugar, queda garantizada la integridad de lo transmitido, no susceptible de modificación y tan solo visible por su destinatario original. En último lugar, no será posible anular o repudiar el contenido de un mensaje una vez firmado mediante la clave privada y enviado.

En todo caso, y al menos en las redes públicas no permissionadas como *bitcoin*, nuestra identidad digital estará conformada por ambas claves. La clave pública será precisamente nuestra dirección, formada por un número *hash*, es decir, un código alfanumérico totalmente aleatorio. Ahora bien, es posible crear tantas direcciones como desee el usuario en cuestión a quien no se obliga a identificarse de modo cierto en ningún momento del proceso. Y es que en estos nuevos entornos descentralizados lo que prima es que la transacción se complete con independencia de la identidad de los participantes⁷⁵⁹. Esta particularidad reviste a las operaciones de un nivel de anonimato que debe, no obstante, ser matizado.

En efecto, de cuanto hemos expuesto hasta ahora puede llegar a concluirse que las transacciones en redes tipo *bitcoin* son anónimas, no en vano la única información que trasciende es nuestra dirección compuesta por una sucesión de letras y números. Sin embargo, tal afirmación no puede admitirse de forma tajante pues mediante vías indirectas, tales como el rastreo de las operaciones asociadas a una misma clave o el seguimiento de las direcciones IP involucradas, es posible obtener datos adicionales que

⁷⁵⁸ Actualmente el algoritmo utilizado para generar estas claves es el conocido como *Elliptic Curve Digital Signature Algorithm* o ECDSA y que aporta un nivel de seguridad muy alto. Para averiguar la clave privada asociada a la clave pública se requeriría del uso de la fuerza bruta en un número de intentos nada rentable. Por el contrario, el coste computacional para crear dichas claves es bastante bajo.

⁷⁵⁹ En este sentido, LEGERÉN-MOLINA, A., “Retos jurídicos que plantea la tecnología de la cadena de bloques. aspectos legales de *blockchain*”, *Revista de Derecho Civil*, vol. VI, núm. 1, p. 206, señala que en esta esfera virtual carece de importancia material, al menos primariamente, conocer la identidad de los intervinientes en las operaciones. No existe, ni tampoco interesa, la creación de registros toda vez que lo trascendental aquí es que un determinado número de criptomonedas procedentes de una dirección *bitcoin*, pasen a figurar en el saldo positivo de otra dirección.

pueden favorecer la identificación⁷⁶⁰. Precisamente sobre las direcciones IP y su naturaleza de dato de carácter personal, se ha manifestado en varias ocasiones el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE). En particular, en el asunto C-70/2010, de 24 de noviembre de 2011, advertía sobre el ilícito que supondría recopilar las direcciones IP de los usuarios con la finalidad de asociarlas a sus dueños toda vez que «*dichas direcciones son datos protegidos de carácter personal, ya que permiten identificar concretamente a tales usuarios*». Pronunciamiento que se repite en términos parecidos en el asunto C-582/14, de 19 de octubre de 2016, donde se añade que «*la IP dinámica registrada por un proveedor de servicios de medios en línea (...) constituye respecto a dicho proveedor un dato personal, (...) cuando este disponga de medios legales que le permitan identificar a la persona interesada gracias a la información adicional de que dispone el proveedor de acceso a Internet de dicha persona*».

Por tanto, dada la posibilidad de singularizar la información volcada y determinar de forma indirecta la identidad de quien está detrás, no puede sostenerse incólume el anonimato de la *blockchain*, por lo que lo más propio será hablar de redes pseudoanónimas⁷⁶¹.

Sin embargo, llegar a determinar con certeza la identidad del usuario dueño de la clave pública requiere de una serie de esfuerzos que, sin llegar a ser ímprobos, deben combinar herramientas de análisis de *blockchain*, *big data* e inteligencia artificial. Actualmente existen varias herramientas como *Coinfirm* o *Maltego* que, previo pago, ofrecen servicios de *investigación forense* para obtener la mayor cantidad de información posible de una dirección. Vista la cuestión desde el prisma del inversor minorista y a pesar de las opciones disponibles, no es tan sencillo identificar de modo cierto a los actores tras una clave pública. Situación que puede ser especialmente propicia para la estafa.

⁷⁶⁰ Piénsese que cualquier clase de operación quedará registrada invariablemente en la cadena de bloques que, a modo de libro contable, recoge cronológicamente toda la actividad asociada a una determinada dirección. De tal modo que es posible comprobar todas las transacciones realizadas, las fechas de las mismas, así como las cantidades trasladadas. Al propio tiempo, la actividad digital también deja otra clase de huellas cuyo análisis podría llegar a determinar la identidad subyacente a una dirección *bitcoin*. Nos referimos al rastro que deja la dirección IP de los dispositivos desde los que trabajemos. Y es que cualquier terminal (ordenador, móvil, tablet...) conectado a Internet posee un número de identificación propio que permitirá hacer un seguimiento de la actividad de los mismos en Internet pues queda registrado en todas las búsquedas que se hagan, las páginas *web* que se consulten...etc. Por otra parte, y ya desde su origen, *bitcoin* fue concebido como una red peer-to-peer o entre iguales, lo que supone que el aparato desde el que se opera estará conectado a otros con los que comparte la información. Así las cosas, es perfectamente factible llegar a relacionar una dirección *bitcoin* con una determinada dirección IP y con ello acceder al historial de actividad de quien está detrás pudiendo llegar a identificarlo. Es posible igualmente llegar a establecer quién está detrás de una clave pública si se opta por almacenar las claves en un monedero o wallet, ya que registrarán la IP desde donde se opera.

⁷⁶¹ En este sentido se pronuncian, entre otros, PONCE DE LEÓN, P. J., “*Blockchain*, un nuevo patrón tecnológico”, en AAVV *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018, p. 46; LEGERÉN-MOLINA, A., “Retos jurídicos que plantea la tecnología de la cadena de bloques. aspectos legales de *blockchain*”, ... *ob. cit.*, p. 207.

Hoy en día la singular situación de las *blockchain*, pendientes de un desarrollo normativo tanto a nivel general como sectorial, ha allanado el camino a numerosas estafas que encuentran un importante aliado en las dificultades de identificación de los involucrados. A continuación, recogemos en listado abierto las principales modalidades cuyos ardidres pueden ser especialmente perniciosos para los pequeños inversores⁷⁶²:

- Ofertas iniciales de moneda fraudulentas en las que se solicita financiación para un proyecto que no existe. A nivel comunitario y nacional abundan las alertas al respecto de estas operaciones y la CNMV ha publicado los criterios bajo los cuales deberán desarrollarse, pero no podemos ignorar que el carácter transfronterizo de estas operaciones puede atraer a los inversores más incautos hacia procesos generados fuera de la UE.
- Canje de monedas entre usuarios donde se pide que primero se envíen los fondos antes de remitir la contrapartida prometida que, lamentablemente, no llegará nunca.
- *Cloud mining* o minería en la nube. En esta ocasión lo que se ofrece es la posibilidad de obtener ganancias mediante la compra de un contrato para desarrollar la actividad de minería, para la que no necesitarán ni siquiera del habitual equipamiento informático de alta potencia pues, según anuncian, se realiza en la nube.
- Casas de cambio fraudulentas en las que desaparecen las criptomonedas depositadas.
- *Wallets* o monederos falsos donde los estafadores acceden a las credenciales y fondos de sus clientes.
- Técnicas de *phising* en las que se recrean las direcciones de redes sociales de importantes personalidades del mundo financiero y empresarial con el objetivo de lanzar supuestas oportunidades de negocio, previo pago anticipado de ciertas cantidades de dinero o criptomonedas.
- Estafas *pump and dump* consistentes en inflar de forma coordinada el precio de una determinada criptomoneda poco conocida acompañando la operación de una campaña de marketing a fin de atraer inversores. La estafa se completa cuando alcanzado un determinado valor se produce una venta masiva que reporta importantes ganancias a los estafadores, a la vez que hace descender notablemente el precio de la criptomoneda, provocando pérdidas en quien las adquirió a un precio inflado esperando obtener una rentabilidad inexistente.

Estas pocas pinceladas bastan para comprobar la trascendencia que puede llegar a tener la naturaleza pseudoanónima de la actividad en redes *blockchain*. A este respecto es de

⁷⁶² Casi tan rápido como evoluciona este modelo descentralizado lo hacen las estafas que puede albergar, por lo que este listado debe ser tomado como un simple ejemplo ilustrativo de la variedad de posibilidades fraudulentas que pueden generarse. Sobre el listado de estafas más comunes, *vid.* PÉREZ, I., *Estafas comunes con Bitcoin y criptomonedas*, disponible en <https://www.criptonoticias.com/criptopedia/estafas-comunes-bitcoin-criptomonedas/>.

obligada mención la reciente SAP de Navarra de 23 de julio de 2019⁷⁶³ en la que una intrincada estafa culminó con varios afectados y lo que es peor, con una primera sentencia condenatoria del Juzgado de Instrucción número 4 de Pamplona que señalaba como culpable a quien, en sede provincial se demostraría que no lo era⁷⁶⁴.

En todo caso, la problemática del anonimato ya ha comenzado a ser atendida por el regulador comunitario desde la perspectiva, de momento, de paliar su posible uso para blanqueo de capitales o financiación del terrorismo. En este sentido, la 5AMLD incluye tanto a los proveedores de servicios de cambio de monedas virtuales por monedas fiduciarias (casas de cambio), como a los proveedores de servicios de custodia de monederos electrónicos (*wallets* o monederos), entre los sujetos obligados a cumplir con las diligencias previstas. Por lo que, de una parte, estas entidades deberán estar registradas⁷⁶⁵; y de otra, y esto es lo importante aquí, tendrán que identificar y comprobar la identidad de todos sus clientes⁷⁶⁶.

Con todo, la propia 5AMLD admite que estas medidas no zanján la cuestión ya que es perfectamente factible llevar a cabo operaciones sin la intervención de los proveedores señalados (casas de cambio o *wallets*). Piénsese por ejemplo en transacciones entre iguales. Por lo que la regulación del anonimato todavía es una cuestión pendiente y de enorme trascendencia.

Ante esta situación un creciente sector de la doctrina⁷⁶⁷, cada vez con mayor eco, viene abogando por el establecimiento de una identidad digital que funcione como una suerte

⁷⁶³ SAP Navarra 184/2019, de 23 de julio.

⁷⁶⁴ Lo intrincado del caso requiere de la exposición de los hechos, que se remontan a 2017 cuando el estafador, valiéndose de datos falsos, publicó un anuncio de alquiler en una conocida plataforma. La primera de las víctimas, (víctima 1), respondió a dicho anuncio y suministró sus datos personales al objeto de completar el contrato. Con dichos datos en su poder, el estafador abrió, a nombre de la víctima 1 y sin que ésta lo supiera, una cuenta en una *web* dedicada al mercado de criptodivisas. Haciéndose pasar por la víctima 1, el estafador contactó con la siguiente víctima (víctima 2) para comprarle cierta cantidad de *bitcoins* que este vendía. Ante el interés mostrado, la víctima 2 le proporcionó su número de cuenta para que el estafador procediera a ingresar el precio en euros de los *bitcoins* que quería. Pues bien, como parte del engaño previsto, el estafador proporcionó a la víctima 1 el número de cuenta de la víctima 2 con la finalidad de que ésta ingrese allí las cantidades correspondientes al precio del alquiler (concretamente a una ampliación de 15 días del mismo). Una vez realizado y comprobado el depósito, la víctima 2 -vendedor de los *bitcoins*-, transfirió la criptomoneda a la falsa cuenta del estafador abierta, recordemos, con los datos de la víctima 1. El cénit del fraude ya puede intuirse, el estafador desapareció con los *bitcoins* adquiridos, operación que además es irreversible, y la víctima 1 quedó sin alquiler y sin el dinero pagado por el mismo. El único dato rastreable, atendiendo a los medios disponibles, fue el número de cuenta de la víctima 2 donde se realizó el ingreso y quien, en primera instancia, fue declarado culpable. No obstante, y posteriormente, la Audiencia Provincial de Navarra determinó que no existía relación entre la víctima 2 y el estafador, pues no existía y así quedó expresado, ningún indicio incriminatorio. De hecho, la víctima 2 también había resultado estafada con esta operación en la que perdió los *bitcoins* transferidos.

⁷⁶⁵ Artículo 47 de 5AMLD.

⁷⁶⁶ Artículo 2 de 5AMLD.

⁷⁶⁷ A este respecto, PÉREZ BES, F., “Identidad y *blockchain*”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 154 y ss., señala que una de las críticas que se ciernen sobre los modelos actuales de identificación (DNI, pasaporte, carnet de conducir...) es precisamente la cantidad de información que revelan y que, en muchos casos, resulta innecesaria si lo que se quiere comprobar es que alguien es quien dice ser. De ahí que quizás sea el momento

de sistema acreditativo y verídico de la identidad del usuario. Las enormes posibilidades presentes y futuras que ofrece la *blockchain* así lo aconsejan. Sin embargo, más allá de interesantes reflexiones, la cuestión se encuentra todavía en suspenso.

2. La función de Registro

La función registral en aquellos ámbitos en los que está prevista, se asienta sobre la necesidad de aportar un adecuado nivel de seguridad jurídica en el tráfico. La aplicación de los principios registrales (publicidad, calificación o prelación, entre otros), traerá consigo la generación de una serie de efectos sobre el titular inscrito que determinarán, en última instancia, su legitimación, la oponibilidad de la misma *erga omnes*, la presunción de veracidad y la protección judiciales de los derechos inscritos.

La red *blockchain*, por su parte, funciona como un registro distribuido e impermeable a los cambios, lo que implica que lo allí anotado devendrá invariable. De lo apuntado *ut supra* acerca de su funcionamiento puede advertirse la imposibilidad de falsear los datos insertados en los bloques ya validados, así como la inviabilidad de introducir información adulterada en un bloque no cerrado. En ambos casos, la disposición de una copia del libro mayor disponible entre todos los usuarios y la necesaria verificación del *hash* que realizan los mineros culminaría con la expulsión y, en consecuencia, con la imposibilidad de anotar las referencias ficticias. Por tanto, es posible consultar con absoluta veracidad el tracto de todas las transacciones inscritas, de ahí que desde un punto de vista jurídico sea preciso valorar su posible equiparación a un registro público.

de valorar las posibilidades que ofrece *blockchain* y explorar soluciones de identidad digital en la que el propio ciudadano decida cuánta información adicional desea revelar. Por su parte, LAFONT DÉNIZ, R., “Hacia una identidad digital basada en blockchain dentro de la Administración Pública”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales* (VILARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018, pp. 327 y ss., subraya que la inalterabilidad y la descentralización propias de *blockchain* podrían llegar a funcionar como pilares clave en el establecimiento de la identidad digital. Y es que la inalterabilidad haría imposible cualquier modificación en el histórico de un ciudadano, mientras que la descentralización impediría que los datos figurasen guardados en copia única en una base de datos centralizada y susceptible de ataques ciberdelictivos. Por su parte, ALAMILLO DOMINGO, I., “Las tecnologías de registro distribuido (*blockchain*) y la transformación del procedimiento administrativo”, *El Consultor de los Ayuntamientos*, núm. 1, 2019, pp. 57 y ss., resalta que en un sistema de identidad digital basado en *blockchain* no sería necesaria la intervención de un tercero a efectos de autenticación ya que cada persona posee sus propios datos de identidad enlazados con los diversos nodos. De esta forma dejarían de requerirse servicios como el sistema Cl@ve. *Vid.* también ARRUÑADA, B., “Los límites del *blockchain*”, 6 de julio de 2018, disponible en <https://almacenederecho.org/los-limites-del-blockchain-mas-facil-transferir-pretensiones-obligacionales-derechos-propiedad/>; MERCHÁN MURILLO, A., “Identidad electrónica: necesidad de un entorno transfronterizo de confianza”, en *Derecho mercantil y tecnología* (MADRID PARRA, A., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018, pp. 179 y ss.; WORLD ECONOMIC FORUM, *A Blueprint for Digital Identity. The Role of Financial Institutions in Building Digital Identity*, agosto de 2016, disponible en http://www3.weforum.org/docs/WEF_A_Blueprint_for_Digital_Identity.pdf. No obstante, también existen autorizadas voces como IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., *Blockchain: primeras cuestiones en el ordenamiento español*, Dykinson, Madrid, 2018, pp. 88 y ss., quien, sin negar las ventajas que puede aportar *blockchain* en el establecimiento de una identidad digital, apunta una serie de dificultades que pueden entorpecer la acogida de estos mecanismos. Destaca en particular la deficiente gestión de las claves, la desconfianza que todavía despierta entre los potenciales usuarios, la ausencia de una regulación armonizada al respecto y las deficiencias del sistema de protección de los datos personales que deben aportarse para la gestión de la identidad digital.

En este sentido, como ya se avanzó el origen de *blockchain* fue dar soporte a las operaciones realizadas con *bitcoin*, de tal suerte que quedara constancia probatoria de las operaciones realizadas con la finalidad de evitar situaciones de doble gasto. Por tanto, no se creó con la intención de conformar una «institución jurídica registral ni se creó como registro en sentido jurídico»⁷⁶⁸.

Asimismo, la función registral va indisolublemente ligada a la mediación humana. Intervención representada en la figura del registrador, que deberá aseverar la legalidad de los documentos, la capacidad y la legitimación de los otorgantes⁷⁶⁹. En *blockchain* el proceso de validación de la información se reduce a un mero contraste de los datos criptográficos. En apretada síntesis, tan solo será preceptivo comprobar la coincidencia del *hash*, con independencia de cualquier otra comprobación, como la capacidad y/o legitimidad de los otorgantes, o la legalidad de los actos, etc. De ahí que, atendiendo a las específicas funciones que realizan los registradores y que resultan inasumibles por los nodos validadores, es imposible abogar por una equiparación en los términos actuales⁷⁷⁰.

En definitiva, expuesta la imposibilidad de garantizar que el contenido de la información se ajusta a derecho, se concluye rápidamente que nada de lo *encadenado* tiene, en consecuencia, valor de escritura pública⁷⁷¹. Ahora bien, adentrándonos un poco en la esfera procesalista debe hacerse aquí un inciso aclaratorio pues, sin perjuicio de lo planteado, nos vemos compelidos a analizar el valor de los registros como documento privado susceptible de constituir prueba documental en juicio.

A priori no existe obstáculo procesal que limite la aportación de un documento registrado en *blockchain* como fuente probatoria de carácter privado, a tenor de lo dispuesto por el artículo 299.1.3º LEC. En este sentido, adquieren relevancia dos elementos caracterizadores de la cadena de bloques. El primero es la inmutabilidad de los datos incorporados que respaldará la originalidad de todo cuanto se ha validado. El segundo es

⁷⁶⁸ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “*Blockchain* y derecho registral”, en *Derecho de Blockchain y de la tecnología de registros distribuidos*, Aranzadi, Madrid, 2018, p. 403, señala que si bien *blockchain* se utiliza para realizar negocios, así como para fijar y probar su contenido, es jurídicamente neutral en tanto que no se trata de una institución jurídica administrativa.

⁷⁶⁹ Artículo 18 CCom y artículo 6 Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

⁷⁷⁰ Cosa distinta sería plantear el estudio de esta cuestión desde la perspectiva de una red permissionada, coordinada con los registros públicos y donde sus funciones sirvieran de apoyo al trabajo registral. Posibilidad todavía utópica pero de indudable relevancia y sobre la que, sin duda, habrá que estar alerta. En este sentido, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “*Blockchain* y derecho registral”, ... *ob. cit.*, pp. 404 y ss., apuesta por la habilitación de la *blockchain* no solo como instrumento de refuerzo de la función registral, sino también como apoyo de la actividad catastral. En contra, BRANCÓS i NUÑEZ, E., “*Blockchain*, función notarial y registro”, *El notario del siglo XXI*, núm. 71, 2017, pp. 50 y ss., advierte del contrasentido que supondría establecer una red permissionada -cerrada- dentro de la propia *blockchain* cuya característica principal y utilidad manifiesta es su carácter descentralizado, basado en la ausencia de terceros de confianza. «*Un blockchain no abierto a todos ya no es un blockchain*».

⁷⁷¹ *Vid.* LEGERÉN-MOLINA, A., “Retos jurídicos que plantea la tecnología de la cadena de bloques. aspectos legales de *blockchain*”, ... *ob. cit.*, p. 202.

el *time stamp* o sellado de tiempo⁷⁷² que se incorporará a cada bloque y que permitirá determinar la fecha en que dicho bloque se completó. Visto así, el valor probatorio parece, en principio, incontestable. Y decimos *parece* porque, bien mirada la cuestión, debe hacerse una serie de matizaciones.

En cuanto al sellado del tiempo procede aclarar que, en virtud de lo previsto en el artículo 41 del Reglamento Europeo de Firma Electrónica 910/2014, de 23 de julio, solamente gozarán de presunción de exactitud de fecha y hora, así como de la integridad de los datos, el sellado de tiempo que haya sido designado como cualificado al estar verificado por un prestador de servicios de confianza. Ni que decir tiene que nuestro caso particular no se ajusta a lo enunciado, por lo que habrá que descartar, a nivel probatorio, la presunción de exactitud. Más ello no debe ser entendido como una denegación de los efectos jurídicos de este sellado de tiempo no oficial⁷⁷³, sino que la exactitud alegada deberá probarse en sede judicial, normalmente vía intervención pericial y deberá ser valorada por el juez⁷⁷⁴.

Todavía dentro del análisis del valor probatorio de los registros *blockchain*, no podemos dejar de hacer mención a la problemática derivada de la inexistencia de una identidad digital plenamente reconocida y que permita identificar quién está detrás de una clave pública. En el contexto actual, es prácticamente imposible comprobar la capacidad y legitimación de las partes o la validez del consentimiento prestado. En este ámbito no pueden extenderse los efectos del sellado de tiempo no cualificado ya que, de ser probado, revestiría de exactitud únicamente a la fecha, hora e integridad de los datos⁷⁷⁵.

⁷⁷² El sellado de tiempo garantiza que no existan repeticiones en los *hashes* de los bloques pues la marca de tiempo anotada funciona como otro elemento diferenciador y verificador.

⁷⁷³ Así lo dispone el propio artículo 41 del Reglamento Europeo de Firma Electrónica 910/2014, de 23 de julio, en su apartado primero «No se denegarán efectos jurídicos ni admisibilidad como prueba en procedimientos judiciales a un sello de tiempo electrónico por el mero hecho de estar en formato electrónico o de no cumplir los requisitos de sello cualificado de tiempo electrónico».

⁷⁷⁴ Vid. GONZÁLEZ GRANADOS, J., *Eficacia probatoria de la blockchain. Criptografía y artículo 1227 del Código Civil*, 25 de abril de 2016, disponible en <https://tallerdederechos.com/eficacia-probatoria-de-la-blockchain-criptografia-y-articulo-1227-del-codigo-civil/> y LEGERÉN-MOLINA, A., “Retos jurídicos que plantea la tecnología de la cadena de bloques. aspectos legales de *blockchain*”, ... *ob. cit.*, p. 203 y artículo 299.3 LEC.

⁷⁷⁵ La integridad de los datos, entendida como la inmutabilidad de lo dispuesto, no debe confundirse con la validez del contenido recogido, función inasumible por *blockchain* en el contexto actual. En efecto, bajo los vigentes estándares de las cadenas de bloques no se entra a comprobar la identidad de las partes, su capacidad o legitimación, y ello es así porque (todavía) esa información es irrelevante para la transacción planteada. Sin embargo, vista la rápida expansión de la tecnología *blockchain* cabe preguntarse si podría llegar a peligrar la función notarial. La respuesta de momento sigue siendo negativa y es que en el ordenamiento español la función fedataria recae, y así lo seguirá haciendo, en nuestro sistema notarial de herencia latino-germánica. Esta cuestión ha levantado ampollas entre los notarios quienes han cargado sus tintas contra la eficacia jurídica de la *blockchain*, incapaz de garantizar la legalidad del contenido dispuesto, su exactitud, validez, vigencia, la capacidad de las partes, así como los demás efectos dimanantes del otorgamiento de fe pública notarial (art. 1 y 145 Decreto de 2 de junio de 1944 por el que se aprueba con carácter definitivo el Reglamento de la organización y régimen del Notariado). Vid. ROSALES, F., *Notarizar con blockchain*, 26 de abril de 2016, disponible en <https://www.notariofranciscorosales.com/notarizar-con-blockchain/>; GONZÁLEZ GRANADO, J., *¿Es bitcoin el uber de los notarios?*, 2 de febrero de 2015, disponible en <https://tallerdederechos.com/es-bitcoin-el-uber-de-los-notarios/> y *¿Enviaré blockchain de vacaciones a los notarios?*, 4 de abril de 2016, disponible en <https://notariabierta.es/enviara-blockchain-vacaciones-los-notarios/>.

Así las cosas, es preciso concluir que, pese a la singularidad cuasi-registral de la cadena de bloques, es imposible establecer un paralelismo con la actividad registral habida cuenta de la ausencia de los necesarios controles de legalidad del contenido de los documentos, así como cualquier comprobación de identidad. Sin embargo, día a día el número de operaciones y documentos inscritos va en aumento por lo que, de seguir desarrollándose huérfana de una regulación propia, corre el riesgo de llegar a establecerse como un operador no jurídico de seguridad registral privada *praeter legem* capaz de entorpecer el normal discurrir del tráfico⁷⁷⁶.

3. Protección de datos

Más allá del eventual encaje de la *blockchain* en la normativa sectorial a cuyo estudio dedicaremos los siguientes capítulos, lo cierto es que como cierre de esta exposición de los principales aspectos de naturaleza transversal que en mayor o menor medida pueden incidir en la protección de los inversores minoristas, debemos hacer referencia a la relación de ésta con el RGPD.

Tomaremos como punto de partida y clave de bóveda de este apartado la configuración de una red *blockchain* pública no permitida por ser, y así lo consideramos, el paradigma originario y donde, en principio, se suscitan las mayores desavenencias con lo estipulado por el RGPD.

Hace escasamente unos meses que el RGPD cumplía su primer año de vigencia y durante este periodo la regulación planteada para los entornos eminentemente digitales ha sido objeto de críticas derivadas de la naturaleza tecnológicamente neutra del Reglamento, y que parece ignorar el surgimiento de nuevos modelos de negocios virtuales, cuyas características únicas no encajan fácilmente en los patrones proteccionistas impuestos, tal y como veremos a continuación.

En efecto, confrontar dos realidades tan distintas como la que supone *blockchain* con aquella que se regula en el RGPD, da como resultado una serie de discrepancias de importante calado⁷⁷⁷.

⁷⁷⁶ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “*Blockchain* y derecho registral”, ... *ob. cit.*, p. 406.

⁷⁷⁷ Pese a que en los considerandos del propio Reglamento se admite la presencia de nuevos retos derivados de la rápida evolución de los entornos tecnológicos, el regulador comunitario ha optado por una postura tecnológicamente neutra con el propósito de evitar que alguna entidad quedara fuera de su ámbito de aplicación. Sin embargo, este loable esfuerzo se ve empequeñecido si tenemos en cuenta que se opta por un enfoque de negocio centralizado en el que es posible identificar sin mayores complicaciones a los responsables y encargados del tratamiento de datos. Por lo que, la perspectiva tecnológica parece estar enfocada en el tratamiento de datos que realizan las empresas digitales de corte clásico, olvidando ya desde origen que la rueda del progreso gira cada vez a mayor velocidad y ha propiciado la aparición de modelos descentralizados. *Vid.* Considerando 6 y 15 del RGPD.

A la primera de ellas ya hemos hecho referencia. Se trata del diferente enfoque de partida. De un lado se sitúa la *blockchain* cuya perspectiva descentralizada hace imposible identificar, porque no lo hay, una entidad responsable. De otro, el RGPD donde la regulación de los datos está pensada para ser aplicada a empresas o grupos empresariales centralizados en cuyo entramado sean identificables dichos responsables.

La segunda discrepancia tiene que ver con el régimen de confidencialidad, presente en el RGPD a través de la obligación de tratamiento seguro de los datos. Lo que supone además que el encargado debe velar por que las personas autorizadas se comprometan a respetar la confidencialidad de los mismos. En contrapartida, la información disponible en *blockchain* es de carácter público. Cualquiera puede acceder a la red y tener acceso a todas las operaciones llevadas a cabo desde su origen.

El último de los antagonismos se sitúa sobre el carácter invariable de los datos depositados en la cadena de bloques que resultarán imposibles de modificar. Frente a ello, el RGPD recoge el derecho a la rectificación, así como el derecho a la supresión de los mismos en el bien entendido derecho al olvido. Ambas opciones chocan frontalmente con la naturaleza pétrea de la *blockchain*⁷⁷⁸.

Al hilo de estos obstáculos la pregunta que ondea es, lógicamente, si es posible incluir el tráfico de datos realizados en la *blockchain* en el ámbito de aplicación del Reglamento. Más allá de lo que ya se avanzó cuando hablamos de la identidad, la respuesta al actual interrogante requiere verificar nuevamente si dichos datos son propiamente de carácter personal.

A decir del artículo 4.1 del RGPD, serán datos personales *«toda información sobre una persona física identificada o identificable (el interesado); se considerará persona física identificable toda persona cuya identidad pueda determinarse, directa o indirectamente, en particular mediante un identificador, como por ejemplo un nombre, un número de identificación, datos de localización, un identificador en línea o uno o varios elementos propios de la identidad física, fisiológica, genética, psíquica, económica, cultural o social de dicha persona»*.

A tenor de lo revelado por el propio artículo, una persona será identificable cuando *«pueda determinarse, directa o indirectamente»* su identidad. Aseveración que nos lleva a recordar, como ya advertimos, que el uso constante de la clave pública puede llegar a revelar un porcentaje importante de información acerca del usuario que está detrás, lo que podría facilitar su identificación. Teniendo en cuenta por tanto que es posible vincular una determinada clave pública con su dueño, no vemos impedimento en considerarla como un dato personal.

⁷⁷⁸ Sobre las discrepancias apuntadas, *vid.* PERETE RAMÍREZ, C., “*Blockchain*, privacidad y protección de datos de carácter personal”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 184 y ss.

Paralelamente en la *blockchain* circula también la información sobre las operaciones morfológicamente encriptada mediante *hashes*. Esta cuestión también plantea el interrogante de determinar si ésta puede considerarse información personal. Para enfrentar esta duda debemos acudir al Dictamen 05/2014 sobre técnicas de anonimización, emitido por el Grupo de Trabajo sobre protección de datos del artículo 29⁷⁷⁹. A este respecto, el Dictamen diferencia la información anónima de la pseudoanónima, que se consigue mediante la «sustitución de un atributo (normalmente un atributo único) por otro», lo cual no elimina la posibilidad de identificar o acceder de forma indirecta a la información. De hecho, en el propio texto se recogen las técnicas de pseudoanonimización más utilizadas y entre las que podemos encontrar la función *hash* que como ya sabemos, asigna a los datos introducidos una serie alfanumérica de una longitud fija⁷⁸⁰. En resumen, se repite con la información sobre las operaciones el mismo escenario que para las claves públicas, y la posibilidad de acceder indirectamente a su contenido la convierte también en un dato de carácter personal.

De manera que, según se advierte y con independencia del ámbito subjetivo de aplicación del RGPD, lo cierto es que en el seno de las *blockchain* circulan datos inscribibles en la categoría de personales.

Esta conclusión abre la puerta a un numeroso cúmulo de interrogantes pues habría de establecerse quién será considerado como encargado o responsable del tratamiento de los datos; o sobre quién recaerá la responsabilidad por eventuales negligencias; o la jurisdicción aplicable si tenemos en cuenta que nodos y mineros pueden residir en cualquier país; también cómo se atenderá cualquier petición de rectificación o eliminación si ello es diametralmente opuesto a la esencia de *blockchain*⁷⁸¹. En fin, las dudas son muchas y, hoy por hoy, las respuestas son pocas.

Sea como fuere, las posibles soluciones se presentan bajo un marco tricéfalo. O bien se atemperan las obligaciones dimanantes del RGPD, mitigando la intensidad con la que deben atenderse los deberes impuestos; o bien se adopta una normativa *ad hoc* especialmente diseñada teniendo en cuenta las particularidades inherentes a los nuevos modelos; o, finalmente, se mantiene incólume el marco regulatorio y se somete a las redes *blockchain* al cumplimiento de la normativa.

⁷⁷⁹ Se trata de un Grupo de Trabajo de índole consultivo cuyo objetivo era el estudio de cuestiones relativas a la protección de datos y la intimidad. GRUPO DE TRABAJO SOBRE PROTECCIÓN DE DATOS DEL ARTÍCULO 29, *Dictamen 05/2014 sobre técnicas de anonimización* (0829/14/ES WP216), 10 de abril de 2014, disponible en https://ec.europa.eu/justice/article-29/documentation/opinion-recommendation/files/2014/wp216_es.pdf.

⁷⁸⁰ *Vid.* GRUPO DE TRABAJO SOBRE PROTECCIÓN DE DATOS DEL ARTÍCULO 29, *Dictamen 05/2014 sobre técnicas de anonimización* (0829/14/ES WP216), ... *ob. cit.*, p. 22; PÉREZ CAMBERO, R., “Cómo adecuarse a las exigencias del Reglamento General de Protección de Datos”, *Actualidad Administrativa*, núm. 11, 2017, pp. 10 y ss., ed. electrónica.

⁷⁸¹ Puede consultarse una interesante exposición de las cuestiones que suscita la relación *blockchain*-RGPD en PERETE RAMÍREZ, C., “*Blockchain*, privacidad y protección de datos de carácter personal”, ... *ob. cit.*, pp. 194 y ss.

Con independencia de la solución elegida lo que trasciende también es la sensación de urgencia de la misma pues el actual estado de *impasse* sitúa al usuario en tierra de nadie, no pudiendo ejercer ninguna clase de derechos y dejando sus datos a merced de un tratamiento carente de límites en una sociedad donde si no estás pagando por un producto, con toda probabilidad, el producto seas tú.

CAPÍTULO IV. CRIPTOMONEDAS

I. MARCO TEÓRICO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO. DEL TRUEQUE AL DINERO *FIAT*

Conviene a nuestros intereses abordar en apretada síntesis un breve recorrido por los diversos y principales medios de intercambio que han existido hasta nuestros días. Una perspectiva condensada, pero lo suficientemente amplia, contribuirá a valorar con mayor precisión las verdaderas repercusiones de las criptomonedas.

Mucho antes de la aparición de cualquier forma de representación del valor considerada como dinero, los intercambios se realizaban atendiendo a los atávicos trueques⁷⁸². Sin embargo, a medida que la actividad productiva adquirió complejidad y pasó de estar basada exclusivamente en la agricultura y la ganadería, los intercambios vía trueque comenzaron a ser poco viables⁷⁸³. De esta suerte se establecieron elementales sistemas referenciales, en virtud de los cuales un producto en concreto siempre equivaldría a una cantidad determinada de otro.

El paso del tiempo añadió nuevas notas de complejidad en el comercio y se hizo necesario que los medios de intercambio fuesen más pequeños, lo que permitiría su transporte y

⁷⁸² De esta forma, las necesidades de un sujeto se veían colmadas mediante el intercambio de un producto, que generalmente constituía un excedente en su haber, por aquel que ansiaba y que a su vez formaba parte del haber de otro sujeto, también dispuesto a intercambiarlo. Puede decirse que el trueque representó una inicial y rudimentaria actividad comercial, a la vez que contribuyó a la movilización de los excedentes generados por las primeras sociedades sedentarias. Si bien es cierto que hablar de trueques evoca cierta conciencia de pasado, también es cierto que este tipo de intercambios ha llegado hasta nuestros días especialmente alentado por el gran acogimiento de la economía colaborativa. El concepto de economía colaborativa surge en 2007 a raíz del artículo de Ray Algar, director de una consultora británica quien advirtió que la decantación de los consumidores hacia la colaboración con la finalidad de obtener descuentos o incentivos, era una consecuencia ineludible de las actuales sociedades conectadas. *Vid.* ALGAR, R., “Collaborative consumption”, *Leisure Report*, abril de 2007, pp. 16 y ss., disponible en <https://www.oxygen-consulting.co.uk/insights/collaborative-consumption/>. Sin embargo, fue tras la publicación del famoso libro *What’s Mine is Yours: The Rise of Collaborative Consumption*, cuando el término ganó la popularidad que hoy conocemos. *Vid.* BOTSMAN, R., y ROGERS, R., “What’s Mine is Yours: The Rise of Collaborative Consumption”, HarperCollins, Nueva York, 2010. En cualquier caso, ambas actividades, trueque y economía colaborativa, comparten ciertos aspectos comunes. En ambos se prevé la posibilidad de intercambiar bienes o servicios por otros semejantes sin necesidad de que intervenga el dinero. Sin ser iguales, pues la economía colaborativa presenta una amplia diversidad de manifestaciones, lo cierto es que en lo relativo al sistema de canjes podemos concluir que estamos ante aspectos revisitados y modernizados del ancestral trueque. Sobre esta base, no es extraño encontrar numerosas plataformas *web* en las que se ofrece un producto o servicio a cambio de otro. En nuestro país son especialmente activas las plataformas <https://www.trueques.com>, <http://www.ofrezcoacambio.com> o <https://www.haztruequing.com>. Además, existen *webs* especializadas como <https://www.trocobuy.com>, en la que es posible realizar trueques financieros entre empresas, o <https://sepermuta.es> para realizar intercambios inmobiliarios.

⁷⁸³ Y es que para poder llevarse a cabo satisfactoriamente, era necesario que los intereses de las partes coincidieran, lo que obligaba a buscar a esa persona concreta que poseyera no solo el bien que se deseaba, sino que además estuviera dispuesta a intercambiarlo por aquel que se le ofrecía. Tampoco resultaba fácil fijar el valor de los productos objeto de las transacciones y convenir, por ejemplo, a cuántas gallinas equivalía un carro de heno.

almacenaje. En este momento la sal adquirió una importancia histórica crucial como medio de pago⁷⁸⁴.

La sal daría paso a los metales, y muy pronto el oro y la plata adquirieron significativas cotas de relevancia. Resultaban un material muy duradero, con un valor homogéneamente aceptado y fácil de transportar. Su fundición permitió la creación de monedas cuyo valor dependía del material con el que estuvieran hechas. Pese a ello, era relativamente fácil y habitual crear monedas con una menor cantidad de metales de la que se reconocía, lo que daba lugar a constantes falsificaciones. Esta fue una de las principales razones por las que la actividad de acuñado de monedas recayó en los gobiernos, única entidad capaz de garantizar la autenticidad de las mismas⁷⁸⁵.

La posterior aparición de los billetes atiende a necesidades funcionales y de seguridad. Portar una cantidad elevada de monedas además de incómodo y pesado, resultaba inseguro. Razón por la que los primeros billetes hacían referencia a una determinada cantidad de monedas depositada para su custodia por orfebres.

En cualquier caso, el mayor o menor valor de una moneda por referencia a la cantidad de oro que contenía derivó en la instauración del patrón oro. Mediante este patrón se estableció una equivalencia por la cual una unidad monetaria se correspondería con una cantidad precisa y definida de oro⁷⁸⁶. Siendo así, cualquier moneda o billete podía ser cambiado por la cantidad a la que correspondiese en oro⁷⁸⁷.

⁷⁸⁴ A lo largo de todo el Imperio Romano se crearon rutas para distribuir este producto cuyas propiedades permitía la conservación de los alimentos y la condimentación. Incluso la remuneración periódica que obtenían los legionarios romanos en pago a sus servicios en el ejército consistía precisamente en una cantidad de sal denominada *salarium*, concepto que se ha extendido hasta nuestros días.

⁷⁸⁵ EAGLETON, C., y WILLIAMS, F., “Historia del dinero”, Paidós, Barcelona, 2009.

⁷⁸⁶ Debemos puntualizar que pese a las referencias genéricas que hagamos sobre el patrón oro, no existe un único patrón, sino tres. En el primero de ellos, el patrón oro clásico, el propio metal funciona como medio de pago. Bajo esta premisa, todas las monedas poseen un tipo de cambio fijo no dependiente de ninguna autoridad. El segundo sería el patrón lingote, donde el papel moneda sustituye al metal y se encuentra respaldado por las reservas de la autoridad competente, de modo que cada billete o moneda en circulación representa un porcentaje del oro almacenado. Finalmente se sitúa el oro como patrón de cambio y al que nos referiremos en mayor detalle en las siguientes páginas. En este sentido, *vid.* LÓPEZ ZAFRA, J. M., *Retorno al patrón oro*, Deusto, Barcelona, 2014, pp. 37 y ss.

⁷⁸⁷ Este sistema fue adoptado formalmente por Inglaterra a principios del siglo XIX, desde donde se expandió a otras economías dando lugar a importantes tensiones entre la emisión de dinero y las reservas de oro que supusieron no pocas crisis financieras. Destaca la sufrida por la Inglaterra aquejada por las guerras napoleónicas que en varias ocasiones tuvo que suspender los pagos de efectivo por la imposibilidad de hacer frente a todas las peticiones simultáneas de los individuos que pretendían deshacerse de su papel moneda, recibiendo el oro correspondiente. EAGLETON, C., y WILLIAMS, F., “Historia del dinero”, ... *ob. cit.*, p. 221.

La primera guerra mundial supuso un importante golpe para todo el sistema financiero europeo⁷⁸⁸. El final de la contienda no trajo mejores escenarios⁷⁸⁹ y la posibilidad de imprimir dinero basado únicamente en la confianza trajo consigo consecuencias económicas especialmente perversas en la Alemania de entreguerras que comenzó a emitir dinero sin ningún valor ni confianza de respaldo, lo que culminó en una hiperinflación tan inclemente que durante la República de Weimar el coste de la vida llegó a multiplicarse por dos millones.

El patrón oro se abandona definitivamente en plena Gran Depresión, tras el crack financiero de 1929. Comenzaron entonces a clamar con fuerza peticiones de disociación entre el oro y el dinero papel moneda, y a sentarse las bases del sistema monetario actual⁷⁹⁰.

Así las cosas, en el verano de 1944, las cuarenta y cuatro naciones aliadas que se reunieron en Bretton Woods, Nueva York, aprobaron la paridad de las monedas de los países firmantes contra el dólar, el cual determinaría su cambio contra el oro a treinta y cinco dólares por onza. El dólar se convirtió en la divisa de reserva por encima del oro. Es lo que se ha venido conociendo como el patrón dólar⁷⁹¹.

Con todo, la década de los setenta del siglo XX fue especialmente convulsa para los Estados Unidos y su moneda. La guerra de Vietnam y la crisis del petróleo supusieron un importante golpe, no solo a su economía, sino también al sistema instaurado en Bretton Woods. Al propio tiempo, las acciones político-económicas de ciertas naciones desvelaron importantes fallos del sistema establecido. En concreto, algunos países comenzaron a cambiar sus reservas de dólares por oro, mientras que otros aumentaron su adquisición de dólares. De esta forma las cantidades de dólares en circulación superaron las reservas de oro de los Estados Unidos. Recayó en el trigésimo séptimo presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, la responsabilidad de encontrar una solución al

⁷⁸⁸ En medio de este clima convulso los países más afectados y beligerantes entre sí debían atender los pagos de suministros mediante sus reservas de oro, pues en numerosas ocasiones su moneda legal no era aceptada por el proveedor. A nivel interno, optaron también por aumentar la producción de papel moneda que sustentara el músculo bélico. En este nuevo escenario de guerra, el dinero pasó a basarse en una promesa de pago del emisor.

⁷⁸⁹ Muy al contrario, los costes económicos que se fijaron en el Tratado de Versalles supusieron para Alemania el pago de enormes sumas de dinero imposibles de sufragar. En concreto la suma ascendía a 132.000 millones de marcos en oro, de los cuales 1.000 millones debían ser pagados inmediatamente so pena de invasión de la zona del Ruhr, motor industrial de la Alemania derrotada. La magnitud de las indemnizaciones solicitadas provocó inevitablemente su pago a plazos, lo que a su vez hizo aumentar el monto total hasta los 300.000 millones de marcos de oro, por obra de los intereses aplicados. Tal fue el volumen solicitado y la inflación posterior que la deuda quedó finalmente saldada el 3 de octubre de 2010, casi cien años después del inicio de la contienda. En este sentido, SÁNCHEZ, R., *Una factura saldada casi un siglo después*, disponible en <https://www.elmundo.es/especiales/primera-guerra-mundial/mirada-hoy/factura-pagada-2010.html>.

⁷⁹⁰ Fue el economista John Maynard Keynes quien empezó a trazar la senda moderna de la gestión monetaria basándose en un aumento del control político de los procesos económicos.

⁷⁹¹ Tras la Segunda Guerra Mundial la situación económica de los países del viejo continente era tan precaria que no hubo inconveniente alguno en otorgar la primacía monetaria al dólar, a todas luces la moneda del vencedor.

problema, y el domingo 15 de agosto de 1971, Estados Unidos daba por liquidados unilateralmente los acuerdos de Bretton Woods. El dólar ya no sería convertible en oro.

Nace así el dinero *fiat* cuyo valor se atribuye por convenio. Es el estado quien determina el valor del dinero que emite toda vez que el papel moneda en sí no vale nada sin respaldo gubernamental. De ahí la terminología escogida para su definición, *fiat*, cuyo significado en latín es *que así sea o hágase*.

En consecuencia, el valor del dinero y su capacidad de actuar como medio de intercambio se apoyan en la normativa y en el consenso general. Es este el sistema que venimos utilizando desde hace aproximadamente cincuenta años.

II. CRIPTOMONEDAS, CRIPTODIVISAS, MONEDAS VIRTUALES O DIGITALES

El cambio de siglo ha traído consigo la digitalización de numerosos sectores. En este nuevo contexto el Internet de la información ha cedido su puesto al Internet del valor. En el marco de esta nueva realidad socio-económica, ya no basta con utilizar la red para transmitir información, sino que sobre su base se ha comenzado a transmitir valor. Un valor que solo existe gracias a los mecanismos que la propia red facilita y que es transmisible sin la necesidad de contar con un tercero de confianza que ratifique las transacciones. Son los propios usuarios quienes libremente realizan dichos intercambios mediante redes *peer-to-peer*⁷⁹².

Como paradigma emblemático del desarrollo de estas nuevas utilidades se sitúan las criptomonedas, también llamadas criptodivisas, monedas virtuales o digitales⁷⁹³. Y dentro de ellas el estandarte de la preeminencia lo porta *bitcoin*, primera criptomoneda emitida o minada⁷⁹⁴.

En el anteriormente citado *Libro Blanco de bitcoin*, se planteaba la necesidad de articular un sistema de pagos electrónicos sin interferencia de las instituciones financieras que hasta ahora, y actuando como terceros de confianza, eran la única vía para procesar los pagos electrónicos en el comercio en Internet. En este sentido, se propuso la creación de una moneda electrónica en el seno de un sistema de pagos basado en pruebas criptográficas en lugar de en la confianza, de tal forma que podría negociarse directamente entre las partes sin necesidad de intervención de un tercero.

⁷⁹² Ya ha quedado dicho que una red *peer-to-peer* rompe con el uso mayoritario por el cual se establece un sistema jerárquico entre servidor y cliente. Bajo este último, el flujo de información sigue una senda descendente, por lo que una eventual caída del servidor implica el corte del suministro. En una red *peer-to-peer* por el contrario, la información se almacena por igual en todos los nodos que actúan, a su vez, como clientes y servidores de los demás nodos de la red. De esta forma se facilita el flujo e intercambio de información que estará siempre disponible aun cuando un nodo haya caído.

⁷⁹³ A lo largo de este trabajo se utilizarán indistintamente los términos criptomonedas, criptodivisas, monedas virtuales y monedas digitales.

⁷⁹⁴ Con carácter general enfocaremos esta primera parte del estudio de las criptomonedas en el *bitcoin*, si bien haciendo extensible, cuando sea posible, todo cuando aquí exponemos al resto de criptomonedas.

En suma, las criptomonedas en general y *bitcoin* en particular, se presentan como una unidad de valor digital, desmaterializado, susceptible de intercambios electrónicos, cuya emisión no depende de una entidad gubernamental o supranacional, sino que se produce empleando procesos criptográficos.

En 2012 el Banco Central Europeo (BCE) definió las monedas virtuales como «*un tipo de dinero digital no regulado, que es emitido y normalmente controlado por sus desarrolladores, utilizado y aceptado entre los miembros de una comunidad virtual específica*»⁷⁹⁵. Más tarde volvería a pronunciarse al respecto añadiendo que «*son una representación digital de valor, no emitida por un banco central, una entidad de crédito o una entidad de dinero electrónico, que en algunas circunstancias puede utilizarse como alternativa al dinero*»⁷⁹⁶.

Por su parte, en palabras de la ABE son «*una representación digital del valor que no es emitida por un banco central o una autoridad pública ni está necesariamente vinculada a una moneda fiduciaria, sino que es utilizada por personas físicas o jurídicas como medio de intercambio y puede transferirse, almacenarse o negociarse electrónicamente*»⁷⁹⁷.

En una advertencia triplemente suscrita por la AEVM⁷⁹⁸, la ABE y la AESPJ se avisa a los consumidores de estas monedas que «*no están emitidas ni garantizadas por un banco central o una autoridad pública y que no tienen el estatus legal de moneda o dinero. Son muy arriesgadas, generalmente no están respaldados por ningún activo tangible y no están reguladas por la legislación de la UE y, por lo tanto, no ofrecen ninguna protección legal a los consumidores*»⁷⁹⁹.

La Directiva 5AMLD, las define como una «*representación digital de valor no emitida ni garantizada por un banco central ni por una autoridad pública, no necesariamente asociada a una moneda establecida legalmente, que no posee el estatuto jurídico de moneda o dinero, pero aceptada por personas físicas o jurídicas como medio de cambio y que puede transferirse, almacenarse y negociarse por medios electrónico*»⁸⁰⁰.

⁷⁹⁵ BCE, *Virtual currency schemes*, octubre 2012, p. 13, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

⁷⁹⁶ BCE, *Virtual currency schemes – a further analysis*, febrero 2015, p. 4, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>.

⁷⁹⁷ AEB, *EBA Opinion on 'virtual currencies'* (EBA/Op/2014/08), 4 de julio de 2014, p. 11, disponible en <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

⁷⁹⁸ También conocida por las siglas ESMA que se corresponden con su denominación en lengua inglesa *European Security and Markets Authority*.

⁷⁹⁹ AEVM, ABE, AESPJ, *ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies*, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/Other%20Documents/Virtual%20Currencies%20Warning.pdf>, p. 1.

⁸⁰⁰ Artículo 3.18 de 5AMLD.

Debe añadirse que una cualidad importante de las criptomonedas es la confianza que puedan llegar a generar en sus usuarios. En un sistema donde se carece de una entidad estatal de respaldo, el precio y la liquidez de las monedas digitales dependerá, entre otras cuestiones⁸⁰¹, del nivel de confianza, más o menos sólido, a que puedan dar lugar. Una mayor confianza atraerá mayores adquirentes que contribuirán a mejorar la prima de liquidez⁸⁰² y que, a su vez, favorecerán el aumento del precio de la moneda⁸⁰³. Y es que un aumento de actores en el mercado de las *bitcoin* favorecerá su negociación y contribuirá a rápidos procesos de venta a precios competitivos y, en apariencia, libre de riesgos de pérdida.

Decimos en apariencia pues ha sido precisamente la imprevisible oscilación de los precios lo que ha situado a *bitcoin* en las cabeceras de noticias en innumerables ocasiones. En su primer año de vida y hasta mediados de 2010, un *bitcoin* equivalía a cero divisas. Situación que no se mantuvo durante mucho tiempo pues el primer precio registrado se obtuvo en julio de 2010, siendo de 0,06 dólares norteamericanos (USD)⁸⁰⁴.

En 2013 tuvo lugar la primera fluctuación significativa al alza del precio. En abril de ese año un *bitcoin* equivalía a 100 USD, mientras que en noviembre su precio se había multiplicado por diez. Como en casi todas las cuestiones relacionadas con *bitcoin*, existe muy poco de casualidad y mucho de causalidad. Por esas fechas, los efectos de la crisis financiera hacían mella en la economía de Chipre que atravesaba un momento especialmente complicado y que culminaría con una petición de rescate a la UE. La

⁸⁰¹ Para MENGER, C., “El origen del dinero”, *The Economic Journal*, 1892; la liquidez de un producto depende de una serie de factores que harán posible su compra-venta a precios compatibles con la situación económica imperante. Destacan especialmente (1) el número de personas que requieran el producto en cuestión; (2) el poder adquisitivo de estas; (3) la cantidad disponible de la mercancía que se desea comercializar; (4) el desarrollo del mercado; (5) la naturaleza y la cantidad de restricciones que, social y/o políticamente, se hayan impuesto sobre el producto en cuestión.

⁸⁰² Todos los activos cuentan con una prima de liquidez que depende de su facilidad para ser comprados y vendidos. De esta suerte, un activo deseado cuenta con una mayor prima de liquidez y, en consecuencia, su precio es más alto pues puede ser colocado en el mercado sin mayores dificultades.

⁸⁰³ A esta positiva relación causa-efecto, también se la conoce como “círculos virtuosos”. Desde un punto de vista económico y a grandes rasgos, un círculo virtuoso se produce cuando una serie de circunstancias positivas, alientan e influyen en el desarrollo de otras igualmente ventajosas. Más concretamente, el ahorro facilita que se destinen partidas a la inversión, que contribuye al crecimiento económico. Este último da lugar a que las rentas se eleven y, finalmente, que sea posible el ahorro. En este sentido, *vid.* entre otros, FONTELA, E., y GUZMÁN, J., “Círculos viciosos y virtuosos del desarrollo económico”, *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 21-2, 2013, pp. 226 y ss. Sirva de ejemplo el caso de *WordPress* a quien se hace responsable de la subida del precio de *bitcoin* de noviembre de 2012, tras anunciar que aceptaría esta criptomoneda como medio de pago. De esta forma, se abrió una nueva vía de uso que aportó liquidez y que propició el aumento sostenido del precio. *Vid.* MAJAMALU, *La liquidez y el precio del bitcoin*, 3 de diciembre de 2012, disponible en <https://elbitcoin.org/la-liquidez-y-el-precio-del-bitcoin/>.

⁸⁰⁴ En esta fecha tuvo lugar precisamente la celeberrima compra de dos pizzas que realizó un desarrollador estadounidense por un valor de 10.000 *bitcoins*. Consultado a fecha de escritura de este capítulo el precio de venta de la moneda, las pizzas habrían costado el equivalente actual de 103.902.600 USD. *Vid.* entre otros, *Precio del bitcoin a tiempo real*, disponible en <https://btcdirect.eu/es-es/precio-bitcoin/>; *Dos pizzas que han podido 'costarle 20 millones' de dólares a un informático*, 23 de mayo de 2017, disponible en <https://www.eleconomista.es/divisas/noticias/8375365/05/17/Dos-pizzas-por-20-millones-de-dolares-pagar-con-bitcoins-puede-salir-muy-caro.html>; *Bitcoin: la pizza de los 25 millones de dólares*, 17 de junio de 2017, disponible en <https://www.expansion.com/ahorro/2017/06/17/5943b3a3ca4741f35e8b4624.html>.

situación alcanzó uno de sus momentos más difíciles cuando se decretó un corralito ante el alarmante descenso de los depósitos bancarios. La inseguridad del sistema bancario chipriota alentó la búsqueda de alternativas monetarias. Por lo que, para cuando se levantó la prohibición, el precio de un *bitcoin* había aumentado un 87%⁸⁰⁵.

En el historial económico de esta criptomoneda conviven por igual grandes subidas y fuertes bajadas, como la ocurrida en 2014 cuando la compañía *Mt. Gox*, principal punto de intercambio o *exchanger* de *bitcoins* a nivel mundial, se vio afectada por un *hackeo* de su sistema que supuso el robo de 750.000 *bitcoins* de sus clientes y 100.000 unidades más de la propia compañía⁸⁰⁶.

Con todo, el récord histórico de precio al alza se obtuvo en 2017 cuando por un *bitcoin* se llegó a pagar 19.086,64 USD. Se cree que esta subida se debió al lanzamiento de los futuros de *bitcoin*, al establecimiento progresivo de un marco regulatorio, a la incertidumbre tras la elección de Donald Trump como presidente de los Estados Unidos y al dilema planteado por el *Brexit*⁸⁰⁷. Sea como fuere, lo cierto es que detrás de todas estas fluctuaciones se sitúan los usuarios de criptomonedas. Independientemente de las circunstancias políticas, la realidad es bien sencilla y un *bitcoin* vale lo que una persona esté dispuesta a pagar por él. Por tanto, consideramos imprescindible detenernos en este punto y abordar el estudio del perfil predominante en la compra-venta de monedas virtuales.

1. El perfil del inversor en *bitcoin*

Para poder operar en este nuevo ecosistema digital y completar satisfactoriamente procesos de compra y venta es necesario disponer de una dirección *bitcoin*. De forma similar a los números de cuenta corriente bancarios, esta dirección se compone de un conjunto alfanumérico que tiene asociado a su vez una contraseña o clave privada⁸⁰⁸. Siguiendo con el símil bancario, en esta dirección es donde se recibirán los pagos y de donde se detraerán los gastos. En suma, una dirección *bitcoin* tendrá asociadas la cantidad

⁸⁰⁵ Con carácter general, casi siempre es posible rastrear las circunstancias socio-económicas que subyacen a cualquier oscilación significativa del precio del *bitcoin*. Vid. FARRELL, M., *Bitcoin prices surge post-Cyprus bailout*, 28 de marzo de 2013, disponible en <https://money.cnn.com/2013/03/28/investing/bitcoin-cyprus/index.html>.

⁸⁰⁶ Paralelamente, el Departamento de Seguridad Nacional de los Estados Unidos decretó que *Mt. Gox* se encontraban operando sin las licencias necesarias y confiscó más de cinco millones de dólares de las cuentas de la compañía. A todo ello se sumó la evidencia que, aprovechando su situación predominante en el mercado, habían manipulado los algoritmos de intercambio automatizado para que aumentaran el precio de la moneda. Las consecuencias de este cúmulo de circunstancias no se hicieron esperar y el precio bajó exponencialmente.

⁸⁰⁷ Vid. Anexo V en el que se recogen las diversas fluctuaciones en el precio en USD de *bitcoin* desde su creación hasta la fecha.

⁸⁰⁸ Esta equiparación entre la cuenta corriente bancaria y la dirección *bitcoin* ha sido acogida también por el TJUE en su sentencia de 22 de octubre de 2015 (Asunto C-264/14) «*el sistema de la divisa virtual «bitcoin» permite que los usuarios que dispongan de direcciones bitcoin posean y transfieran anónimamente dentro de la red bitcoin en cantidades variables. Las direcciones bitcoin podrían compararse a números de cuenta bancaria*».

de monedas que decida su usuario, con la particularidad de que una misma persona podrá crear tantas direcciones como estime. En consecuencia, se generarán tantas claves como direcciones se creen. De ahí que resulte una empresa complicada establecer con rigor y seguridad el número total de usuarios y el perfil de estos.

Actualmente existen dos formas de llevar a cabo el almacenaje de nuestras claves. La primera es descargando íntegramente la cadena de bloques o *blockchain* en nuestro ordenador, lo que permitirá además actuar como nodos. La segunda consiste en utilizar servidores de terceros, generalmente plataformas dedicadas a ello. Mediante esta vía, las claves se guardan en el servidor de un tercer actor que sí funciona como nodo.

Puede intuirse que la importancia de las claves es mayúscula. Son la única puerta de acceso a los *bitcoins* que retiene, de tal suerte que perder una clave es equivalente a perder la cartera con el dinero en su interior.

Sin embargo, tanto la dirección *bitcoin* como la clave, no son más que una sucesión de letras y números que, *prima facie*, y como ya se avanzó no revelan la identidad de sus dueños. Esta especial característica es la que imposibilita sobremanera manejar estadísticas y datos fiables que permitan determinar, sin ningún género de dudas, cuáles son los perfiles predominantes entre los inversores en *bitcoins*. Con todo, debemos puntualizar como ya hicimos en su momento que, *bitcoin* no es anónimo. Los importantes avances del *big data*, unido al rastreo de la información que inconscientemente se va volcando en la red, puede determinar la identificación de quién está detrás de unas monedas virtuales. Piénsese por ejemplo, en la huella que en forma de IP dejan los ordenadores en cualquier actuación en Internet.

En todo caso, y reconduciendo la cuestión, recientemente la FCA ha publicado un informe sobre *criptoactivos* en el que se desvela que el perfil de quienes conocen y compran criptomonedas está representado por hombres, de 20 a 44 años de edad y con alto nivel educativo⁸⁰⁹. Por su parte, y desde Estados Unidos, la plataforma *Survey Monkey* en colaboración con el *Global Blockchain Business Council*, realizó una encuesta similar entre cinco mil de sus usuarios en la que concluía que los inversores tienen un perfil muy definido. En este sentido, el 71% son hombres, de los cuales un 58% son *millenials*, por lo que su rango de edad oscila entre 18 y 34 años. Otra llamativa conclusión del estudio reveló que confían en *bitcoin* un 7% más que en su propio gobierno, y si se les ofrecen mil dólares es tres veces más probable que lo inviertan en la criptomoneda a que lo depositen en sus cuentas de ahorro⁸¹⁰.

⁸⁰⁹ Puede consultarse en, FCA, *Cryptoassets: Ownership and attitudes in the UK. Consumer survey research report*, marzo de 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/cryptoassets-ownership-attitudes-uk-consumer-survey-research-report.pdf>.

⁸¹⁰ Vid. GITLIN, G., *17% of Bitcoin owners trust the federal government. Can you trust Bitcoin?*, disponible en <https://www.surveymonkey.com/curiosity/17-of-bitcoin-owners-trust-the-federal-government-can-you-trust-bitcoin/>.

A la luz de las observaciones anteriores, el perfil medio del inversor minorista en *bitcoin* parece dibujarse en torno a la figura de un hombre, nacido a partir de la década de los ochenta, familiarizado con el uso de las tecnologías en general y dispuesto a arriesgar ciertas cantidades de dinero influido por lo que se ha dado en llamar *fear of missing out* o miedo a perderse algo (FoMO).

El diccionario Oxford lo define como la «*ansiedad de que un evento emocionante o interesante pueda estar ocurriendo en otro lugar, a menudo despertada por los posts vistos en los medios sociales*»⁸¹¹. En un ámbito como el *bitcoin* donde existe una gran volatilidad del precio, la influencia del FoMO puede resultar en decisiones de inversión impulsivas y de fatales consecuencias, como ya ocurrió en 2017, año en que el precio de la moneda virtual comenzó a aumentar copando las noticias con informaciones acerca de afortunados inversores que habían obtenido importantes ganancias de su inversión⁸¹².

Esta especial coyuntura social no ha pasado desapercibida en nuestro país donde el presidente de la CNMV se ha manifestado al respecto recomendando a los inversores minoristas no comprar *bitcoins*. Entre las razones expresadas sobresale la inversión errática y desordenada que se está realizando, primando los eventuales beneficios sobre los numerosos riesgos que comporta⁸¹³.

2. Ventajas y riesgos de las criptomonedas

A la extraordinaria popularidad cosechada por las criptodivisas a nivel global han contribuido sus, tantas veces resaltadas ventajas. Con demasiada frecuencia se predicen unas ventajas que, sin dejar de ser tales, parecen querer ocultar los elevados riesgos que comporta la operación. Analizaremos a continuación las dos caras de la moneda cuyo alcance entenderemos mucho mejor.

⁸¹¹ «*Anxiety that an exciting or interesting event may currently be happening elsewhere, often aroused by posts seen on social media*», *vid.* <https://www.lexico.com/en/definicion/fomo>.

⁸¹² Se estima que el FoMO, que ya ha llegado a ser considerado un síndrome, afecta un 40% de los adolescentes. No se encuentra circunscrito únicamente al ámbito de la criptoconomía, sino que se extiende a todas las esferas en las que participan o intervienen las redes sociales. *Vid.* SCHAARSCHMIDT, T., “FOMO o el miedo a perderse algo”, *Mente y Cerebro*, núm. 93, 2018, pp. 79 y ss.; RAGUSA, A. T., “Technologically-mediated communication: student expectations and experiences in a FOMO society”, *International Journal of Educational Technology in Higher Education*, 14:39, 2017, pp. 4 y ss. Ed. electrónica. Si bien puede parecer una patología muy reciente, las primeras investigaciones sobre este fenómeno se realizaron hace 7 años, en 2013, cuando el uso de los dispositivos digitales comenzó a resultar imprescindible, sobre todo entre los jóvenes, dando lugar a sociedades hiperconectadas. Sobre los primeros estudios *vid.* PRZYBYLSKI, A. K.; MURAYAMA, K.; DeHAAN, C. R.; GLADWELL, V., “Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out”, *Computers in Human Behavior*, vol. 29, núm. 4, 2013, pp. 1841 y ss.

⁸¹³ Entre otros, *vid.* DONCEL, L., *La CNMV recomienda a los inversores minoristas no comprar bitcoins*, 24 de enero de 2018, disponible en https://elpais.com/economia/2018/01/24/actualidad/1516812109_393178.html; EUROPA PRESS, *La CNMV recomienda a los minoristas no comprar bitcoins*, 24 de enero de 2018, disponible en <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/8889839/01/18/Economia-Finanzas-La-CNMV-recomienda-a-los-minoristas-no-comprar-bitcoins.html>.

La exposición de las ventajas de las criptodivisas debe comenzar con la referencia a su valor, que como vimos no depende de las estimaciones de un gobierno o banco central. Siendo así, el precio de un *bitcoin* o de cualquier otra criptomoneda, lo determina el propio mercado. De esta forma, las nuevas monedas digitales serán inmunes a políticas inflacionarias o deflacionarias. El valor del *bitcoin* es una clara muestra de la ansiada descentralización que dio lugar a esta criptomoneda. Como es de esperar, esta ventaja puede ser analizada también desde la perspectiva de los riesgos, y así se realizará en apartado oportuno.

La segunda de las ventajas está íntimamente ligada al valor de *bitcoin* y solo puede predicarse de esta criptomoneda. En este sentido, el minado de *bitcoins* se encuentra limitado desde su origen y solo está prevista la emisión de 21 millones de unidades, por lo que es previsible que su escasez contribuya a un incremento progresivo de su precio según se acerque la cifra máxima⁸¹⁴.

En tercer lugar, el empleo de técnicas criptográficas redundante en una mayor seguridad. El uso de la red *blockchain* como base de registro de todas las transacciones dificulta, cuando no imposibilita por completo, una eventual falsificación. Cualquier transacción que se efectúe quedará registrada en esta red, no olvidemos, pública, única, global y distribuida. Resumidamente, todas las operaciones que se realicen se agruparán en bloques que requerirán la validación de los nodos para poder ser incorporado a la cadena. En este proceso de consenso distribuido, cada nodo tiene una copia del registro que se irá actualizando con cada bloque que se asocie. Debemos tener en cuenta además que cada bloque contiene información de su predecesor. Así las cosas, el uso fraudulento de criptomonedas, en concreto el doble gasto de las mismas, se verá coartado por la dificultad de no poder obtener una validación de la operación por parte de los nodos al no coincidir la información del nuevo bloque manipulado con el antecesor ya validado e incorruptible.

En cuarto lugar, la red *blockchain* posibilita altas cotas de transparencia. Todas las operaciones son visibles por quien lo desee y son fácilmente rastreables o trazables hasta la operación originaria.

La quinta ventaja está relacionada con el carácter internacional de las criptomonedas y las facilidades para ser transferidas. Operación ésta que puede completarse de forma instantánea, si se realiza *peer-to-peer*, o muy velozmente, si interviene una plataforma de *trading* o *wallet*. Si lo comparamos con los plazos de ejecución de la misma operación a nivel bancario, resulta que desde la entrada en vigor de la zona única de pagos en euros, en las transferencias nacionales o internacionales en euros que se realicen entre países comunitarios, el plazo máximo de ejecución será de un día hábil. Siendo indiscutible que dicho plazo de un día no es desorbitado, no podemos ignorar la velocidad frenética con

⁸¹⁴ La cifra de 21 millones se encuentra establecida de forma arbitraria, atendiendo solamente a criterios de valor. Cuanto más escaso es un bien, más alto será su valor.

la que los precios de una criptomoneda pueden variar. De respetarse esos plazos en las operativas *bitcoin*, o de cualquier otra criptomoneda, existe la posibilidad que para cuando la transferencia quede completamente ejecutada, el valor de la criptomoneda se haya depreciado, lo que habrá impedido a su poseedor cualquier clase de negociación por no poder disponer de la misma hasta veinticuatro horas más tarde de su adquisición. Sin olvidar que dicho plazo se establece únicamente para un tipo de transacción determinada, la que se lleva a cabo entre países comunitarios, lo que deja fuera aquellas otras que se realicen fuera de la zona euro o con otra divisa.

Frente a estas ventajas se alinean una serie de riesgos que también deben ser tenidos en cuenta por los inversores, y en especial los minoristas, a la hora de tomar decisiones operativas.

En primer término, se sitúa la desregulación específica de las criptomonedas. Sin perjuicio de que ya se preparan iniciativas legislativas adecuadas, la realidad es que a día de hoy no existe un marco positivo que las recoja. Es más, las eventuales garantías o salvaguardias que puedan asistir a los inversores traen causa en su asimilación como producto financiero y no en su reconocimiento como instrumento monetario.

Como ya adelantamos, la determinación del valor de estas monedas virtuales que realiza el mercado puede tornarse en desventaja si tenemos en cuenta que sin ningún límite legal se pueden favorecer picos de especulación seguidos de fuertes caídas. Esta volatilidad es la responsable de que el riesgo de pérdidas sea muy elevado.

En tercer lugar, debe advertirse sobre la seguridad de los *wallets* o monederos y las plataformas de *exchange*. Y es que cualquier fallo en los protocolos de seguridad puede significar el robo de criptomonedas y con él la pérdida de grandes cantidades de dinero allí depositadas. Al caso *Mt. Gox* previamente señalado, pueden sumarse otros como el de *Bitfinex*, aquejada de dos robos cuya cifra total asciende a 120.000 *bitcoins*; o el robo de *The DAO*, donde se transfirieron 3,6 millones de unidades de otra criptomoneda denominada *ethers*.

Otro riesgo que presentan las criptodivisas es la posibilidad de ser usadas para financiar actividades ilegales. A menudo se ha dicho que a través de *bitcoin* y otras criptomonedas se han visto facilitadas las actividades de lavado de dinero y financiación del terrorismo. El relativo anonimato de las operaciones, cuyo rastro público es una dirección alfanumérica, convierte a estas vías digitales en el recurso ideal para blanquear capitales provenientes de actividades ilícitas. Frente a ello, la respuesta del legislador ha sido la articulación de entornos normativos que entorpezcan el desarrollo de la delincuencia financiera, destacando la 5AMLD. Sin embargo, las medidas previstas en esta directiva se enfocan en la actividad de los intermediarios financieros, responsables de cumplir con los mandatos de identificación de sus clientes. A tales efectos, se han incluido como sujetos obligados a cumplir con los mandatos de la 5AMLD a los proveedores de servicios de cambio de monedas virtuales por monedas fiduciarias, y a los proveedores de servicios

de custodia de monederos electrónicos⁸¹⁵. Sin desvirtuar la importancia de esta directiva, no puede decirse que con ella quede zanjada la cuestión pues es posible realizar operaciones al margen de la actuación de cualquier proveedor, es decir, de persona a persona, de tal suerte que las medidas quedan parcialmente vaciadas de su objetivo.

Ahora bien, de un estudio sobre monedas virtuales y financiación del terrorismo publicado por el Parlamento Europeo y realizado por el Departamento de Política para los Derechos de los Ciudadanos y Asuntos Constitucionales, se desprenden interesantes conclusiones. En primer lugar, se aclara que abordar la cuestión desde una concepción general del fenómeno terrorista puede ser erróneo toda vez que dentro de estos movimientos de corte fanático suelen convivir diferentes ideologías y manifestaciones⁸¹⁶. El estudio reveló que, bien mirado el asunto, las necesidades de financiación de los actores solitarios y las pequeñas células eran realmente pequeñas, con lo que no se utilizaban criptomonedas. Tampoco resultan idóneas para financiar las operaciones de los grupos terroristas ya que la volatilidad y los problemas para ser aceptada como pago, las volvía un método poco fiable. Asimismo, de momento no ha quedado lo suficientemente claro si la ley *sharia* permite su uso.

En definitiva, sin negar que efectivamente las criptomonedas han servido ocasionalmente para la financiación de actores extremistas, la realidad revela que se trata de casos esporádicos y en un volumen relativamente bajo⁸¹⁷.

Postura que coincide, a su vez, con otro estudio elaborado en la facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York en 2017, donde igualmente se concluía que las dificultades para poder culminar el cambio de criptomonedas en divisas con las que comprar armas, materiales y alimentos, las hacían inadecuadas para sus fines. Más aún si se tiene en cuenta que con frecuencia grupos terroristas como Boko Haram o ISIS operan desde entornos inhóspitos en los que las redes de telecomunicaciones y los servicios de Internet no son fiables⁸¹⁸.

⁸¹⁵ Artículo 2, apartado 1, punto 3 de 5AMLD, donde se añaden los mencionados proveedores entre las entidades obligadas.

⁸¹⁶ En efecto, es posible diferenciar entre actores solitarios, células y pequeñas redes, organizaciones de mando y control sin una sola base y grupos de control de un territorio.

⁸¹⁷ PARLAMENTO EUROPEO, *Virtual currencies and terrorist financing: assessing the risks and evaluating responses* (PE 604.970), mayo de 2018, disponible en [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/604970/IPOL_STU\(2018\)604970_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/604970/IPOL_STU(2018)604970_EN.pdf), pp. 27 y ss.

⁸¹⁸ Puede consultarse el informe en GOLDMAN, Z. K., MARUYAMA, E., ROSENBERG, E., SARAVALLE, E. y SOLOMON-STRAUSS, J., *Terrorist use of virtual currencies*, mayo de 2017, disponible en <https://www.lawandsecurity.org/wp-content/uploads/2017/05/CLSCNASReport-TerroristFinancing-Final.pdf>, pp. 26 y ss.

3. Criptomonedas de segunda generación

Cualquier estudio sobre criptomonedas estaría incompleto si no se contemplan las criptomonedas de segunda generación. En el curso de los acontecimientos que conforman el historial de la *criptoeconomía*, la llegada y desarrollo de esta segunda generación de monedas virtuales puede calificarse como la renovación de unos conceptos, en sí mismos, revolucionarios.

La red *blockchain* es un ente vivo, aprende, evoluciona y se supera. Muestra de ello es el desarrollo de nuevas utilidades no relacionadas, al menos directamente, con la función monetaria hasta ahora asignada y que comenzaron a popularizarse en el año 2014 con la llegada de un nuevo actor, *ethereum*.

Hasta la aparición de *ethereum*, la principal utilización de la red *blockchain* era servir de soporte al *bitcoin*. Una relación simbiótica en la que no cabían más intervinientes. Y no porque la capacidad de la red no lo soportara, sino porque sencillamente no se había contemplado. *Blockchain* era *bitcoin* y viceversa.

En 2013 sin embargo, Vitalik Buterin publicó un trabajo en el que se ampliaba enormemente el potencial de la *blockchain*. En esencia, lo que proponía era el desarrollo de aplicaciones totalmente descentralizadas, capaces de ejecutarse automáticamente sin ninguna intervención. Pero una modificación de tal magnitud requería, como era de esperar tratándose de un *software* abierto, la conformidad de los programadores principales pues su lenguaje de programación se encuentra deliberadamente limitado. La negativa obtenida sirvió de acicate a la creación de una nueva *blockchain* donde es posible gestionar su propia moneda, el *ether*⁸¹⁹, ejecutar transacciones y además crear aplicaciones descentralizadas⁸²⁰.

La singularidad de *ethereum* radica, de una parte, en el alumbramiento de una nueva criptomoneda, el *ether*, cuya característica principal es que su número no se encuentra limitado⁸²¹. De otra parte, en la posibilidad de crear y ejecutar programas, comúnmente conocidos como *smart contracts* o contratos inteligentes.

Resulta difícil establecer una definición unívoca de los *smart contract* pues existen tantas como trabajos dedicados a su estudio. A pesar de tratarse de un concepto novedoso, lo

⁸¹⁹ Con mucha frecuencia suelen confundirse ambos conceptos. *Ethereum* hace referencia a la red *blockchain* que se creó como respuesta a las limitaciones que presentaba la red *bitcoin* y que imposibilitaban la articulación de aplicaciones autoejecutables. *Ether*, en cambio, es el término empleado para denominar la primera criptomoneda alumbrada dentro de la red de *ethereum*.

⁸²⁰ En este sentido, DOMINGO, C., *Todo lo que querías saber sobre bitcoin, criptomonedas y blockchain y no te atrevas a preguntar*, Ed. Planeta, Barcelona, 2018, pp. 118 y ss.

⁸²¹ Recuérdese que, desde el momento mismo de su creación, el número de *bitcoin* se ha fijado en la cantidad total de 21 millones. El *ether*, por su parte, no está limitado a una cifra máxima de minado.

cierto es que ya desde 1995 se ha estado hablando de *smart contract*. Puede atribuirse la autoría a Nick Szabo, quien a mediados de los noventa definía estos contratos como «*un conjunto de promesas, incluyendo protocolos dentro de los cuales las partes cumplen con las otras promesas. Los protocolos se implementan normalmente con programas en una red informática, o en otras formas de electrónica digital, por lo que estos contratos son "más inteligentes" que sus antepasados en papel. El uso de la inteligencia artificial no está implícito*»⁸²².

Los avances tecnológicos han propiciado ampliamente el desarrollo de estos acuerdos, redefiniéndolos y adaptándolos a las nuevas realidades. Así, un *smart contract* es un contrato autoejecutable, donde se recogen en lenguaje informático los acuerdos de las partes⁸²³. Su ejecución depende del cumplimiento de una condición previamente pactada y codificada. Se compone de *scripts* o códigos informáticos basados en la premisa *si sucede a, entonces b*. Se trata, en suma, de un programa informático que quedará almacenado en la cadena de bloques lo que garantizará su invariabilidad⁸²⁴. De esta forma, la confianza antes depositada en los intermediarios está dando paso a la confianza en el código registrado, invariable, de menor coste y, en principio, libre del error humano.

Sin embargo, no puede ignorarse que pese al anhelado automatismo que se consigue mediante este tipo de contratos, la actividad humana sigue estando presente en el momento mismo en el que se diseña el código que ha de introducirse en el ordenador. Es ahí donde pueden tener lugar fallos que impidan el correcto desarrollo del contrato.

⁸²² Este concepto forma parte del glosario de términos publicado por Nick Szabo en 1995 y disponible en http://web.archive.org/web/20160417212209/http://szabo.best.vwh.net/smart_contracts_glossary.html. A continuación se reproduce la definición original «*Smart contract: A set of promises, including protocols within which the parties perform on the other promises. The protocols are usually implemented with programs on a computer network, or in other forms of digital electronics, thus these contracts are "smarter" than their paper-based ancestors. No use of artificial intelligence is implied*».

⁸²³ Un ejemplo paradigmático, utilizado en múltiples ocasiones como antecesor de los *smart contract*, lo constituye la máquina expendedora de productos capaz de automatizar las transacciones sin ningún tipo de intervención adicional. La ejecución del contrato tiene lugar una vez cumplidas las condiciones fijadas, esto es, una vez introducido el precio solicitado por el producto en cuestión.

⁸²⁴ Dada su incorporación a la red *blockchain* CERVERA MARTÍNEZ, M., “Aproximación a la protección del consumidor en los nuevos contratos inteligentes o smart contracts”, *Actualidad Civil*, núm. 6, 2019, p. 3, ed. electrónica, señala la irrevocabilidad de estos contratos cuya ejecución no requiere de la intervención de terceros. Por ello se recomienda evitar la inserción de condiciones o elementos aleatorios, así como conceptos jurídicos indeterminados que requieran de interpretación.

Sobre la definición de *smart contract* vid. entre otros, BCE, *Impact of digital innovation on the processing of electronic payments and contracting: an overview of legal risks*, núm. 16, octubre 2017, pp. 34 y ss.; MUÑOZ PÉREZ, A. F., “«Criptomonedas», el «dinero mágico». Aspectos jurídicos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017, pp. 10 y ss., ed. electrónica; ESPAR, O., “Blockchain y smart contracts. Su impacto en los contratos de financiación de empresas y los obstáculos a su implementación”, *Diario la Ley*, núm. 9448, 2019, p. 2, ed. electrónica; FELIU REY, J., “Smart contract: concepto, ecosistema y principales cuestiones de Derecho privado”, *La Ley Mercantil*, núm. 47, 2018, p. 2, ed. electrónica; RÍOS LÓPEZ, Y., “La tutela del consumidor en la contratación inteligente. Los smart contracts y la blockchain como paradigma de la Cuarta Revolución industrial”, *Revista Consumo y Empresa*, núm. 9, 2019, pp. 2 y ss., ed. electrónica; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación inteligente y derecho de la contratación”, en *Derecho de Blockchain y de la tecnología de registros distribuidos*, Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 89 y ss.; ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “Smart contracts y problemas jurídicos de los pagos con tecnologías blockchain”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID, A. Dir.), Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 348 y ss.

Habida cuenta de los eventuales daños y perjuicios que errores como estos podrían originar para las partes, debería comenzar a valorarse la posibilidad de establecer un régimen de responsabilidad o culpa *in codificando*⁸²⁵.

Con todo, y reconduciendo la cuestión, el verdadero carácter revolucionario de la red *ethereum* está en la posibilidad de digitalizar la propiedad dando lugar a la aparición de nuevas criptomonedas y a *tokens* de usos específicos vinculados al *smart contract* del que traen causa.

Sin perjuicio del análisis que seguidamente haremos de la naturaleza jurídica de los distintos tipos de *tokens*, es preciso esclarecer preliminarmente qué es un *token*. En líneas generales y muy simplificada, un *token* es la representación virtual de una unidad de valor. Con las criptomonedas comparten que su valor es aceptado en el entorno en el que surgen. Asimismo, se estructuran en una red *blockchain*, aunque sus usos van más allá de ser un mero medio de pago.

Ethereum, por tanto, ha abierto la puerta a la concepción de innumerables criptomonedas y ha posibilitado la digitalización de la propiedad mediante su *tokenización*. No resulta sencillo establecer una cifra exacta del número de criptomonedas que existen actualmente pues la cantidad es objeto de constante actualización. No obstante, con total seguridad la cifra supera los 2200 tipos diferentes⁸²⁶. Las razones de este auge deben buscarse en la proliferación de las ofertas iniciales de monedas o *initial coin offering*, es decir, ofertas de *criptoactivos* con las que se pretende la obtención de financiación en las etapas iniciales de un negocio⁸²⁷.

⁸²⁵ El carácter novedoso de estos acuerdos reviste también una serie de consecuencias jurídicas que, sumariamente, dejamos esbozadas desde estas líneas con el deseo de abordarlas en profundidad en futuros trabajos especialmente centrados en su estudio. Entre ellas, sería oportuno analizar en qué medida los contratos inteligentes podrían equivaler a acuerdos legalmente vinculantes. Asimismo, deberá tenerse en cuenta que la introducción del lenguaje informático y el uso de sistemas criptográficos, añaden nuevas notas de complejidad que deberán valorarse en el ámbito de las condiciones generales de la contratación. Por otra parte, la interacción en los ecosistemas *blockchain* se hace desde direcciones electrónicas formadas únicamente por una sucesión de letras y números, con lo que sería convenientes también indagar en las consecuencias de este relativo anonimato.

⁸²⁶ Puede consultarse una cifra aproximada en <https://coinmarketcap.com/all/views/all/>.

⁸²⁷ Esta cuestión será tratada con mayor detalle en el siguiente capítulo. Con todo, la relación directa que hemos apuntado por la cual las ofertas iniciales de criptomonedas suelen venir de negocios en etapas iniciales de funcionamiento, no siempre se cumple. A fecha de escritura de este trabajo, está causando especial revuelo la intención de *Facebook* de lanzar su propia criptomoneda, libra, que ya cuenta, *ab initio*, con el apoyo de gigantes del mercado como Visa, Mastercard o Paypal. Libra será la moneda que permitirá realizar pagos mediante su propia plataforma, Calibra, de tal suerte que sus usuarios no necesitarán disponer de otros monederos o *wallets* en que almacenar sus criptomonedas. Entre sus peculiaridades destaca la pretensión de ser creada como una criptomoneda digital estable, respaldada por una reserva de activos reales como depósitos bancarios y títulos gubernamentales de corto plazo en monedas de bancos centrales estables y de buena reputación. Puede consultarse su Libro Blanco en <https://libra.org/es-LA/white-paper/?noredirect=es-419>. Vid. además PALOMO, R. C., *Libra: la moneda virtual de facebook que popularizará la tecnología blockchain*, 16 de julio de 2019, disponible en <https://www.economista.es/opinion-blogs/noticias/9997744/07/19/Libra-la-moneda-virtual-de-facebook-que-popularizara-la-tecnologia-blockchain.html>; ABADÍA, L., *La nueva libra y las 50 cosas*, 19 de julio de 2019, disponible en https://blogs.elconfidencial.com/espana/desde-san-quirico/2019-07-19/nueva-libra-facebook_2133579/; SÁNCHEZ, J.M., *Libra, la moneda de Facebook: luces y sombras de*

III. NATURALEZA JURÍDICA

La novedad que ha supuesto la llegada de las criptomonedas y la dificultad de encuadrarlas indubitadamente en una categoría jurídica definida, ha propiciado que la determinación de su naturaleza jurídica sea una cuestión poco pacífica.

1. Asimilación de las criptomonedas con el dinero de curso legal

Lo que nos ocupa ahora es una cuestión preliminar pues debemos detenernos y preguntarnos si pese al constante empleo del término moneda (acompañado del prefijo *cripto*), es posible asimilar el *bitcoin*, y por extensión el resto de criptomonedas, con el dinero de curso legal.

Visto en retrospectiva, la evolución del dinero ha ido progresivamente tendiendo hacia su espiritualización basada en la confianza⁸²⁸. En efecto, como hemos apuntado, el patrón oro dio paso al patrón dólar para, finalmente, asentarnos en la utilización del dinero *fiat*. Es preciso recordar que esta nueva taxonomía es una construcción jurídica por la cual el valor del dinero viene determinado por el Estado o por una autoridad supranacional. Esta atribución se debe a que sobre el Estado recae precisamente la prerrogativa de crear dinero. Prerrogativa revestida de una serie de ventajas que descansan en última instancia en la confianza en que, mediante la emisión de dinero legal, este cumpla con todas sus funciones básicas⁸²⁹.

En nuestro ordenamiento jurídico el artículo 149 de la Constitución española de 1978 recoge la competencia exclusiva del Estado para la gestión del sistema monetario, lo que incluye cualquier cuestión relativa a las divisas, el cambio y la convertibilidad de las mismas, así como la ordenación del crédito, la banca y los seguros⁸³⁰. En virtud de la Ley

una tecnología aún desconocida, 1 de julio de 2019, disponible en https://www.abc.es/tecnologia/redes/abci-libra-moneda-facebook-luces-y-sombras-tecnologia-desconocida-201906220205_noticia.html; ORGAZ, C. J., *3 diferencias entre el bitcoin y libra, la moneda digital de Facebook (y por qué hay países que se sienten amenazados)*, 16 de julio de 2019, disponible en <https://www.bbc.com/mundo/noticias-49010886>.

⁸²⁸ En este sentido, PASCUA MATEO, F., “Criptomonedas”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P. Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 366 y ss., quien destaca que esta espiritualización, o mejor, pérdida del valor del dinero, ha alcanzado su cénit con la aceptación del papel moneda fiduciario, no convertible en oro o en cualquier otro metal precioso.

⁸²⁹ Las funciones básicas del dinero se estudiarán en el siguiente epígrafe, a él nos remitimos.

⁸³⁰ Mucho se ha discutido en la literatura científica sobre el control monopolístico que ejerce el Estado en la emisión de dinero. Entre sus más firmes detractores se encuentra el economista Friedrich A. Hayek quien en 1978 aseveraba que «(...) no es necesaria ni ventajosa la incuestionable y universalmente aceptada prerrogativa del gobierno de producir el dinero». Vid. HAYEK, F. A., *La desnacionalización del dinero*, Filio, Barcelona, 1996, pp. 23 y ss. En esta misma obra el autor señala que el control estatal del dinero puede llegar a resultar perjudicial al coartar el surgimiento de mejores alternativas como una moneda fiduciaria privada.

13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde a este definir y ejecutar la política monetaria nacional⁸³¹.

En la esfera comunitaria, el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea especifica que entre las funciones del sistema europeo de bancos centrales figura la definición y ejecución de la política monetaria de la Unión. A su vez, en el artículo 128 se otorga al BCE y a los bancos centrales nacionales el derecho exclusivo para emitir billetes que serán, además, los únicos billetes de curso legal de la Unión.

Por tanto, queda fuera de toda duda que la competencia en materia monetaria recae en las autoridades nacionales y supranacionales autorizadas a tal efecto. Autoridades que han calificado a las criptomonedas como una mera representación de un valor, que puede hacer las veces de medio de intercambio, pero que no cuenta con el respaldo de una autoridad pública, por lo que debe descartarse cualquier asimilación con el dinero de curso legal.

Así lo ha manifestado, entre otros⁸³², el BCE, si bien es cierto que su postura se ha matizándose progresivamente, toda vez que, en un primer momento, para la autoridad bancaria europea las criptomonedas eran *«un tipo de dinero digital no regulado, que es emitido y normalmente controlado por sus desarrolladores, y utilizado y aceptado entre los miembros de una comunidad virtual específica»*⁸³³. Postura que fue modificada en 2015 haciendo desaparecer cualquier mención que hiciera pensar en su equivalencia con el dinero *«(...) son una representación digital de valor, no emitida por un banco central, una entidad de crédito o una entidad de dinero electrónico, que en algunas circunstancias puede utilizarse como alternativa al dinero»*⁸³⁴.

A este respecto también se ha pronunciado el BdE y la CNMV en el comunicado conjunto emitido el 8 de febrero de 2018 en el que se aclara que *«estas criptomonedas no están respaldadas por un banco central u otras autoridades públicas, aunque se presentan en*

⁸³¹ Sin embargo, no puede concluirse sin más que el flujo de dinero proviene únicamente de los bancos centrales, pues se estaría ignorando el conocido como dinero bancario. A grandes rasgos el dinero bancario se compone de los depósitos a la vista, es decir, de los saldos de las cuentas corrientes. No es necesario profundizar en demasía para comprender, a vuela pluma, su funcionamiento. En efecto, cuando cualquier cliente acude con sus ahorros a una entidad bancaria para abrir una cuenta corriente, esa masa monetaria que se ingresa aumenta el flujo de caja. De esta forma, el banco cuenta con un dinero adicional con el que atender peticiones de préstamo. De no gastarse íntegramente ese préstamo solicitado por otro cliente, volverá a ingresarse en la cuenta corriente del solicitante en el mismo banco o en otro diferente. Sea como fuere, el proceso vuelve a repetirse. No obstante, esta capacidad para “crear” dinero se encuentra limitada, entre otras cuestiones, por las reservas mínimas o coeficiente de caja, esto es, el porcentaje estable de dinero líquido que deberá mantener el banco en todo momento y que no es susceptible de constituir préstamos o inversiones. En cualquier caso, la capacidad del dinero bancario para contribuir significativamente al aumento de la masa monetaria no es asunto baladí, si bien no es objeto del presente trabajo.

⁸³² Ya han sido señaladas las diversas puntualizaciones que, al respecto de la definición de las criptomonedas, han hecho las principales autoridades bancarias europeas, y a ellas nos remitimos.

⁸³³ BCE, *Virtual currency schemes – a further analysis*, ... *ob. cit.*, p. 4.

⁸³⁴ AEB, *EBA Opinion on ‘virtual currencies’* (EBA/Op/2014/08), ... *ob. cit.*, p. 11.

ocasiones como alternativa al dinero de curso legal, si bien tienen características muy diferentes»⁸³⁵.

Argumentación compartida también por el TJUE en su sentencia de 22 de octubre de 2015⁸³⁶, que centró el debate judicial entorno a la exención del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en las operaciones de cambio de divisas tradicionales por *bitcoin*. Para el alto tribunal comunitario *«la divisa virtual bitcoin forma parte de las divisas virtuales denominadas de flujo bidireccional, que los usuarios pueden comprar y vender con arreglo al tipo de cambio. Por lo que respecta a su uso en el mundo real, estas divisas virtuales son análogas a las demás divisas intercambiables, y permiten adquirir bienes y servicios tanto reales como virtuales»*. En todo caso, en lo que ahora nos interesa, la importancia de esta sentencia radica en la valoración del *bitcoin* como un medio de pago contractual y directo entre los operadores que la aceptan.

En nuestro país, el Tribunal Supremo (TS) en su reciente pronunciamiento sobre el *bitcoin*, resalta que *«en modo alguno es dinero, o puede tener tal consideración legal»⁸³⁷.*

Por lo que, a la luz de lo expuesto, y desde un punto de vista de acomodo en el entorno normativo actual, las criptomonedas no pueden ser consideradas como dinero. Sobre esta base se hace evidente entonces que el uso del equívoco término *moneda* queda reducido, por tanto, a una mera fórmula literaria que aporta familiaridad a los potenciales usuarios de este elemento criptográfico⁸³⁸.

2. Criptomonedas como medio de pago

Ahora bien, dejando momentáneamente de lado la indubitada prerrogativa estatal sobre la emisión de dinero, debemos plantearnos empíricamente el funcionamiento de las criptomonedas y si estas pueden ser tenidas como ficción jurídica de características asimilables al dinero en circulación. Se trata, en definitiva, de abordar la esencia del dinero que nada tiene que ver, en este punto, con su reconocimiento legal. Y es que *«el dinero no ha sido generado por la ley. En sus orígenes es una institución social y no estatal. La sanción por parte de la autoridad del estado constituye una noción que le es ajena. Por otra parte, sin embargo, a través del reconocimiento del estado y de la regulación por parte del gobierno esta institución social del dinero se ha perfeccionado*

⁸³⁵ CNMV, *Consideraciones de la CNMV sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero*, 8 de febrero de 2018, disponible en <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B9c76cef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bc%7D>.

⁸³⁶ TJUE, Sentencia de 22 de octubre de 2015, Skatteverket/David Hedqvist, C-264/14, ECLI:EU:C:2015:718, apartado 12.

⁸³⁷ STS 2109/2019, de 20 de junio de 2019, FJ 3.

⁸³⁸ Así ha quedado recogido también por el BCE que a la sazón aclara que *«como resultado, el análisis desde el punto de vista económico y jurídico lleva a la conclusión de que las monedas virtuales no deben incluirse en las palabras genéricas de dinero o moneda, aunque su apariencia técnica adopte una forma que tenga algunas similitudes con el dinero escritural y/o el dinero electrónico»*, vid. BCE *Virtual currency schemes – a further analysis*, ... ob. cit. p. 24 y ss.

y ha sido adaptada a las múltiples y variadas necesidades de la evolución del comercio, así como los derechos que son resultado de la costumbre se vieron perfeccionados y adaptados a través de la ley»⁸³⁹.

Tradicionalmente el dinero debe atender a una serie de funciones concomitantes que le son propias. En primer lugar debe poder actuar como medio de intercambio. Al propio tiempo, será considerado como medida de valor y, además, deberá funcionar como reserva de riqueza⁸⁴⁰. Puestas en relación estas características con las criptomonedas resultan una serie de conclusiones de interesante valor jurídico. Analizaremos, en primer lugar, si estas monedas digitales pueden actuar como medida de valor y como reserva de riqueza, y culminaremos con su valoración como medio de pago⁸⁴¹.

La actuación de las criptomonedas como medida de valor, entendida ésta última como la posibilidad de ser utilizada de forma estandarizada para determinar el coste de bienes y servicios, se encuentra limitada por varias cuestiones. En primer lugar, por la escasa aceptación que encuentra actualmente. Qué duda cabe que nos encontramos ante un fenómeno muy reciente cuyo increíble auge, de momento, no se traduce en altos índices de aceptación. Antes bien, todavía abunda un halo de recelo especialmente entre sus mayores detractores⁸⁴². En segundo lugar, la volatilidad de las mismas nuevamente entorpece su admisión como medio de valor, máxime cuando de ella misma no puede predicarse un valor fijo o incluso relativamente estable. Esta volatilidad podría llevarnos a situaciones donde, de ser admitida, el coste de los bienes y servicios estuviera en constante actualización.

Seguidamente también encontramos dificultades de encaje en el reconocimiento de las criptomonedas como reserva de riqueza. A ello contribuye no solo la volatilidad tantas veces reiteradas, sino también los problemas de liquidez que pueden presentarse. Tanto el oro como las principales divisas legales (dólar, euro, libra...) cumplen con su función de reserva de valor porque sobre ellos existe la seguridad de que, en el momento en que se consuman, vendan o intercambien, despertarán el interés de algún sujeto. Esto se debe, precisamente, a que su valor es universalmente reconocido y aceptado. Es evidente que

⁸³⁹ Vid. MENGER, C., “El origen del dinero”, ... *ob. cit.*

⁸⁴⁰ Las diversas funciones apuntadas del dinero han sido puestas en tela de juicio por algunos autores que consideran que, más que funciones, estas características hacen referencia a consecuencias derivadas de la función básica de actuar como medio de cambio. Entre ellos, HAYEK, F. A., *La desnacionalización del dinero*, ... *ob. cit.*, pp. 67 y ss.

⁸⁴¹ Sobre la comparación de las criptomonedas con las funciones del dinero, *vid. BCE, Virtual currency schemes – a further analysis*, ... *ob. cit.* p. 23 y ss. y NIETO GIMÉNEZ-MONTESINOS, M. A., HERNÁNDEZ MOLERA, J., “Monedas virtuales y locales: las paramonedas, ¿nuevas formas de dinero?”, *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 35, 2018, p. 112 y ss., quien señala que las criptomonedas cumplen de forma muy limitada con los objetivos del dinero, si bien es cierto que en algunos países con un sistema monetario especialmente deteriorado, estas monedas virtuales podrían llegar a constituir un verdadero mecanismo alternativo, toda vez que cumplirían, en mayor medida, con aquellas funciones del dinero que no son capaces de satisfacer las monedas estatales devaluadas.

⁸⁴² Entre ellos destacan Martin Wolf, influyente periodista económico, para quien las criptomonedas son simplemente símbolos especulativos sin valor intrínseco; o Warren Buffett, que sobre el *bitcoin* dijo que es «veneno para ratas» basado en la especulación.

sobre las criptomonedas no existe un reconocimiento general y que su valor depende de un elenco de cuestiones, algunas de ellas caprichosas. Por lo que, a día de hoy, no sea posible su asunción como reserva de valor.

En último lugar, el dinero también debe funcionar como medio de pago, esto es, debe poder ser útil para completar transacciones en las que se produzca el intercambio de bienes o servicios. De una forma particular las criptomonedas sí parecen cumplir con este requisito. Con independencia de su escasa aceptación como medida de valor y de las dificultades para funcionar como reserva de riqueza, lo cierto es que, cada vez con mayor frecuencia, las criptomonedas más populares como *bitcoin* o *ether* están empezando a ser aceptadas por un creciente número de proveedores digitales, como forma de pago⁸⁴³.

En este sentido se ha manifestado el TJUE en la mencionada sentencia de 22 de octubre de 2015 (Asunto C-264/14), donde reconoce la capacidad de las monedas virtuales en general, y del *bitcoin* en particular, para funcionar como medio de pago⁸⁴⁴. Pronunciamiento compartido, al menos en lo relativo a su uso como forma de pago, por la 5AMLD, donde se define a las monedas virtuales como una «representación digital de valor no emitida ni garantizada por un banco central ni por una autoridad pública, no necesariamente asociada a una moneda establecida legalmente, que no posee el estatuto jurídico de moneda o dinero, pero aceptada por personas físicas o jurídicas como medio de cambio y que puede transferirse, almacenarse y negociarse por medios electrónicos»⁸⁴⁵.

En el ámbito nacional, la citada STS 2109/2019, de 20 de junio, niega el carácter dinerario de las criptomonedas pero admite su funcionalidad como medio de pago, más propiamente como «activo inmaterial de contraprestación o de intercambio en cualquier transacción bilateral en la que los contratantes lo acepten». Un poco antes, en 2015, la Dirección General de Tributos ya había concluido a este mismo respecto en la consulta vinculante V1029-15 de 30 de marzo de 2015, en la que se trataba de dirimir si el

⁸⁴³ Tomando como referencia al *bitcoin* es posible comprobar que su uso como medio de pago está extendiéndose rápidamente. Sin perjuicio de los cambios en las políticas de pago, a día de hoy es posible pagar con *bitcoins*, entre otros, los servicios que contratemos en el portal de viajes Destinia, las compras que realicemos en Amazon o incluso algunas licencias de Windows.

⁸⁴⁴ El TJUE recalca esta cuestión en varias ocasiones, *vid.* especialmente el apartado 24 «Procede indicar, en primer lugar, que la divisa virtual de flujo bidireccional *bitcoin*, que se intercambiará por divisas tradicionales en las operaciones de cambio, no puede calificarse de bien corporal en el sentido del artículo 14 de la Directiva del IVA, puesto que, como puso de manifiesto la Abogado General en el punto 17 de sus conclusiones, no tiene ninguna finalidad distinta de la de ser un medio de pago» y el párrafo 49 «Pues bien, las operaciones relativas a divisas no tradicionales, es decir, a divisas distintas a las monedas que son medios legales de pago en uno o varios países, constituyen operaciones financieras siempre que tales divisas hayan sido aceptadas por las partes de una transacción como medio de pago alternativo a los medios legales de pago y no tengan ninguna finalidad distinta de la de ser un medio de pago». TJUE, Sentencia de 22 de octubre de 2015, Skatteverket/David Hedqvist, C-264/14, ECLI:EU:C:2015:718, apartado 12.

⁸⁴⁵ También debe destacarse el considerando 10 donde se menciona que «aunque las monedas virtuales pueden utilizarse frecuentemente como medio de pago, también podrían utilizarse con otros fines y encontrar aplicaciones más amplias, tales como medios de cambio, inversión, productos de reserva de valor o uso en los casinos en línea».

consultante, dedicado a la compra-venta de *bitcoins*, podría quedar exento del pago del IVA. En esta ocasión se calificó a las monedas virtuales como «*un medio de pago y por sus propias características (...) su transmisión debe quedar sujeta y exenta del Impuesto*».

En suma, es evidente que si bien es cierto que las criptomonedas no cumplen en su totalidad con las características del dinero y no pueden ser asimiladas a este desde un punto de vista jurídico, no lo es menos el hecho de que poseen algunas cualidades dinerarias. Por lo que nada obsta a que en el seno de relaciones contractuales privadas estas criptomonedas puedan llegar a asumir funciones básicas propias del dinero de curso legal siempre que así quede debidamente pactado y expresado por las partes⁸⁴⁶. Que no cumplan íntegramente con las funciones propias del dinero no quiere decir *ab initio* que no tenga cualidades dinerarias. Y es que, con una frecuencia en aumento, las criptomonedas están instaurándose como medios de pago de bienes y servicios tal y como declaró el TJUE en la mencionada sentencia de 22 de octubre de 2015 en la que manifestó que «*no tiene(n) ninguna finalidad distinta de la de ser un medio de pago*».

Esta opción, además, encuentra acomodo en el tenor literal del artículo 1170.1 CC, por el cual «*el pago de las deudas de dinero deberá hacerse en la especie pactada y, no siendo posible entregar la especie, en la moneda de plata u oro que tenga curso legal en España*». En este punto es necesario hacer un inciso aclaratorio pues, como es sabido, las obligaciones de pago recogidas en el mencionado artículo son de carácter pecuniario y como tal deberían ser satisfechas mediante la entrega de la cantidad de dinero pactada. No obstante, el CC también acoge la posibilidad de que el pago de las obligaciones contraídas pueda completarse por otros medios, por ejemplo, mediante la entrega de una cosa, no necesariamente monetaria, como dispone, por ejemplo, el artículo 1160 CC⁸⁴⁷. Con lo cual, la satisfacción de una deuda de dinero podrá realizarse, *ex* artículo 1255 CC, mediante la entrega de las criptomonedas estipuladas que, en este contexto, vienen a satisfacer el interés patrimonial del acreedor y a constituir la especie pactada⁸⁴⁸.

⁸⁴⁶ Función que reconoce el BCE *Virtual currency schemes – a further analysis, ... ob. cit.* pp. 24 y ss. al advertir que «*las monedas virtuales solo pueden utilizarse como dinero contractual, cuando existe un acuerdo entre el comprador y el vendedor para aceptar una determinada moneda virtual como medio de pago*». En idéntico sentido, PASCUA MATEO, F., “Criptomonedas”, ... *ob. cit.*, pp. 366 y ss., señala que al amparo de la voluntad de las partes, las criptomonedas pueden desempeñar funciones económicas propias del dinero. También ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “Smart contracts y problemas jurídicos de los pagos con tecnologías *blockchain*”, ... *ob. cit.*, pp. 373 y ss., aclara de forma muy certera que pese a la falta de un estatus legal reconocido, no puede negarse la legalidad de los pagos realizados, perfectamente admisibles y con plenos efectos aunque los operadores no formen parte del sistema regulado.

⁸⁴⁷ En este sentido, *vid.* LLOPIS BENLLOCH, J. C., *Bitcoin como medio de pago en la compra de bienes*, 19 de diciembre de 2017, disponible en <http://www.notariallopis.es/blog/i/1425/73/bitcoin-como-medio-de-pago-en-la-compra-de-bienes>, quien, en línea con nuestro razonamiento, también concluye que en la transmisiones de bienes el pago puede acordarse bien mediante la entrega de otro bien, la estipulación de hacer una cosa a favor del transmitente o un tercero, el pago de una suma de dinero o bien vía cualquier otro modo que satisfaga a ambas partes. Sea cual sea la opción elegida para dar cumplimiento a la obligación, será considerada como medio de pago.

⁸⁴⁸ En efecto, tal y como expone PASTOR SEMPERE, M. C., “*Blockchain, un nuevo patrón tecnológico*”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales* (VILARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, M. C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 166 y ss., si las partes así lo acuerdan, las

En este sentido, de acuerdo con el antedicho artículo 1170.1 CC, la obligación de entregar las criptomonedas pactadas podría asimilarse a la obligación de entrega de cualquier divisa extranjera. Más, en el caso de las divisas extranjeras, el posible incumplimiento de la deuda por no poder atender a la especie pactada, faculta al deudor a entregar en su lugar la moneda de curso legal, esto es, euros. Esta eventualidad no puede darse en el caso de las criptomonedas pues, a día de hoy, no puede establecerse legalmente su valor por referencia a un conjunto de unidades monetarias pues no es, y así se ha venido reiterando, dinero de admitida circulación. Además, tratándose de una obligación genérica, su cumplimiento debe suponer la satisfacción de una cosa perteneciente a un mismo género o clase⁸⁴⁹. De ahí que la deuda de dinero cuyo pago haya sido pactado en criptomonedas deba ser, necesariamente, saldada con estas y no por su equivalencia en euros⁸⁵⁰.

Esta fue la conclusión a la que llegó un tribunal holandés en 2018 al entrar a conocer de un caso de reclamación de cantidad pactada en *bitcoins* como pago por actividades de minado⁸⁵¹. En apenas una hoja el tribunal zanjó la cuestión sobre la base de unos fundamentos de innegable trascendencia jurídica. En concreto, concluyó que los *bitcoins* son valores transmisibles consistentes en «una serie única, digitalmente encriptada de números y letras almacenados en el disco duro de la computadora. (...) Se "entregan" enviándolos de una cartera a otra. Son archivos de valor independientes que son entregados directamente por el pagador al beneficiario en el momento del pago. De ello se deduce que representan un valor y son transferibles». Pese a la importancia de esta

criptomonedas convenidas podrán considerarse como la especie pactada, de tal suerte que la obligación deba cumplirse atendiendo a la entrega de estas pues, tal y como recoge el artículo 1166 CC el deudor no puede obligar al acreedor a aceptar otra cosa diferente, en este caso, otro medio de pago.

⁸⁴⁹ En efecto, en las obligaciones genéricas el objeto de la prestación queda determinado por su pertenencia a un género o clase. En nuestro caso particular, la obligación queda circunscrita a la entrega de un número determinado de *bitcoins*. ALBALADEJO, M., “Clases de obligaciones”, en *Derecho Civil II. Derecho de obligaciones*, vol. I, Bosch, Barcelona, 1989, pp. 46 y ss.; LASARTE, C., “Derecho de obligaciones”, Marcial Pons, Madrid, 2019, pp. 62 y ss.

⁸⁵⁰ Al igual que la moneda de curso legal, cada criptomoneda posee un número de identificación propio y único para cada unidad, de tal forma que no es posible su confusión. Este hecho no las convierte en bienes específicos, de la misma forma que el número de serie de un billete no empece su carácter de bien genérico. Razón por la que el cumplimiento de la obligación genérica de entrega de criptomonedas no pueda ser satisfecha con su conversión en moneda de curso legal. Al tratarse de un bien genérico, fungible y digital, su cumplimiento debe hacerse mediante la entrega de la cantidad de criptomonedas pactadas y en caso de no ser posible, por no formar parte del patrimonio del deudor, deberán adquirirse a costa de este. Y es que la supervivencia de las obligaciones genéricas, y con ellas del aforismo del *genus nunquam perit*, obliga al deudor a la satisfacción de la prestación aunque deba buscarla fuera de su patrimonio. En este sentido, LASARTE, C., “Derecho de obligaciones”, ... *ob. cit.*, p. 65; NAVAS NAVARRO, S., “Un mercado financiero floreciente: el del dinero virtual no regulado”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 13, 2015, pp. 105 y ss., quien considera que, habida cuenta de la aceptación creciente del *bitcoin*, no sería descabello proponer una segunda lectura del artículo 1170 para considerar análogas la obligación de entrega de *bitcoin* y la obligación de entrega de moneda extranjera. Para ello, debería optarse por realizar una interpretación sociológica (art. 3.1 CC) del propio artículo 1170.1 CC, en el sentido de entender que bajo el término “dinero” queda comprendido no solo el de curso legal, sino aquel que por tipicidad social es aceptado por las partes y cumple con la función del dinero atendiendo a la realidad social actual.

⁸⁵¹ Sentencia del Rechtbank Amsterdam, de 14 de febrero de 2018, C/13/642655 FT RK 18.196, disponible en <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:RBAMS:2018:869>. La ausencia de pronunciamientos judiciales, unida a la cautela regulatoria, hace que sea necesario buscar respuestas a este fenómeno en diversas fuentes como, en este caso, en la jurisprudencia holandesa.

declaración, la verdadera enjundia de la sentencia se encuentra en el hecho de que indiscutiblemente *«existe una obligación entre el demandante y el demandado consistente en el pago de bitcoins, obligación que debe cumplirse en bitcoins»*.

Con todo, se aventuran tiempos de cambio donde estas monedas digitales son cada vez mejor acogidas entre los operadores del mercado. En estas nuevas coyunturas digitales y con ánimo de no entorpecer innecesariamente las exigencias del tráfico, no resulta disparato esperar una aceptación definitiva de las criptomonedas como instrumento de pago de tal suerte que pueda aplicarse, ahora sí en toda su extensión, el artículo 1170.1 CC.

3. Criptomonedas y servicios de pago

La relativa aceptación, o más propiamente, la aquiescencia en torno al uso de las criptomonedas como medio de pago hace que nos planteemos el sometimiento de las mismas a la DSP2. Dicha Directiva ha ofrecido respuesta normativa al incremento de los pagos minoristas en el ámbito de la Unión, consecuencia de las innovaciones técnicas que han dado como resultado la aparición de nuevos servicios de pago en el mercado.

Dado que, como hemos visto, las criptomonedas no pueden ser consideradas como dinero de curso legal queda fuera de toda duda su exclusión del ámbito de regulación concreto. Y es que no parece posible incluir a los mineros dentro de las categorías de proveedores de servicios de pago recogidas en el artículo 1 de la DSP2.

Sin embargo, bien mirada la cuestión lo cierto es que en el mercado secundario de criptomonedas abunda un tipo de entidad enfocada en facilitar la negociación de las mismas. Nos referimos a las plataformas de cambio, *trading*, u operadores de compra y venta. Respecto de estos quizás convenga una revisión de la postura inicial y ampliar el marco regulatorio para acogerlos sin ambages y con ello ampliar el régimen tutelar de los inversores minoristas.

En concreto, estas plataformas podrían quedar subsumidas en la categoría de entidades de pago⁸⁵², por cuanto los servicios que realizan son perfectamente encuadrables en los servicios de pagos recogidos en el Anexo I de la DSP2. A mayor abundamiento, las operaciones de pago y las transacciones realizadas por estas plataformas se ajustan a lo dispuesto en los apartados 5 y 7 del artículo 4⁸⁵³. Asimismo, el uso de las criptomonedas como medio de pago del que nos venimos haciendo eco, coincide también con la

⁸⁵² En virtud del artículo 4.4 de la directiva DSP2 se entiende por entidad de pago *«una persona jurídica a la cual se haya otorgado autorización, de conformidad con el artículo 11, para prestar y ejecutar servicios de pago en toda la Unión»*.

⁸⁵³ Así, por operación de pago se entiende a decir del artículo 4.5 directiva DSP2 *«una acción, iniciada por el ordenante o por cuenta de este, o por el beneficiario, consistente en ingresar, transferir o retirar fondos, con independencia de cualesquiera obligaciones subyacentes entre el ordenante y el beneficiario»*. Mientras que un sistema de pago es definido en el artículo 4.7 directiva DSP2 como *«un sistema de transferencia de fondos regulado por disposiciones formales y normalizadas, y dotado de normas comunes para el tratamiento, liquidación o compensación de operaciones de pago»*.

definición de instrumento de pago recogida en el artículo 4.14 de la misma Directiva y que incluye «*cualquier dispositivo personalizado y/o conjunto de procedimientos acordados entre el usuario de servicios de pago y el proveedor de servicios de pago y utilizados para iniciar una orden de pago*»⁸⁵⁴.

Así las cosas, y como puede verse no existen grandes obstáculos para incluir estas plataformas en el ámbito de la DSP2. Una decisión que redundaría en una mayor protección y seguridad jurídica de todos aquellos inversores minoristas en criptomonedas que optaran por recurrir a estas entidades que, de verse incluidas, deberían atender a todo el régimen tutelar recogido en los artículos 38 y siguientes⁸⁵⁵.

4. Criptomonedas y dinero electrónico

La creciente digitalización del dinero ha ido conformando todo un sistema desmaterializado en el que los pagos pueden realizarse por múltiples vías, desde las conocidas tarjetas de créditos, hasta los actuales sistemas de pago vía dispositivos móviles.

El derogado artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, definía en su apartado segundo al dinero electrónico como «*el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor: a) almacenado en un soporte electrónico, b) emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido, c) aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor*». Dicha Ley, y en particular el mencionado artículo, se modificaron por la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico, que transpuso a nuestro ordenamiento la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE. En todo caso, el dinero electrónico ha quedado definido como «*todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor, que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en el artículo 2.5 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico*»⁸⁵⁶.

De esta definición se desprenden cinco características esenciales e inherentes del dinero electrónico. En primer lugar, representan a la moneda de curso legal, lo cual excluye la asimilación del dinero electrónico con otros derechos que también pueden representarse por medios electrónicos, como las anotaciones en cuenta por ejemplo. A su vez

⁸⁵⁴ En este sentido, ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “Smart contracts y problemas jurídicos de los pagos con tecnologías *blockchain*”, ... *ob. cit.* pp. 367 y ss.; quien además plantea que en la futura transposición de la Directiva es probable que se establezca un mecanismo expreso que tenga en cuenta a estas plataformas.

⁸⁵⁵ *Ibidem*, p. 368.

⁸⁵⁶ Artículo 1.2 Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico.

representan un crédito sobre el emisor, que debe satisfacer la cantidad adeudada. Como tercera característica, debe encontrarse almacenado en un soporte electrónico. En cuarto lugar, debe tenerse presente que la existencia de dinero electrónico atenderá únicamente a un cambio del soporte de los fondos fiduciarios preexistentes, lo que no puede dar lugar a ninguna otra operación. En último lugar, el artículo resalta la aceptación de este dinero por terceros, lo que viene a clarificar y a dejar fuera del concepto otros medios de pago electrónicos de uso restringido como ciertas tarjetas de prepago admitidas por su emisor y, en ocasiones, una red de colaboradores afines⁸⁵⁷.

Al hilo de cuanto acabamos de exponer trasciende la imposibilidad de considerar a las criptomonedas como dinero electrónico toda vez que no cumplen con la básica y trascendental característica de ser precisamente dinero o moneda de curso legal.

Sobre esta cuestión se pronunció la 5AMLD especificando en sus considerandos que *«las monedas virtuales no deben confundirse con el dinero electrónico, tal como se define en el artículo 2, punto 2, de la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo»*.

La STJUE de 22 de octubre de 2015 (Asunto C-264/14), también hace incidencia en la diferenciación entre uno y otro. *«Las divisas virtuales se distinguen del dinero electrónico, tal como lo define la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE (DO L 267, p. 7), en la medida en que, a diferencia de este dinero, en el caso de las divisas virtuales los fondos no se expresan en la unidad de cuenta tradicional, por ejemplo, en euros, sino en una unidad de cuenta virtual como el bitcoin»*.

Finalmente, en nuestro país la STS 2109/2019, de 20 de junio, también insiste en la distinción y aclara que *«en modo alguno es dinero, o puede tener tal consideración legal, dado que la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico, indica en su artículo 1.2 que por dinero electrónico se entiende solo el " valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor, que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en el artículo 2.5 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre , de servicios de pago, y que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico»*.

Por lo que, en el estudio de su naturaleza jurídica deba descartarse, de momento, cualquier asimilación con el dinero electrónico.

⁸⁵⁷ En este sentido, *vid.* entre otros, MADRID PARRA, A., “Dinero electrónico revisitado”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID, A. Dir.), Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 240 y ss.

5. Naturaleza jurídica *sui generis*

Llegados hasta aquí la cuestión de la naturaleza jurídica parece tener más sombras que luces. Sombras que parecen alargarse toda vez que este punto está todavía por resolver.

De cuanto acabamos de exponer se extraen dos conclusiones relevantes. La primera de ellas tiene que ver con la imposibilidad material y jurídica de considerar a las criptomonedas como dinero de curso legal lo que incluye, como no puede ser menos, al dinero electrónico. La segunda es que, pese a ello, nada impide su utilización, y así se está realizando, de las criptomonedas como instrumentos de pago. Y ello es así porque representan un valor. Ya hemos señalado que el Internet de la información ha ido progresivamente evolucionando hacia el Internet del valor, y sobre esta cuestión debemos volver para intentar resolver el interrogante de la naturaleza jurídica. En todo caso, debemos puntualizar que, a falta de desarrollo normativo ulterior, todo lo que aquí se exprese debe ser entendido con carácter preliminar y fundamentado sobre la base de los datos que se manejan.

En consecuencia, las criptomonedas, son un bien mueble digital, inmaterial, fungible y de propiedad privada, de acuerdo con los artículos 335, 337 y 345 CC⁸⁵⁸. Servirá además como medio de pago en aquellas transacciones bilaterales en las que las partes así lo acuerden.

Hemos hecho constantes referencias al uso de las criptomonedas como medio de pago. Y es que es innegable que poseen un valor, tanto mayor cuanto mejor sea la reputación de la moneda digital en cuestión⁸⁵⁹. Debido precisamente a su funcionamiento como unidad de valor existe un creciente número de pequeños inversores que se están interesando en las criptomonedas no como instrumento de pago, sino como una inversión con fines puramente especulativos. En este sentido, las esperanzas de muchos inversores se depositan en esperar un aumento del valor de su adquisición, de tal suerte que se consiga la mayor rentabilidad posible gracias a la volatilidad de los precios de canje⁸⁶⁰.

⁸⁵⁸ En este sentido, PUENTE GONZÁLEZ, I. A., “Criptomonedas: naturaleza jurídica y riesgos en la regulación de su comercialización”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 22, 2018, p. 2, ed. electrónica; HIJAS CID, E., “*Bitcoins*: algunas cuestiones jurídicas”, *El Notario del Siglo XXI*, núm. 66, 2016, pp. 38 y ss.; PASTOR SEMPERE, M. C., “Criptodivisas: ¿una disrupción jurídica en la eurozona?”, *Revista de Estudios Europeos*, núm. 70, 2017, pp. 306 y ss.; ESPAÑA ALBA, V. M., *Criptodivisas: Bitcoin y el blanqueo de capitales*, 31 de marzo de 2016, disponible en <https://elderecho.com/criptodivisas-bitcoin-y-el-blanqueo-de-capitales>; GOMÁ LANZÓN, I., *¿Se puede constituir una sociedad con bitcoins?*, 9 de junio de 2014, disponible en <https://hayderecho.com/2014/06/09/se-puede-constituir-una-sociedad-con-bitcoins/>.

⁸⁵⁹ Baste comprobar el precio de un *bitcoin* o un *ether* y compararlo con el precio de una criptomoneda menor como EOS, Cosmos o Tezos.

⁸⁶⁰ Tal y como señalan GORJÓN, S., *Divisas o Monedas Virtual: El caso de Bitcoin*, Banco de España, Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago, enero de 2014, p. 4; ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “Smart contracts y problemas jurídicos de los pagos con tecnologías *blockchain*”, ... *ob. cit.*, pp. 368 y ss.

No puede desconocerse, como ya mencionamos cuando hablamos de las criptomonedas de segunda generación, que existe todo un ecosistema de nuevas criptomonedas y *tokens* surgidos al abrigo de las posibilidades de las redes *blockchain*. La posibilidad abierta de generar criptomonedas propias ha sido bien acogida en el entramado empresarial como nueva fórmula de captación de fondos que ayuden a la financiación de proyectos. Entraremos a conocer sobre esta cuestión más adelante⁸⁶¹. De momento, nuestro estudio debe continuar con la valoración de las diversas formas de adquisición de criptomonedas y el nivel de protección que se dispensa a los inversores minoristas.

IV. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA EN ESTE ÁMBITO

La sofisticación de los instrumentos financieros que se ponen a disposición de los inversores minoristas, resultado de las innovaciones tecnológicas y de las demandas de aquellos de mejores rentabilidades, ha dado lugar con demasiada frecuencia, a que se comercialicen de forma inapropiada productos no aptos a su perfil. Esa situación puso de manifiesto la necesidad de reforzar el consentimiento informado que reciben estos clientes⁸⁶².

Con este objetivo, la Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la CNMV, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros ha impuesto el obligado suministro de una serie de advertencias adicionales que deberán proporcionar las entidades cuando quieran comercializar entre estos inversores productos especialmente complejos fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión que, como sabemos, no requiere la evaluación de la idoneidad (art. 213 TRLMV), sino solamente la evaluación de la conveniencia (art. 214 TRLMV).

Estas advertencias conforman una primera barrera de protección de los cliente minoristas con las que se les pone sobre aviso de la elevada complejidad del producto financiero y, de ser necesario, de las dificultades de estimación del valor, debiendo ir acompañada de una expresión manuscrita y la firma del inversor.

Debe llamarse también la atención sobre la proliferación de plataformas que, actuando en calidad de intermediarios financieros, ofrecen la posibilidad de invertir en criptomonedas mediante la imitación de los procedimientos tradicionales de inversión en otros productos⁸⁶³. En este sentido, debe recordarse que para poder ofrecer los servicios de inversión recogidos en el artículo 140 TRLMV, así como los servicios auxiliares del

⁸⁶¹ Vid. Capítulo V de la Segunda parte dedicado a las *initial coin offerings*.

⁸⁶² Más aún cuando, no debe olvidarse, estos clientes pueden solicitar ser considerados clientes profesionales en cualquier momento (art. 206 TRLMV), y además podrán contratar todo tipo de productos complejos aunque no proporcionen la información necesaria para completar la evaluación de conveniencia (art. 214.5 TRLMV) o cuando, habiéndola proporcionado, deciden desoír las advertencias del prestador de servicios de inversión (art. 214.6 TRLMV).

⁸⁶³ En este sentido, PASTOR SEMPERE, M. C., “Criptomonedas y otras clases de *Tokens*: aspectos mercantiles”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILLARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018, p. 177.

artículo 141 TRLMV, la entidad deberá estar autorizada para ello en virtud de los artículos 143 y 149 a 163 del mismo cuerpo legal. Pese a ello, abundan en Internet numerosas plataformas desde las que es posible contratar productos financieros o recibir asesoramiento en materia de inversión, sin contar con los permisos necesarios, lo cual, sin duda, supone un menoscabo importante en la protección de los inversores, sobre todo los de perfil minorista a menudo poco acostumbrados a manejarse en los mercados⁸⁶⁴. Tal es así que con una frecuencia casi semanal, e incluso diaria, la CNMV debe hacer advertencias al público sobre la actuación de estas entidades o *chiringuitos financieros*⁸⁶⁵. En estos nuevos escenarios, todo el conjunto normativo especialmente protector de los intereses minoristas, decae o pierde intensidad cuando la comercialización se realiza por entidades no autorizadas a ello.

En cuanto a la comercialización de criptomonedas en particular, la CNMV ha identificado⁸⁶⁶ las siguientes modalidades, aunque la rápida evolución de estos mercados obligará a la constante actualización del listado.

1. Adquisición directa

La forma más habitual por la que los pequeños inversores se relacionan con las criptomonedas suele ser mediante la adquisición directa de estas en plataformas de negociación o *exchange*. La ausencia de reconocimiento legal de las criptomonedas les impide el acceso a los mercados regulados de negociación, por lo que se han creado mercados propios a través de plataformas digitales en las que se reúnen los intereses de compradores y vendedores. Actualmente en España existe una amplia variedad de plataformas entre las que elegir y abundan los listados y clasificaciones en los que se evalúan sus características⁸⁶⁷.

Sin embargo, y pese a la popularidad que han alcanzado las criptomonedas no existe una regulación propia para las plataformas donde pueden adquirirse, negociarse y venderse. Pese a la ausencia de un contexto legislativo particular, la CNMV ha establecido, si bien no de forma taxativa pues se trata de recomendaciones, que dichos *exchanges* deberían tener en cuenta, como mínimo, las normas de custodia o registro, de gestión de conflictos de intereses y de transparencia en materia de comisiones.

⁸⁶⁴ El deterioro en la protección de los pequeños inversores puede llegar a ser especialmente significativo en lo relativo al deber general que atañe a las entidades de conocer a sus clientes (art. 213 TRLMV).

⁸⁶⁵ A fecha de escritura se han realizado múltiples advertencias que pueden consultarse en <http://www.cnmv.es/Portal/Advertencias.aspx>.

⁸⁶⁶ CNMV, *Consideraciones de la CNMV sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero, ... ob. cit.*

⁸⁶⁷ Se valora entre otras cuestiones, la cantidad de criptomonedas disponibles, los medios de pago, las comisiones... Pueden consultarse diversos ránquines en *10 Mejores Exchanges para comprar Criptomonedas*, disponible en <https://www.brokeronline.es/criptomonedas/mejores-exchanges/>; *Los 8 mejores exchanges de criptomonedas de 2019*, disponible en <https://criptotario.com/mejores-exchanges-criptomonedas/>; *Los Mejores Exchanges de Criptomonedas en 2019*, disponible en <https://coinlist.me/es/exchanges/>.

Analizaremos a continuación cada una de las recomendaciones y su incidencia en la protección de los inversores minoristas. No obstante, ya adelantamos, sobre la base de estos mínimos no se protege al inversor de forma integral, pues resultan incompletas y no son de obligado cumplimiento.

1.1. Normas de custodia o registro

Habida cuenta de lo recomendado por la CNMV, las plataformas deberían aplicar en su operativa lo previsto en el TRLMV sobre custodia o registro de los valores (artículo 9). En este sentido deberán adoptar un sistema de registro central y otro de registro de detalle en el caso, improbable aquí, de existir entidades adheridas.

La importancia que este registro reviste para el inversor es capital pues ahí quedará reflejada la titularidad del activo, es decir, de la criptomoneda. Y es que, con bastante frecuencia, en contra de lo que el inversor cree, este no llega a ostentar la posesión civilísima⁸⁶⁸ de la moneda digital, sino solamente una serie de derechos frente a la plataforma⁸⁶⁹. Esta circunstancia implica que la suerte del inversor queda irremediabilmente anudada a la de la plataforma, pues de resultar insolvente ésta, no podría trasladar sus activos a otro *exchange* ya que sus beneficios provienen de los derechos otorgados por la plataforma y no de la rentabilidad de la moneda digital que no posee.

Análogamente, una correcta custodia aporta la seguridad necesaria y la confianza en que no se producirán robos de criptomonedas como ya hemos mencionado, además de evitar la confusión del patrimonio del adquirente de la criptomoneda con el de la plataforma.

Con todo, el establecimiento de un registro presenta una serie de inconvenientes derivados principalmente de la tecnología de soporte, la *blockchain*, y en especial a raíz de su carácter descentralizado. Cuestión que será ampliada en el siguiente capítulo al que emplazamos para su estudio.

1.2. Gestión de conflictos de intereses

Como veremos en el posterior análisis de otras formas de invertir en criptomonedas, existe la posibilidad de que los intereses de inversor y plataforma sean contrapuestos. Es el caso, por ejemplo, de las opciones binarias donde el beneficio de uno implica pérdidas

⁸⁶⁸ Artículo 430 CC. Sobre la posesión no existe un concepto unánime compartido por la doctrina, la legislación y la jurisprudencia. Antes bien, suele dar lugar a multitud de matices. En todo caso, y con voluntad esclarecedora adaptada a nuestro entorno normativo, O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Código Civil comentado y con jurisprudencia*, La Ley, Madrid, 2001, pp. 488 y ss., distingue la posesión como poder de hecho, de la posesión como poder jurídico. La primera hace referencia al hecho mismo de poseer, protegiéndose el poder. La segunda atiende a los efectos que determina la ley en circunstancias en las que, no existiendo el poder de hecho antes mencionado, se producen efectos análogos.

⁸⁶⁹ Así ha quedado recogido en CNMV, *Consideraciones de la CNMV sobre "criptomonedas" e "ICO" dirigidas a los profesionales del sector financiero, ... ob. cit.* p. 1.

para el otro. De ser así, la actuación en el mejor interés del cliente se dificulta sobremanera.

Con lo cual y a decir del artículo 208 bis TRLMV, para evitar que situaciones como esta redunden en un detrimento para los inversores, las plataformas deberán adoptar medidas para prevenir, detectar y gestionar dichos conflictos de intereses.

1.3. Transparencia en materia de comisiones

Es otra práctica habitual la deliberada exclusión de los costes de las comisiones en la comercialización de las criptomonedas. A menudo, estos costes y gastos se ocultan a los clientes hasta el momento de su pago por lo que, o bien son detraídos de los beneficios obtenidos, o bien se suman a las pérdidas generadas.

Aunque las comisiones no estén expresamente prohibidas, estas solo se contemplan para mejorar la calidad del servicio prestado y cuando no perjudique la honestidad, imparcialidad, profesionalidad, y actuación de la entidad en el mejor interés de sus clientes (artículo 220 quinquies TRLMV).

El evidente perjuicio que su ocultación puede ocasionar a los inversores se combate mediante la obligada comunicación clara y transparente de la forma de cálculo. Además dicha información deberá suministrarse al cliente antes de la prestación del servicio incluyendo todos los costes y gastos que incorpora.

2. Inversión vía contratos por diferencias

Sabido es que los contratos por diferencias (CFD) se basan en acuerdos entre el inversor y el intermediario financiero por el cual se pacta el pago de una liquidación en efectivo, favorable o desfavorable, resultado de la variación del precio de un activo subyacente durante un periodo determinado de tiempo⁸⁷⁰.

La AEVM los define como «*un instrumento derivado distinto a un contrato de opciones, de futuros, swaps o acuerdos sobre tipos de interés futuros cuyo propósito es ofrecer al titular una exposición larga o corta a las fluctuaciones en el precio, nivel o valor de un instrumento subyacente, con independencia de si se comercializa en una plataforma de negociación, y que debe o puede liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento u otra condición de rescisión del contrato*»⁸⁷¹.

⁸⁷⁰ En este sentido, CLIMENT, F., y MENEU, V., *Contratos por diferencias (CFDs)*, Interdin Bolsa, Barcelona, 2008, p. 13; SIMÓN DOMÍNGUEZ-BLANCO, G., *Manual de inversión en CFD's*, Inversor Ediciones S.L, Madrid, pp. 15 y ss.

⁸⁷¹ Artículo 1 a) Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, de restringir provisionalmente los contratos por diferencias en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Hemos insistido en la inmadurez de los mercados de criptomonedas, no regulados por ninguna entidad oficial y, con demasiada frecuencia, sede de importantes subidas que dan paso a no menos significativas bajadas de los precios. Y sin embargo, siguen atrayendo a numerosos inversores deseosos de ver multiplicado su dinero. Ante este aumento de la demanda han comenzado a proliferar los CFD cuyo activo subyacente es una criptomoneda.

En el específico caso en que el CFD opere sobre criptomonedas, se abre una nueva posibilidad para los inversores minoristas interesados en participar de las aparentes ventajas que reportan tanto los propios CFD, como las criptomonedas.

Lo verdaderamente interesante de estos contratos radica en que no es necesario poseer la criptomoneda para poder especular sobre su precio, bastará con suscribir CFD⁸⁷². De igual forma, el inversor se ve liberado de la necesidad de elegir un *wallet* en el que almacenar sus activos. Entre las distintas opciones de custodia, el inversor directo en criptomonedas puede elegir entre dejarlas en el mismo *exchange* en el que las adquirió, o bien puede decidir trasladarlas a otro *wallet*. En este sentido, la ventaja de operar a través de CFD está en que la plusvalía o minusvalía resultante repercutirá directamente en la cuenta de *trading* sin necesidad de tener que abrir un *wallet*⁸⁷³. Asimismo, podrá optarse entre invertir al alza o a la baja, operando en corto o largo⁸⁷⁴. Finalmente, existe la posibilidad de apalancamiento, posición que deberá adoptarse con cautela teniendo en cuenta la volatilidad del activo⁸⁷⁵.

Atendiendo a las características de los CFD, la AEVM adoptó, en mayo de 2018, la Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, de restringir provisionalmente los contratos por diferencias en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. La autoridad comunitaria basó sus medidas restrictivas en el carácter especulativo que suele revestir la comercialización de estos contratos. En colaboración con las autoridades nacionales competentes en materia de mercados de valores, se observó también el uso de técnicas de venta agresivas, que se acompañaban de falta de información transparente.

⁸⁷² Esta posibilidad presenta importantes ventajas para el inversor que puede asumir una posición en el activo de forma semejante a si lo adquiriera, pero suprimiendo el proceso de compra tal y como señala CLIMENT, F., y MENEU, V., *Contratos por diferencias (CFDs), ... ob. cit.*, p. 13.

⁸⁷³ La amplia variedad de criptomonedas disponibles y a las que ya nos hemos referido, supone que no todas estén disponibles en todos los *exchanges*. Con lo cual, de estar interesado en la adquisición de más de una, es posible que el inversor tenga que abrirse cuentas en varias de estas plataformas de compra y venta.

⁸⁷⁴ Téngase en cuenta que cuando se posee la criptomoneda la posición del inversor será siempre, y lógicamente, al alza pues solo así obtiene beneficios. En cambio, en un contrato CFD, siempre que así haya sido pactado, podrá obtener beneficios en los casos de bajada del precio.

⁸⁷⁵ Sobre el CFD en criptomonedas, DE LA FUENTE, R., *Criptomonedas vs. CFDs de Criptomonedas*, 9 de mayo de 2018, disponible en <https://blog.ibroker.es/criptomonedas-vs-cfds-criptomonedas/>; GATON, M., *Invertir en criptomonedas a través de CFDs*, 5 de abril de 2019, disponible en <https://www.criptolog.com/invertir-en-criptomonedas-a-traves-de-cfds/>.

La utilización de este tipo de contrato como forma alternativa de inversión en criptomonedas fue también objeto de evaluación. En concreto, se puso de manifiesto que el hecho de situar a las criptomonedas como el activo subyacente plantea una serie de preocupaciones adicionales derivadas de la inmadurez de las mismas. No puede ignorarse el hecho de que la formación del precio de las criptomonedas es un proceso poco sistematizado y aleatorio, lo que dificulta que los inversores puedan valorar este producto⁸⁷⁶.

El periodo inicial de duración de la restricción de tres meses fue ampliado en dos ocasiones posteriores y por el mismo espacio de tiempo⁸⁷⁷, ante la más que probable posibilidad, constatada por la propia AEVM, que, de ser levantadas las restricciones, volvieran a ofrecerse contratos CFD sin atender a las medidas adecuadas de protección de los inversores. No obstante, para dotar de estabilidad a las decisiones de la AEVM, la CNMV ha adoptado la Resolución de 27 de junio de 2019, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias, con la que, de manera indefinida, se mantienen las medidas restrictivas en nuestro país, si bien sujetas a revisión en caso de que se modificasen las circunstancias de mercado.

Así las cosas, de la decisión de restricción de los CFD resultan las siguientes medidas de protección de los inversores minoristas cuando participan de este contrato, en concreto cuando el activo subyacente es una criptomoneda.

2.1. Protección de la garantía inicial

Las técnicas de comercialización de los CFD y el desconocimiento de los riesgos que puede entrañar, impulsan a numerosos clientes a invertir en este tipo de contratos en el desconocimiento de que la mayoría de los inversores pierden su dinero. Así ha quedado demostrado en varios estudios específicos llevados a cabo en diversos Estados miembros⁸⁷⁸. En nuestro país, la CNMV reveló que un alarmante 82% de los inversores minoristas habían sufrido pérdidas en el periodo 2015-2016 incluido. Más preocupante, si cabe, es saber que las pérdidas medias se situaron en torno a los 4.700 euros⁸⁷⁹.

⁸⁷⁶ Vid. AEVM, *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options* (ESMA35-43-1000), 27 de marzo de 2018, p. 5, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1000_additional_information_on_the_agreed_product_intervention_measures_relating_to_contracts_for_differences_and_binary_options.pdf y FERNÁNDEZ, M., *Si quiere perder dinero esta es la mejor forma*, 23 de mayo de 2019, disponible en https://elpais.com/economia/2019/05/23/actualidad/1558621638_612978.html.

⁸⁷⁷ La primera ampliación se llevó a cabo mediante la Decisión (UE) 2018/1636, que extendió el plazo desde noviembre de 2018 hasta enero de 2019. La segunda a través de la Decisión (UE) 2019/155, de 23 de enero, que nuevamente alargó el plazo desde febrero de 2019 hasta abril del mismo año.

⁸⁷⁸ Entre otros Francia, Croacia, Irlanda, Italia, Polonia, Luxemburgo, Portugal o Noruega, donde los reguladores nacionales realizaron diversos análisis con el objetivo de determinar el porcentaje medio de inversores minoristas que perdían dinero con este tipo de contratos. Si bien la cifra oscila de un país a otro, el porcentaje suele situarse entre el 75% y el 80%. Vid. Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*, pp. 56 y ss.

⁸⁷⁹ *Ibidem* pp. 56 y ss.

Con el objetivo de limitar la proliferación y el alcance de esta situación, la AEVM ha optado por limitar la comercialización, distribución y venta a los minoristas mediante el establecimiento de una garantía inicial mínima para contratar un CFD⁸⁸⁰. La cifra será lo suficientemente significativa como para garantizar que únicamente aquellos clientes que sean capaces de registrar el mínimo solicitado puedan operar en el marco de este contrato. En todo caso, la garantía inicial mínima representará un porcentaje del valor total de la operación y se calculará teniendo en cuenta el valor del activo sobre el que el cliente pretende posicionarse⁸⁸¹.

Simultáneamente esta cantidad mínima cumplirá un doble objetivo. Por un lado, reducirá las pérdidas que podrían producirse si el cliente opera sin un mínimo inicial pues, en esos casos en los que no se requiere una cuantía mínima, la experiencia ha demostrado que tenderá a diversificar y abrir múltiples posiciones, con lo que aumenta el riesgo de pérdidas. De otra parte, sirve de colchón si, efectivamente, se producen dichas pérdidas⁸⁸².

2.2. Protección de liquidación de la garantía

En los CFD es posible adoptar una posición de apalancamiento frente a las fluctuaciones del precio, nivel o valor del subyacente. No cabe duda que el apalancamiento puede reportar importantes beneficios económicos, pero también supone la asunción de un riesgo que puede dar lugar a relevantes pérdidas. Debe tenerse en cuenta que una posición apalancada repercutirá en el rendimiento esperado de la inversión, pues las comisiones por operación serán mayores cuanto mayor sea el nivel de apalancamiento. De ahí que los posibles beneficios de los clientes disminuyan.

Además, viene siendo práctica habitual entre los proveedores de CFD la posibilidad de cerrar automáticamente la posición y liquidar una cuenta de un cliente cuando en el seno de una operación con apalancamiento elevado, la participación del cliente, sus pérdidas, llegan hasta un porcentaje específico, previamente determinado, de la garantía inicial. En otras palabras, si de la fluctuación del activo subyacente resultan pérdidas para el cliente, en un porcentaje determinado con respecto a la garantía inicial, el proveedor del CFD podrá cerrar la posición y liquidar su cuenta. Ante esta situación, es también habitual que el proveedor solicite al cliente que invierta más dinero para dar apoyo a su negociación. Sea como fuere, lo cierto es que esta práctica ha sido introducida por los mismos

⁸⁸⁰ Artículo 1 c) Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*: «Garantía inicial es cualquier pago a efectos de entrada en un CFD, excluidas las comisiones por operación o cualquier otro coste relacionado».

⁸⁸¹ *Vid.* Anexo I “Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente”, Decisión (UE) 2018/796, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.* p. 78 y AEVM, *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options* (ESMA35-43-1000), ... *ob. cit.*, p. 6.

⁸⁸² *Vid.* Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*, pp. 68 y ss.

proveedores como mecanismo de autoprotección ya que la fijación del porcentaje por encima del cual el cliente no podría seguir operando sin ingresar más dinero, es una prerrogativa propia cuyo objetivo es garantizar sus correspondientes comisiones. Al propio, también puede ser vista como una medida de protección del inversor pues disminuye el riesgo de pérdida total de la garantía inicial. Sin embargo, se ha comprobado que el porcentaje que da lugar a la liquidación automática no es homogéneo entre todos los proveedores de CFD que, asimismo, procederán a liquidar teniendo en cuenta los resultados que se obtengan en todas las posiciones abiertas en una misma cuenta de cliente, con independencia de que se trate de activos diferentes⁸⁸³.

Así las cosas existe una alta probabilidad de perder más dinero del inicialmente invertido en el caso de que la oscilación del activo subyacente se sitúe en la posición contraria a la adoptada por el cliente y exceda de la cantidad aportada por este, lo que podría dar lugar a unas pérdidas que sobrepasen el montante inicial.

El ofrecimiento de la posibilidad de apalancamiento entre clientes minoristas, ha ido en aumento desde los últimos años sin atender a su intrínseco nivel de complejidad, lo que las convierte en una opción inadecuada para este tipo de inversores.

A la luz de lo expuesto, la AEVM ha decidido que para una correcta protección del inversor minorista en este caso, debe imponerse, en primer lugar, una regla de liquidación y cierre que atienda a la cuenta del cliente y no a la posición concreta con respecto a un activo particular. Dicho de otro modo, deberá valorarse el estado general de la cuenta del cliente y no solamente el estado de una de las posiciones, para poder proceder a su liquidación.

En segundo lugar, se cerrarán todas las posiciones abiertas de CFD de un inversor minorista en las condiciones más favorables para este *ex* artículos 24 y 27 MiFID II, si los fondos caen por debajo de la mitad, esto es, por debajo del 50%. Con lo cual se homogeniza el porcentaje según el cual debe procederse a la liquidación y se reduce el riesgo de pérdidas⁸⁸⁴.

⁸⁸³ *Vid.* Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*, pp. 54 y ss.

⁸⁸⁴ Artículo 1 e) Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*: «Protección de la liquidación de la garantía es la liquidación de uno o más de los CFD abiertos de un cliente minorista en las condiciones más ventajosas para un cliente en virtud de los artículos 24 y 27 de la Directiva 2014/65/UE cuando la suma de los fondos en la cuenta de operaciones del CFD y las ganancias netas no realizadas de todos los CFD abiertos asociados a esta cuenta desciendan a menos de la mitad de la totalidad de la protección de la garantía inicial para todos esos CFD abiertos». *Vid.* Anexo I “Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente”, Decisión (UE) 2018/796, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.* p. 78; y, AEVM, *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options* (ESMA35-43-1000), ... *ob. cit.*, p. 6.

2.3. Advertencias sobre los riesgos y restricción de los incentivos

Otra importante cuestión en la inversión en CFD tiene que ver con la información que se suministra a los clientes. La MiFID II establece en su artículo 25.3 la obligación de la evaluación de la conveniencia de los productos financieros que se pretendan comercializar. Para ello se pedirá a los cliente que faciliten información relativa a sus conocimientos y experiencia con el fin de evaluar objetivamente si el producto es idóneo para su perfil. A pesar de ello, si el cliente no proporciona la información requerida, o ésta es insuficiente, bastará una simple advertencia en la que se le comunique que no ha sido posible determinar si el producto se ajusta a su perfil. Por tanto, una vez salvado este escollo, nada impide que un número cada vez mayor de clientes minoristas se interesen por estos contratos.

En este sentido, con relativa frecuencia se ha identificado el reiterado incumplimiento de las obligaciones de suministrar información clara y no engañosa a los clientes. En el seno de los CFD, al tratarse de contratos cuya vida es relativamente corta, la presión por la obtención de clientes ha dado lugar a todo un elenco de malas prácticas caracterizadas por una comercialización con técnicas agresivas y comunicaciones comerciales engañosas.

Con mayor precisión, no se hace adecuada referencia a los riesgos inherentes a la operación y no se revela la alta posibilidad de sufrir grandes pérdidas. Suele ser práctica habitual el ofrecimiento de beneficios comerciales como bonus, obsequios de diversa índole, tutoriales o descuentos en la comisiones. Todo ello con el objeto de ensalzar sus ventajas y distraer del alto riesgo que suponen.

Frente a esta situación, la AEVM ha decidido que en todas las comunicaciones o publicaciones dirigidas a inversores minoristas con fines de comercialización, distribución o venta, deberán incluirse las debidas advertencias estandarizadas sobre los riesgos. Estos avisos harán mención al porcentaje actualizado de cuentas minoristas que perdieron dinero en los últimos doce meses. De acuerdo a su finalidad esclarecedora e informativa, el porcentaje deberá figurar de forma clara y simple. En consonancia con ello, se prohíbe también la referencia y la oferta de beneficios comerciales.

En cuanto a la forma, las advertencias deberán suministrarse en un formato acorde a su importancia, con un tamaño de letra adecuado, al menos igual a la fuente predominante. Con la finalidad de establecer un estándar uniforme, la Decisión facilita los formatos en los que deberán aparecer las advertencias si la comunicación o información se publica en un soporte duradero, página *web* u otro medio⁸⁸⁵.

⁸⁸⁵ Vid. Anexo II “Avisos de alertas sobre los riesgos”, Decisión (UE) 2018/796, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*, p. 79.

2.4. Protección del saldo negativo

La imprevisibilidad de los mercados puede dar lugar a que los precios suban y bajen a veces de forma espontánea. Un escenario de cambio repentino de los precios, puede suponer que no se activen las medidas de liquidación de la garantía dando lugar a un endeudamiento en cantidades mayores a las invertidas. Para evitar esta situación se establece la protección del saldo negativo⁸⁸⁶ que supone que las pérdidas máximas, incluidos los costes relacionados, que asumirá el inversor minorista en la negociación de sus CFD se limitarán al total de los fondos implicados en esa operación. El inversor no incurrirá en responsabilidades adicionales.

Es necesario recalcar que cuando una cuenta de negociación también incluya otros instrumentos financieros, solamente se tendrán en cuenta los fondos destinados expresamente a negociar CFD, quedando a salvo los que se destinen a otros instrumentos financieros.

Con estas medidas se protege al inversor minorista de la ruptura inesperada de la continuidad de los mercados.

2.5. Consolidación de las restricciones por la CNMV

El carácter temporal de las restricciones ha sido objeto de evaluación por parte de la CNMV, quien ha determinado que todavía persiste la preocupación por la protección de los inversores minoristas que optan por los CFD. Por esta razón, la CNMV ha adoptado la Resolución de 27 de junio de 2019, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias, mediante la cual se implementan indefinidamente las restricciones propuestas por la AEVM.

La Resolución afectará a la comercialización, distribución y venta de este contrato entre clientes minoristas residentes en el territorio nacional con independencia del origen de la entidad que los distribuya o si posee o no sucursal en España. En idénticas circunstancias, será de aplicación a las entidades españolas que actúen como proveedoras en otros Estados miembros.

3. Inversión vía futuros y opciones binarias

3.1. La comercialización de futuros

En un contrato financiero de futuro el poseedor se obliga a comprar o vender un determinado activo financiero, en este caso, una criptomoneda, en una fecha futura y al

⁸⁸⁶ Artículo 1 f) Decisión (UE) 2018/796 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, ... *ob. cit.*, p. 77: «Protección del saldo negativo es el límite de la responsabilidad agregada del cliente minorista por todos los CFD asociados a una cuenta de operaciones de CFD con un proveedor de CFD para los fondos en dicha cuenta».

precio pactado en el momento de su adquisición⁸⁸⁷. El Reglamento de la Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados los define como un «contrato a plazo por el cual el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlo a un precio pactado en una fecha futura»⁸⁸⁸.

Se trata de productos financieros derivados, por lo que dependen del comportamiento del activo subyacente para generar ganancias o pérdidas. A diferencia de los CFD, se negocian en mercados organizados y controlados por la CNMV⁸⁸⁹. El contrato de futuro cuenta con la particularidad de estar estandarizado, lo que reportará las mismas garantías y derechos a todos los inversores. En cada contrato deberá hacerse constar el subyacente, la fecha de vencimiento, la cotización y el margen de garantía⁸⁹⁰. Dado que las pérdidas y las ganancias se liquidan diariamente, no es necesario agotar el plazo de vencimiento para proceder a la compra o venta del activo y con ello cerrar la posición.

Los contratos de futuros cuyo activo subyacente es una criptomoneda están empezando a acaparar cada vez mayor interés, especialmente más allá de nuestras fronteras. En Estados Unidos, el *Chicago Mercantile Exchange Group* (CME)⁸⁹¹, ha comenzado a interesarse especialmente por este tipo de contratos que viene ofreciendo desde finales de 2017⁸⁹². Sin embargo, ha sido recientemente, el 17 de junio de 2019, cuando el interés por los futuros se ha disparado hasta alcanzar máximos históricos en el seno de la CME. Así

⁸⁸⁷ Este tipo de contrato requiere de un conocimiento previo del funcionamiento de los mercados y del producto financiero en cuestión, así como la capacidad de poder estimar, con cierta solvencia, los movimientos venideros.

⁸⁸⁸ BME, *Reglamento MEFF*, 3 de enero de 2018, disponible en http://www.meff.es/docs/esp/normativa/circulares/2017/20171221_REGLAMENTO.pdf, p. 3.

⁸⁸⁹ Tal y como señala el artículo 43 TRLMV, «son mercados regulados aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en este capítulo y en sus normas de desarrollo, con sujeción en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad». A tales efectos, los mercados de futuros y opciones, serán considerados mercados secundarios oficiales tal y como señala el artículo 43.2. c) TRLMV. Por otra parte, «los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones tendrán por objeto los contratos de futuros, de opciones y de otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora del mercado. La sociedad rectora organizará la negociación de los citados contratos» (art. 65.1 TRLMV).

⁸⁹⁰ El subyacente hace referencia, en nuestro caso, a la criptomoneda elegida. La fecha de vencimiento hace referencia al momento en que debe ejecutarse la obligación de compra o venta. La cotización está relacionada con el precio, y es que aunque se estipule un precio teórico, sucede que la oferta y la demanda acaban determinando un precio de mercado diferente. Finalmente, el margen de garantía es el capital o los activos del inversor con los que hará frente a las posibles pérdidas que se deriven del contrato. En este sentido, GARCÍA ESTÉVEZ, P., “Entendiendo los futuros financieros”, *Partida doble*, núm. 201, 2008, pp. 28 y ss.

⁸⁹¹ El CME es el mercado de instrumentos derivados de mayor tamaño y que acumula mayor diversidad de activos del mundo. En cifras redondas opera con una media de más de tres mil millones de contratos por año. Actualmente engloba la más amplia gama de futuros, opciones y productos OTC a nivel internacional. Vid. <https://www.cmegroup.com/es/>.

⁸⁹² La CME no es ajena al crecimiento del mercado de las criptomonedas donde el *bitcoin* sigue liderando como moneda digital preferida para invertir. Razón por la que, en 2017, anunciaba la posibilidad de invertir en *bitcoin* a través de futuros. Vid. CME, *CME Group Announces Launch of Bitcoin Futures*, 31 de octubre de 2017, disponible en https://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2017/10/31/cme_group_announceslaunchofbitcoinfutures.html.

quedó patente en el mensaje de *twitter* publicado por el Grupo en el que desvelaba que se llegaron a realizar 643 contratos en un solo día, lo que sitúa la cifra total en torno a los 5311 contratos, equivalentes a 26.500 *bitcoins* o, aproximadamente 250 millones de dólares⁸⁹³.

Sin embargo, y en contrapartida a tan positivas cifras, la Bolsa de Chicago anunciaba que cerrará la negociación de los contratos de futuros de *bitcoin* en junio, cuando tenga lugar el vencimiento del último contrato suscrito⁸⁹⁴.

En nuestro país la CNMV advierte a los profesionales del sector financiero⁸⁹⁵ que la comercialización activa de este tipo de productos en régimen de oferta pública podría exigir la publicación de un folleto que deberá ser aprobado por la CNMV o por otra autoridad de la UE en caso de actuar como pasaporte⁸⁹⁶.

Sobre la obligatoria elaboración del folleto informativo deben tenerse en cuenta las dispensas del artículo 35.2 TRLMV. En consecuencia, no será necesaria se publicación cuando (i) la oferta de valores se dirija exclusivamente a inversores cualificados; (ii) la oferta de valores se destine a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados; (iii) la oferta de valores se enfoque en inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor y por cada oferta separada; (iv) el valor nominal unitario de la oferta de valores sea, al menos, de 100.000 euros; y (v) el importe total de la oferta de valores en la Unión Europea sea inferior a 5.000.000 euros, lo que se calculará en un período de doce meses.

Dado el carácter incipiente de este tipo de contratos, todavía no es posible disponer de cifras definitivas que arrojen algo de luz sobre su difusión a nivel comunitario. De ahí que no pueda concluirse tajantemente si la mayoría de los futuros, cuyo subyacente sea una moneda virtual, quedan obligados o no a la elaboración del folleto, si bien es cierto que puede llegar a aventurarse su dispensa por el cumplimiento de una o más de las exenciones previstas.

⁸⁹³ «CME Bitcoin futures (BTC) shows growing signs of institutional interest. BTC open interest rose by a record 643 contracts in a single day, establishing a new all-time high of 5,311 contracts on June 17 (26,555 equivalent bitcoin; ~\$250M notional)». Puede consultarse el mensaje de *twitter* en https://twitter.com/CMEGroup/status/1141015074062110721?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etwetembed%7Ctwterm%5E1141015074062110721&ref_url=https%3A%2F%2Fbitcoinist.com%2Fcmc-bitcoin-institutional-interest-hits-new-record-up-80-yoy%2F.

⁸⁹⁴ CBOE, *New CFE Products Being Added in March 2019*, disponible en http://markets.cboe.com/resources/product_update/2019/New-CFE-Products-Being-Added-in-March-2019-Update.pdf.

⁸⁹⁵ CNMV, *Consideraciones de la CNMV sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero, ... ob. cit.*

⁸⁹⁶ En este caso el folleto aprobado por la autoridad competente de cualquier país miembro actuaría como pasaporte y se podría utilizar para realizar ofertas públicas y admisiones a negociación de valores en mercados regulados en toda la Unión Europea. *Vid.* CNMV, *Régimen transfronterizo del folleto (pasaporte europeo)*, disponible en https://cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ7.

3.2. La comercialización de opciones binarias

Es posible, igualmente, invertir en criptomonedas a través de un contrato de opciones binarias. Se trata de un producto derivado donde el beneficio del inversor depende de que se produzcan uno o más eventos específicos en relación con el precio del activo subyacente, por ejemplo que suba, baje o alcance un precio determinado⁸⁹⁷.

Se trata, en nuestro caso, de realizar una apuesta sobre la subida o bajada del precio o valor de la criptomoneda en cuestión. Si la alternativa elegida por el inversor coincide con la postura pactada, la opción paga o bien el contrato permanece abierto. Si, por el contrario, la elección no coincide, el inversor pierde su dinero. En definitiva se trata de establecer una premisa que pueda ser contestada con un sí o un no.

Entre los principales riesgos que presenta este producto destaca el inherente conflicto de intereses que se produce entre el oferente y el inversor, pues no debemos perder de vista que el beneficio del primero depende directamente de las pérdidas del segundo. Por otra parte, este tipo de contratos suele venir acompañado de agresivas técnicas de comercialización, amén de fomentar la conducta ludópata entre los inversores. Por ello, y al igual que en el caso de los CFD, la AEVM también se ha pronunciado sobre las opciones binarias en la Decisión (UE) 2018/795 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, para prohibir temporalmente la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Más en esta ocasión la medida adoptada prohibió completamente la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas. Veto que se ha renovado a nivel comunitario hasta en tres ocasiones.

En el panorama nacional, la CNMV las ha prohibido definitivamente en virtud de la reciente Resolución de 27 de junio de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de

⁸⁹⁷ Vid. DOUE, Decisión (UE) 2018/795 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 22 de mayo de 2018, para prohibir temporalmente la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas en la Unión en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, p. 33. Por su parte, la Resolución de 27 de junio de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias, las define como «una apuesta sobre el movimiento a corto plazo del precio de uno o más activos subyacentes, expresada en términos de dos escenarios predefinidos, y no responden por lo tanto a ninguna necesidad genuina de inversión para los inversores. Generalmente las OB tienen un vencimiento muy reducido y su finalidad es puramente especulativa. Al ser instrumentos financieros que presentan características más próximas a los juegos de azar que a las inversiones financieras, las OB contribuyen a crear comportamientos adictivos entre los inversores». Las opciones binarias no deben confundirse con el contrato de opciones denominado “vainilla” o tradicional en el que se le otorga al comprador el derecho, si bien no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente, bajo determinadas condiciones de precio y en un plazo señalado de tiempo. CNMV, *Guía informativa de la CNMV. Qué debes saber de futuros y opciones*, julio de 2006, disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/GUIA OPCYFUT.PDF>.

Valores, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias, ya mencionada y que entró en vigor el pasado 2 de julio de 2019.

En la fundamentación de la prohibición, coinciden el regulador europeo y el nacional en el carácter puramente especulativo de estos contratos cuyo plazo de vencimiento suele ser sumamente corto⁸⁹⁸. Asimismo, existe un notable conflicto de intereses que, como hemos avanzado, puede dar lugar a que se manipule el precio del subyacente o se alargue unos segundos el plazo de vencimiento si las perspectivas son negativas para el proveedor. Ello se acompaña del incumplimiento de las obligaciones de evaluación de la conveniencia, las cuales se dan por zanjadas tras una simple advertencia al cliente.

Así las cosas, y atendiendo a la complejidad y riesgo de este contrato, la protección del inversor minorista se consigue prohibiendo la comercialización entre este sector de inversores.

4. Inversión vía fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectiva

Tras la llegada de la crisis a nuestro país quedó patente una realidad propia de nuestra economía de la que éramos plenamente conscientes pero que hasta entonces no había planteado inconvenientes. Nos referimos a la excesiva bancarización de las fuentes de financiación. En este nuevo contexto recesivo ha sido necesario desarrollar nuevas y alternativas vías de financiación que cumplan su cometido con una mínima injerencia bancaria. Es el caso de la inversión colectiva que ha ido ganando una importancia creciente y que permite la captación pública de fondos para invertirlos en activos financieros o no financieros. Las IIC se definen como *«aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos»*⁸⁹⁹.

Por otra parte, el auge de las criptomonedas y las posibilidades que ofrecen, no han pasado desapercibida para estas IIC por cuanto pueden dar lugar a una forma alternativa de inversión. Así las cosas, este tipo de fondos se enmarcan en el ámbito de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

⁸⁹⁸ Tal es el caso que es posible establecer un plazo cuyo vencimiento quede fijado en varios minutos tras la suscripción.

⁸⁹⁹ Artículo 1 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Con mayor detalle, tal y como señala la CNMV en su documento de *Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas Fintech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*, actualizado el 12 de marzo de 2019, la constitución de esta clase de fondos orientados a la inversión directa en criptomonedas deberá realizarse a través de una entidad de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC). «*Se entenderá por entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) aquellas entidades de inversión colectiva que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida*»⁹⁰⁰.

Tal y como se señala, el capital captado se invertirá de acuerdo a una serie de políticas definidas entre las que se incluye, la regulación de la desinversión. La desinversión justamente debe atender una serie de requisitos, es decir, debe producirse de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y lo percibido guardará relación con los derechos que corresponden a cada inversor en función de los términos fijados en los estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones⁹⁰¹.

Sin embargo, lo verdaderamente interesante a nuestro objeto de estudio es el hecho de que las acciones o participaciones de las EICC españolas se comercializarán en exclusiva entre clientes profesionales⁹⁰², esto es, quienes cumplan los requisitos de experiencia, conocimientos y cualificación, o soliciten su reconocimiento como tal (arts. 205 y 206 TRLMV). No obstante, la propia Ley 22/2014, de 12 de noviembre, recoge la posibilidad de comercialización entre otro tipo de inversores que se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y que, además, declaren por escrito que conocen el riesgo al que se enfrentan⁹⁰³. Adicionalmente, la comercialización podrá realizarse entre otro tipo de clientes siempre que se trate de administradores, directivos o empleados de la sociedad gestora, o cuando los inversores se interesen por entidades de capital riesgo cotizadas en bolsa de valores, o cuando justifiquen disponer de experiencia en la inversión, gestión o asesoramiento en entidades de capital riesgo similares a aquella en la que pretenden invertir⁹⁰⁴.

Así las cosas, el perfil de inversor minorista en criptomonedas no parece ajustarse a ninguna de las excepciones previstas, de tal suerte que la inversión en criptomonedas vía fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectiva les está expresamente vedada o, como mínimo, limitada a unas cifras de inversión mínimas (100.000 euros) de difícil alcance, lo que no deja de ser otra forma de limitación. En consecuencia, debemos descartar esta forma de inversión de entre las opciones posibles para nuestro perfil de inversor.

⁹⁰⁰ Artículo 4.1 Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

⁹⁰¹ Artículo 2.1 Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

⁹⁰² Artículo 75.1 Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

⁹⁰³ Artículo 75.2 y 3 Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

⁹⁰⁴ Artículo 75.4 Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

5. Inversión vía bonos estructurados cuyo subyacente sean criptomonedas

La comercialización bajo esta modalidad suele revestir la forma de *exchange traded products* (ETP) o *exchange traded notes* (ETN).

Un ETP es el término genérico que se utiliza para hacer referencia a los productos financieros que cotizan de forma derivada, esto es, dependen de otros instrumentos de inversión. Tienen, por tanto, un índice de referencia en el que se basan y que en este caso serían las criptomonedas. En resumen, su valor procede del valor del otro instrumento financiero y se negocian en las bolsas por referencia a ese índice que replican.

Se gestionan de forma pasiva, es decir, simplemente se hace un seguimiento del activo, sin analizarlo, por lo que las comisiones suelen ser menores. Los fondos ETP cotizan en bolsa donde son tratados como una acción, de forma que se puede fijar un precio límite para su compra y venta.

La rápida oscilación de los precios del valor de referencia (la criptomoneda) puede dar como resultado la obtención de beneficios o importantes pérdidas, sobre todo por la posibilidad que las ETP tengan varias inversiones subyacentes.

Los ETP pueden adoptar muchas formas, cada una de ellas con características comunes. Es el caso de los ETN que son valores, calificaciones crediticias, que representan una deuda no subordinada. Replican los movimientos de un índice subyacente y permiten el acceso de los inversores a sectores de difícil entrada, además a un bajo precio. A su vencimiento se abonará o devengará al inversor la revalorización de tal índice.

Sobre este tipo de inversión en criptomonedas, la CNMV destaca que su comercialización como oferta pública requiere de la aprobación de un folleto también sometido al régimen de pasaporte, en los mismos términos que para el ya mencionado caso de los contratos de futuros. En este caso, se repite nuevamente la dificultad para conocer con seguridad el grado de difusión de este tipo de contratos entre los inversores minoristas, pues aún no gozan de la amplia expansión que acompaña, por ejemplo, a los CFD⁹⁰⁵. Por esta razón, actualmente solo es posible saber, y así lo ha dicho el supervisor nacional, que deben emitir un folleto, más no cuándo la operación de ETP o ETN cumple con alguna de las dispensas previstas en el artículo 35.2 TRLMV.

⁹⁰⁵ La primera operación ETP de esta clase fue aprobada por el regulador suizo el pasado noviembre, *vid. El primer cripto ETP del mundo fue aprobado en Suiza*, 18 de noviembre de 2018, disponible en <https://criptonews.es/el-primer-cripto-etp-del-mundo-fue-aprobado-en-suiza/>.

I. NOTAS INTRODUCTORIAS

Si por algo se caracterizan los nuevos entornos financieros eminentemente digitales es por su capacidad de evolución que puede llegar a determinar la aparición de nuevas formas de actuación en períodos muy breves de tiempo. Situación que obliga constantemente a la revisión y adecuación de la normativa vigente a los nuevos escenarios jurídico-económicos.

En este sentido, ya hicimos referencia a la revolución que supuso la posibilidad de digitalizar la propiedad mediante su *tokenización*⁹⁰⁶, lo que ha facilitado la aparición de las ofertas iniciales de monedas o con mayor propiedad, de criptomonedas, o *initial coins offerings*, (ICO). Esta denominación evoca rápidamente y por asimilación a las *initial public offering* u ofertas públicas de venta. Sin embargo, en esta ocasión lo que los inversores adquieren son activos criptográficos o más propiamente *criptoactivos*, esto es, un activo generado mediante tecnología *blockchain*. De ahí que la definición genéricamente aceptada de ofertas de criptomonedas, no sea del todo precisa y requiera, desde estas líneas iniciales, su matización. Y es que un *criptoactivo* puede tener diversas características según las funciones para las que ha sido creado.

Con carácter general y de forma unánime, se distinguen tres tipos de *criptoactivos* principalmente. En primer lugar, se sitúan los *criptoactivos* de pago donde quedan incluidas las criptomonedas que ya hemos tenido ocasión de estudiar y que sirven como medio de pago para sufragar el precio de bienes o servicios, funcionando como monedas virtuales. En segundo término es posible distinguir aquellos que tienen finalidad de inversión, y que llegan a generar un derecho a la obtención de beneficios de forma similar a las acciones u otros instrumentos de renta variable. En último lugar, se encuentran los *criptoactivos* de utilidad que otorgan a su poseedor derechos de consumo para acceder a algún tipo de producto o servicio⁹⁰⁷.

Esta superposición de *criptoactivos* que pueden generarse a través de una ICO, puede dar lugar a confusión, sobre todo porque se agrupan bajo la denominación de oferta inicial de criptomonedas que, hemos visto, es solamente una de sus posibles variantes. Más, su explicación se encuentra en que durante las primeras etapas de la tecnología *blockchain* solamente se emitieron criptomonedas, en concreto, *bitcoins*.

Con el lanzamiento de una ICO se persigue la obtención de financiación mediante la emisión de un *criptoactivo* que podrá ser adquirido por los inversores a cambio de

⁹⁰⁶ Concepto sobre el que volveremos más adelante.

⁹⁰⁷ Sobre la distinción de los *criptoactivos*, *vid.* AEVM, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, (ESMA50-157-1391), 9 de enero de 2019, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, p. 8.

criptomonedas sólidas y en circulación, como por ejemplo *bitcoin* o *ether*, o a cambio de dinero fiduciario. Cualquiera que sea la solución elegida, esta contrapartida servirá para financiar el futuro proyecto.

Si bien, tal y como veremos, la solidez, seguridad e implantación de esta forma de financiación todavía se encuentra en ciernes tanto a nivel nacional como internacional, lo cierto es que representan, una vez más, otra arista en el tradicional sistema financiero, contribuyendo de manera significativa a la modificación del perfil conocido y, en fin, abriéndose paso como una novedosa forma de captar los recursos necesarios para la puesta en marcha de futuros proyectos innovadores. Desde luego las estadísticas son llamativas tal y como refleja el cuarto informe sobre ICO presentado por la consultora *Price Waterhouse Coopers*, donde se recoge que en 2018 se lanzaron más de 1.132 operaciones exitosas, lo que supone el doble de las realizadas en 2017⁹⁰⁸. Trasladados los datos a cifras de recaudación nos situaríamos en torno a los 20.000 millones de dólares⁹⁰⁹.

Cada vez con mayor frecuencia las empresas con un enfoque innovador y, en muchas ocasiones, de reciente creación están recurriendo a las ICO como fuente de financiación alternativa. Sin embargo, no puede soslayarse el hecho de que la mayoría de las *startups* inmersas en una ICO se encuentran todavía en fases muy embrionarias de su proyecto. De hecho, es muy probable que no hayan desarrollado aún su modelo de negocio. Esta situación de especial incertidumbre dificulta sumamente el acceso a fuentes tradicionales de capital. Por tanto y mediante una ICO, lo que se busca financiar es una idea de negocio, un modelo, un plan; en fin, una esperanza.

Si bien el proceso de lanzamiento de una ICO todavía no se encuentra normalizado, procederemos a continuación a simplificar y facilitar su entendimiento.

En un primer momento, el emisor debe recurrir a la red *blockchain* para emitir o minar el *criptoactivo* en cuestión que podrá ser una criptomoneda o cualquier otra unidad de valor representada mediante un *token*. Este *criptoactivo* deberá ser tasado de cara a su posterior adquisición por parte de los inversores. Este proceso dará como resultado un nuevo *criptoactivo* o *token* que será ofertado a un precio determinado y normalmente expresado en *bitcoin*, *ether* o por referencia a una moneda oficial (euro, dólar, libras etc.). Subyace

⁹⁰⁸ Vid. PWC, *4th ICO / STO Report. A Strategic Perspective*, marzo de 2019, disponible en <https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/ch-20190308-strategyand-ico-sto-report-q1-2019.pdf>.

Sobre otras estadísticas, vid. BURGESS, B., y SANKARAN, A., *ICO portfolio is down by 66% in the first half of 2018, according to EY study*, 19 de octubre de 2018, disponible en https://www.ey.com/en_gl/news/2018/10/i-c-o-portfolio-is-down-by-sixty-six-percent-in-the-first-half-according-to-ey-study e Informe del *Securities and Markets Stakeholder Group* para la AEVM, SMSG, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, (ESMA22-106-1338), 19 de octubre de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf.

⁹⁰⁹ Las cifras detalladas cumplen una labor meramente ilustrativa pues la rápida evolución de los ecosistemas digitales y la alta volatilidad de las ICO, mantienen las estadísticas en constante transformación. Pese a ello, la progresiva implantación de esta nueva forma de financiación y las positivas perspectivas son innegables y permanecen invariables.

a este procedimiento la generación de un *smart contract* cuyas características permitirán la automatización de la recepción del método de pago previsto y la emisión de la contrapartida, esto es, el nuevo *criptoactivo* previsto⁹¹⁰.

Así las cosas, es innegable la complejidad que pueden llegar a presentar las ICO y, en general, todas las operaciones asociadas a las redes *blockchain*, para aquellos inversores no familiarizados con los numerosos conceptos de índole tecnológica y financiera que se solapan a lo largo del proceso⁹¹¹. Por este motivo debemos plantearnos si este tipo de inversión realmente ha tenido, o tendrá, calado entre los inversores de pequeño perfil.

En el momento actual, las ICO todavía se encuentran en fase de implantación y desarrollo en nuestro país. Los numerosos interrogantes jurídicos que se ciernen sobre ellas, y que intentaremos detallar y esclarecer a lo largo de estas páginas, impiden actualmente determinar con precisión la clase de clientes preferentes hacia los que se enfoca. No obstante, debemos tener en cuenta que en las ICO no existe limitación alguna sobre las cantidades mínimas a invertir. Del mismo modo, tampoco se identifican unas cantidades mínimas para la negociación en las plataformas dedicadas a ello⁹¹². Con lo cual, es posible inferir en la coyuntura actual, que las ICO pueden representar una opción más o menos atractiva y asequible tanto para clientes profesionales como minoristas. Sin embargo, en el Reino Unido la FCA viene advirtiendo desde 2017 que solamente deberían participar en estos proyectos inversores experimentados, que conozcan la operación y puedan asumir, en última instancia, perder todo el capital invertido⁹¹³. En esta línea, el regulador inglés también ha anunciado que someterá a consulta algunas propuestas que ya se barajan sobre la prohibición de comercialización de ciertos derivados de *criptoactivos* para los inversores minoristas⁹¹⁴.

⁹¹⁰ Vid. OECD, *Initial Coin Offerings (ICO) for SME Financing*, 15 de enero de 2019, disponible en <https://www.oecd.org/finance/initial-coin-offerings-for-sme-financing.htm>; GARCÍA RODRÍGUEZ, A., “Initial Coin Offerings. El nuevo método de financiación nacido de la globalización y la revolución tecnológica”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2018, p. 3, ed. electrónica; BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “Situación regulatoria y actitud de las autoridades competentes ante el fenómeno de las ICO (Initial Coin Offerings)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 23, 2018, p. 2 y ss., ed. electrónica; FMA, *Fact Sheet on Initial Coin Offerings*, 1 de octubre de 2018, disponible en <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-factsheet-ico.pdf>.

⁹¹¹ Y es que el entorno de las ICO es bastante complejo y las personas que deseen participar en él deberían asegurarse de estar familiarizados con conceptos como centros de intercambio digital, operadores de plataformas de negociación, proveedores de carteras digitales...etc. En este sentido, OECD, *Initial Coin Offerings (ICO) for SME Financing*, ...ob. cit. p. 10.

⁹¹² Vid. AEVM, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ... ob. cit. pp. 12 y ss.

⁹¹³ FCA, *Consumer warning about the risks of Initial Coin Offerings ('ICO')*, 19 de septiembre de 2017, disponible en <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

⁹¹⁴ Vid. FCA, *Guidance on Cryptoassets*, 23 de enero de 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3-guidance-cryptoassets>. La determinación del perfil del consumidor de *criptoactivos* preocupa al legislador del Reino Unido que ha realizado varias consultas con el objeto de delimitar las características de los inversores británicos. FCA, *Cryptoassets: Ownership and attitudes in the UK. Consumer survey research report*, marzo 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/cryptoassets-ownership-attitudes-uk-consumer-survey-research-report.pdf>; FCA, *How and why consumers buy cryptoassets*, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/how-and-why-consumers-buy-cryptoassets.pdf> y FCA, *Guidance on Cryptoassets*, ...ob. cit. p. 6.

De lo expuesto trasciende, por tanto, la incuestionable necesidad de prever, articular y aplicar un régimen regulador sólido que repercuta positivamente en la protección de los inversores, al tiempo que no constriña innecesariamente el desarrollo de estas nuevas tendencias innovadoras.

II. VENTAJAS Y RIESGOS DE LA INVERSIÓN EN *INITIAL COIN OFFERINGS*

1. Ventajas

La positiva y creciente aceptación de las ICO como fuente alternativa de financiación, obliga a analizar sus ventajas desde la doble perspectiva de los emisores y los inversores.

1.1. Para los emisores

La primera y probablemente principal ventaja sea que las ICO suponen la estructuración de una fuente alternativa de financiación. Y es que, con independencia de las políticas económicas de cada país, lo cierto es que las empresas innovadoras y en fases iniciales de su andadura, deben lidiar con innumerables trabas a la hora de conseguir financiación para sus proyectos. Razón por la que el desarrollo de nuevas vías para la financiación de capital riesgo hayan ido ganando cada vez más adeptos en los entornos empresariales.

De esta forma y, en segundo lugar, la empresa es capaz de generar desde el momento mismo de su creación, o incluso antes, una red de usuarios o clientes iniciales de su producto o servicio que serán, precisamente, esos inversores que han aportado sus ahorros al proyecto⁹¹⁵.

Seguidamente, no puede obviarse la relativa sencillez del proceso de lanzamiento de una ICO, respaldado por la ausencia o escasa regulación del mismo. Y es que, las cifras de recaudación suelen situarse por debajo de las necesarias para considerar la operación como oferta pública de venta, de ahí que el proceso sea más ágil.

En cuarto lugar, la descentralización que caracteriza a la tecnología *blockchain* adquiere una importante dimensión a la hora de facilitar a los emisores el acceso a un mercado sin fronteras de ninguna clase. Las solicitudes de financiación se difunden internacionalmente y, en consecuencia, los potenciales inversores poseen diversos orígenes⁹¹⁶.

Debe señalarse que el uso de *criptoactivos* contribuye notablemente al aumento de la velocidad de las transacciones, debido a la ausencia de intermediarios. Esto supone

⁹¹⁵ Vid. SMSG, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ...ob. cit. p. 10 y ss.

⁹¹⁶ En este sentido, SAMANIEGO, J. F., *ICO o la nueva financiación basada en las criptomonedas*, 30 de abril de 2018, disponible en <https://hablemosdeempresas.com/empresa/que-es-una-ico/>.

también un importante ahorro de costes, lo que sin duda es valorado positivamente por quienes recurren a esta vía.

El uso de *smart contracts* es otro punto a favor que debe valorarse, sobre todo por su capacidad para automatizar la ejecución de obligaciones contractuales. El empleo de estos contratos contribuye a la reducción de costes de la operación y reduce significativamente los incumplimientos contractuales.

En último lugar, las ICO permiten financiar futuros negocios sin diluir la propiedad de los mismos ya que el *criptoactivo* que se genere estará relacionado solamente con ciertos beneficios sobre el producto o servicio⁹¹⁷.

1.2. Para los inversores

Para los futuros inversores las ventajas también son significativas, teniendo en cuenta que deben ponerse en relación con los múltiples riesgos que asumirán.

La más notable es la posibilidad de obtener grandes beneficios. Quienes invierten en una ICO esperan, a corto plazo, que el negocio sea un éxito, pues ello supondrá la revalorización de sus *criptoactivos*⁹¹⁸. De esta forma, y tras la negociación de los mismos, el beneficio económico remanente compensará la inseguridad de la operación. La asunción de un nivel de riesgo de tales dimensiones, y que podría calificarse como acto de fe, se ha visto recompensada en varias ocasiones⁹¹⁹, lo que ha supuesto que las ICO hayan ganado una popularidad creciente. En definitiva, la liquidez, de producirse, suele venir acompañada de importantes beneficios económicos.

En esta misma línea, de un informe elaborado por la FCA en el que se estudiaba las razones por las que los consumidores compraban *criptoactivos*, se desveló que la mayoría de los entrevistados lo hacían con la intención de obtener a cambio cantidades significativas de dinero en muy poco tiempo sin tener que trabajar. El mínimo esfuerzo que supone la adquisición de *criptoactivos* suele atraer a muchos inversores en su mayoría jóvenes⁹²⁰.

⁹¹⁷ En este sentido, PASTOR SEMPERE, M. C., “La protección del inversor en *tokens* vendidos a través de ofertas iniciales de monedas (ICO, también llamadas ventas de *tokens*)”, en *Vías extrajudiciales de protección del inversor e instrumentos en la financiación de empresas*, (BELANDO GARÍN, B., y BOLDÓ RODA, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018, p. 298.

⁹¹⁸ GARCÍA RODRÍGUEZ, A., “Initial Coin Offerings. El nuevo método de financiación nacido de la globalización y la revolución tecnológica”, ...*ob. cit.* p. 2, ed. electrónica, quien señala que «(...) si el negocio implementado resultase exitoso, los inversores se beneficiarían de la subida de valor de la compañía y consecuentemente de la subida de valor de la criptomoneda por ella emitida».

⁹¹⁹ Es el caso, entre otros muchos ejemplos, de las ganancias obtenidas por quienes invirtieron en las ICO celebradas por NXT, IOTA, Neo o la propia *Ethereum*.

⁹²⁰ FCA, *How and why consumers buy cryptoassets*, ...*ob. cit.* p. 14.

La segunda ventaja la proporciona el propio funcionamiento de las cadenas de bloques, ya que la transferencia del activo será más segura, al tiempo que posibilita su trazabilidad⁹²¹.

Simultáneamente, en las ICO se produce la democratización de la inversión. En efecto, no será necesario recurrir a empresas de servicios de inversión o equivalentes para formalizar nuestras intenciones. Bastará con registrarnos en la página *web* desde donde tenga lugar la ICO, con independencia de su localización geográfica.

2. Riesgos

La inversión en ICO puede llegar a suponer importantes beneficios en poco tiempo siempre que se esté dispuesto a asumir los elevados y múltiples riesgos que comportan. El desafío jurídico se sitúa, por tanto, en ofrecer un nivel de protección tal que reduzca, y en el mejor de los casos neutralice, el repertorio de riesgos que una ICO transmite a sus inversores.

2.1. Entorno regulatorio incierto

Tal y como estudiaremos en las siguientes páginas, alrededor de las ICO existe actualmente un entorno legislativo inestable. Pese a los esfuerzos de la AEVM y de la CNMV que iremos desgranando en estas páginas, aún falta mucho camino por recorrer debido, en parte, a la juventud de estas operaciones. Baste por el momento con anticipar que los desvelos de los supervisores nacionales y comunitarios por hacer coincidir los *tokens* emitidos en una ICO dentro de la categoría de valor negociable o instrumento financiero están siendo, de momento, insuficientes para abordar las muchas aristas que presenta una operación de estas características.

En el concreto caso español, la CNMV ya ha advertido, en comunicado más relevante publicado hasta el momento en el ámbito de las ICO a nivel nacional⁹²², que para determinar si un *token* emitido a través de una ICO puede considerarse valor negociable, se analizará cada caso en particular. En el mismo comunicado el supervisor nacional recogía una serie de criterios y subrayaba el carácter temporal de los mismos, «*sujetos a revisión en función de la experiencia que se vaya acumulando y el debate que al respecto se está desarrollando actualmente a nivel internacional y, en particular, en la AEVM*». Lo cual nos reafirma en la opinión de que estamos aún lejos de un marco regulatorio sólido y eficaz.

⁹²¹ Vid. SMSG, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ...ob. cit.* p. 11 y ss.

⁹²² En dicho comunicado se recogen los criterios que marcarán la actuación de la CNMV en estas operaciones. Haremos referencia a él en numerosas ocasiones a lo largo de este trabajo. Vid. CNMV, *Criterios en relación con las ICO*, 20 de septiembre de 2018, disponible en <http://cnmv.es/DocPortal/Fintech/CriteriosICO.pdf>.

Este todavía impreciso entorno jurídico, volvió a quedar patente en el informe sobre las ofertas iniciales de monedas y *criptoactivos*, emitido por el *Securities and Markets Stakeholder Group*⁹²³. En dicho informe se recogieron los resultados del estudio de las posturas e iniciativas legislativas de los supervisores europeos con respecto a las ICO. De las numerosas y dispares jurisdicciones analizadas, solo siete arrojaron un enfoque proactivo evidente, legislando expresamente y desarrollando criterios o directrices específicos que permiten evaluar cómo y en qué medida una ICO será considerada instrumento financiero, de tal forma que pueda quedar comprendida sin ambages en su regulación sobre servicios financieros⁹²⁴.

España, por su parte, quedó incluida en el grupo de quince jurisdicciones que todavía mantienen una postura con reservas⁹²⁵. Este enfoque cauteloso se manifiesta en que no restringen las ICO, pero deberán ser analizadas una a una y de conformidad con instrumentos legislativos vigentes tanto en el territorio nacional como en la UE.

2.2. Elevado riesgo de pérdidas

Del total de empresas que recurren a las ICO como fuente alternativa de financiación, un alto porcentaje se encuentran todavía en fases muy iniciales de su desarrollo. Las posibilidades que permite una ICO pueden resultar muy atrayentes para nuevas empresas de perfil tecnológico, y quizás, menos plausibles para empresas ya instaladas en un determinado sector económico y con un mayor recorrido. De hecho, es muy probable incluso que la empresa como tal ni siquiera exista en el momento de lanzar la ICO, y que el objetivo de la operación sea, precisamente, valorar la viabilidad económica del producto que se desarrollará siempre que se consigan los fondos requeridos. Es lo que se conoce como pre-ICO⁹²⁶.

Este cúmulo de circunstancias, a saber, la juventud de la empresa, la incertidumbre del proceso de lanzamiento de una ICO, el desconocimiento sobre los posibles beneficios que pueda generar la idea y la necesidad de dominar, al menos con cierta destreza, todos los conceptos informáticos intervinientes, pueden jugar un papel relevante en la supervivencia del proyecto y de la empresa misma.

⁹²³ SMSG, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ...ob. cit.*

⁹²⁴ Estas jurisdicciones son Malta, Suiza, Lituania, Gibraltar, Jersey, Isla de Man y Francia.

⁹²⁵ Los demás países incluidos en el mismo grupo, y por ende bajo la misma categoría son Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Estonia, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Liechtenstein y Guernsey.

⁹²⁶ En algunas ocasiones los emisores de una ICO plantean el lanzamiento de una operación previa conocida como pre-ICO. Se estructura como una venta privada de *tokens* dirigida a un número determinado y reducido de inversores que contarán con información privilegiada ya que el riesgo que asumen es todavía mayor. Generalmente el capital recaudado servirá para financiar la ICO posterior. En todo caso, estas preventas pueden dar lugar a una serie de problemas entre los que destacan el hecho de que los inversores iniciales poseen mayor información. Asimismo, el precio de adquisición variará sustancialmente entre la operación previa y la ICO posterior, lo que supone que unos inversores podrán comprar unos *tokens* con importantes descuentos, frente a otros inversores que habrán de pagar el precio íntegro. Por otra parte, los emisores que optan por una preventa no asumen ningún riesgo financiero, ni personal con estas operaciones previas. *Vid. OECD, Initial Coin Offerings (ICO) for SME Financing, ...ob. cit. p. 16.*

Los datos no dejan de ser sorprendentes y desvelan que más allá de los buenos augurios previstos en el *whitepaper* de la ICO, la realidad es bien distinta. Del reciente informe publicado por el auditor *Ernest and Young* para la primera mitad del año 2018⁹²⁷ se comprueba que el 86% de las principales ICO que cotizaban en una bolsa de *criptocurrency* (criptomonedas) están por debajo de su precio inicial de cotización, mientras que un 30% ha perdido sustancialmente todo su valor. De otra parte, de las veinticinco empresas examinadas, siete aceptaban pagos tanto en moneda fiduciaria (euros, dólares...), como a través de los propios *tokens*, de forma que no es necesario adquirir dichos *tokens* para acceder al servicio o producto ofertado lo que, inevitablemente, disminuye su valor⁹²⁸.

A la luz de lo anterior, la conclusión es contundente. Aun desplegando un alto grado de diligencia previa a la inversión en una ICO, la posibilidad de fracaso y de perder la mayor parte o la totalidad del capital invertido es sumamente alta. Y ello sin entrar a valorar las cifras de ICO fraudulentas⁹²⁹.

2.3. *Iliquidez y volatilidad*

Con carácter introductorio debemos señalar que la liquidez hace referencia a la posibilidad de transformar un activo financiero en dinero en un corto plazo de tiempo, mediante su venta en el mercado y sin que ello produzca una afección notable en su precio de venta. Un mercado líquido se caracteriza por la proliferación de negociaciones activas donde el inversor puede enajenar sin dificultad y al precio propuesto su posición⁹³⁰.

Puede apreciarse de entrada la dificultad que supondrá encontrar liquidez para los *criptoactivos* estudiados, entre otras cuestiones, porque la negociación de los mismos se llevará a cabo en mercados y plataformas no organizadas. La falta de aceptación de los *criptoactivos* como monedas de pago y el reducido mercado en el que es posible su uso, lastran su liquidez, pues su adquisición deja de ser atractiva y rentable. En idénticas circunstancias, y salvo contadas ocasiones, la enajenación de los *criptoactivos* no suele ser un proceso ágil y rápido, sino más bien dilatado en el tiempo. En este sentido, los

⁹²⁷ BURGESS, B., y SANKARAN, A., “ICO portfolio is down by 66% in the first half of 2018, according to EY study”, ...*ob. cit.*

⁹²⁸ Ello se debe a una simple cuestión de comodidad. Si los usuarios pueden abonar el precio del producto o servicio ofertado mediante monedas fiduciarias o *tokens* indistintamente, no existe ningún aliciente para la adquisición de estos. De hecho, sucede todo lo contrario y la adquisición de estos *tokens* pierde interés, lo que repercute en su precio de venta.

⁹²⁹ En efecto, ya existen datos que apuntan que desde 2017 las pérdidas en ICO fraudulentas se sitúan en torno al billón de dólares. Vid. M. M., *Alrededor de 1 billón de dólares perdidos por ICO falsas*, 20 de mayo de 2018, disponible en <https://guiabitcoin.com/news/alrededor-1-billon-dolares-perdidos-icos-falsas>; POLLOCK, D., *Falsas ICO, estafas comunes de criptos y cómo evitarlas*, 3 de noviembre de 2017, disponible en <https://es.cointelegraph.com/news/fake-icos-common-crypto-scams-and-how-to-avoid-them>.

⁹³⁰ En este sentido, GONZÁLEZ, J. I., “La iliquidez de las carteras de los fondos de inversión”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 5, 2009, pp. 1 y ss., ed. electrónica, quien añade que la liquidez contribuye además a fijar el valor del activo en cuestión.

exchanges llegan a limitar diariamente la cantidad de criptomonedas que se negociarán para, y así lo justifican, garantizar un mayor nivel de seguridad y controlar la volatilidad.

Los problemas de iliquidez suelen, en consecuencia, aparecer constantemente entre el listado de riesgos de una ICO. Es el caso del comunicado conjunto emitido por la CNMV y el BdE que, con ocasión de las criptomonedas y las ICO, advertía sobre las pocas opciones que podían encontrar los propietarios para convertir sus *tokens* en monedas fiduciarias o recuperar su inversión⁹³¹.

Sobre la volatilidad, entendida como la fluctuación de la rentabilidad asociada a la criptomoneda, debemos hacer hincapié en la ausencia de respaldo de un Banco Central y una política monetaria que, en mayor o menor medida, intervenga en casos de notables fluctuaciones de los precios. Por tanto, las variaciones de los precios oscilarán sin respetar parámetros objetivos o predecibles, y tan solo atendiendo a puras alteraciones de la oferta y la demanda⁹³².

Contribuye a la iliquidez y volatilidad mencionada el carácter especulativo que subyace a los intereses de inversión. Y es que, tras el furor desatado por el aumento de valor del *bitcoin*, los pequeños inversores se acercan a diferentes *criptoactivos* con fines netamente especulativos, esperando que su valor aumente. Convendría emprender, al igual que ya lo está haciendo el Reino Unido, una investigación sobre la actitud de los consumidores hacia los *criptoactivos* que refleje si, efectivamente, se están subestimando los riesgos en favor de unas expectativas que pueden no llegar a cumplirse. De esta forma, podrían difundirse comunicados y/o guías que recojan con mayor grado de exactitud los riesgos latentes en una inversión de este tipo, evitando llegar a una situación de burbuja *criptoeconómica*.

2.4. Escasez de información

Otro de los riesgos que debe enfrentar el potencial inversor minorista es la escasez y parcialidad de la información que se le suministra. Ya en los primeros comunicados de la AEVM de 2017 se ponía la nota de atención sobre la necesidad atender los requerimientos de la Directiva de Folletos⁹³³ en todas aquellas ICO que emitieran *tokens* asimilables a instrumentos financieros. Sin embargo, la obligación de publicación del mencionado folleto decaía cuando las características de la misma coincidían con alguno de los motivos excluyentes recogidos en el artículo 3.2 de la mencionada Directiva.

⁹³¹ CNMV y BdE, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO)*, 8 de febrero de 2018, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/18/presbe2018_07.pdf. Con todo, los problemas de liquidez se mencionan en todos aquellos informes y comunicados en los que se debaten los riesgos de la ICO.

⁹³² Sobre la capacidad de oscilación de los precios, nos remitimos al estudio de las criptomonedas en este mismo trabajo.

⁹³³ Se refiere a la actualmente derogada, Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

En nuestro país la obligación de publicación de folleto, aunque con pequeñas variaciones en cuanto al número de personas al que se dirige, o la cifra de importe mínimo de adquisición, entre otras, es bastante fiel al texto comunitario. La exención a la publicación queda recogida en el artículo 35.2 TRLMV⁹³⁴.

Teniendo en cuenta que la mayoría de ICO pueden quedar bajo alguno de los umbrales de exclusión, la CNMV recomendó a los emisores que suministraran a los inversores información clara, imparcial y cierta, que haga referencia a las características y a los riesgos de la operación, así como a su situación jurídica y económica. En este caso será necesaria la intervención de una entidad autorizada a prestar servicios de inversión que será la encargada de validar la información que se proporcione (art. 35.3 TRLMV). Sobre este último aspecto, la CNMV ha aclarado que se procurará un grado mínimo de intervención de dicha entidad autorizada.

En todo caso, el escenario y la problemática es doble. Por un lado, porque no existe todavía un modelo estandarizado, a nivel europeo o nacional, del folleto que debe emitirse en una ICO. Con lo cual, aunque cumpliendo con la elaboración del folleto, el resultado podría ser dispar⁹³⁵. Por otro, la dispensa de la elaboración de folleto dejaría en manos de los emisores la cantidad, claridad, parcialidad y veracidad de la información. Máxime cuando lo ahí recogido no debe pasar por un proceso de verificación y registro en la CNMV⁹³⁶, sino simplemente será validado por una entidad que preste servicios de inversión.

2.5. Inseguridad en la actividad de los mercados secundarios

La negociación de los *tokens* no es automática, ni queda garantizada tras la finalización de la emisión, sino que responde y depende del éxito de la ICO que le antecede. Hemos

⁹³⁴ Artículo 35. 2 TRLMV: «La obligación de publicar un folleto no será de aplicación a ninguno de los siguientes tipos de ofertas, que, consecuentemente a los efectos de esta ley, no tendrán la consideración de oferta pública:

- a) Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados.
- b) Una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
- c) Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
- d) Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, 100.000 euros.
- e) Una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 euros, lo que se calculará en un período de 12 meses».

⁹³⁵ Téngase en cuenta que, a tenor del artículo 37.6 TRLMV: «Mediante orden ministerial se regulará el contenido de los distintos tipos de folletos y se especificarán las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar tal omisión. Previa habilitación expresa, la citada Comisión podrá desarrollar o actualizar el contenido de la orden.

También corresponderá al Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la determinación de los modelos para los distintos tipos de folletos, de los documentos que deberán acompañarse y de los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia».

⁹³⁶ Como sí sucede con los folletos informativos [art. 36.1.c) TRLMV]

visto que la iliquidez y volatilidad pueden influir significativamente en la fluctuación de los mercados secundarios de *criptoactivos*. Pero la eficiencia del mercado depende también de la información, tanto previa como posterior, que se vierta sobre los valores. Un equilibrio tan frágil como el de los mercados secundarios de *criptoactivos* puede verse afectado por cualquier clase de información e incluso también por la ausencia de ésta.

En fin, muchos son los factores que influyen en la seguridad de los mercados secundarios de *criptoactivos*. En el informe *Initial Coin Offerings (ICO) for SME Financing* de la OECD, se llegó a determinar que los precios podían oscilar en función de criterios tan dispares como los seguidores de *Twitter* o la actividad en las redes sociales. En el mismo informe se concluyó además que los rendimientos de mercado de los *tokens* emitidos en las ICO estaban estrechamente vinculados con los rendimientos de los *bitcoins*. De tal suerte que, el precio del *token* oscilaba en función de la actividad del *bitcoin*. La razón puede estar en que dichos *tokens* deben transformarse primero en *bitcoin* antes de canjearse a moneda *fiat*, pero en cualquier caso es una circunstancia más que evidencia el riesgo de estos mercados que no solo atiende a su propio objeto de negociación, los *tokens* de la ICO, sino que se ve influenciado por el rendimiento de otras monedas.

2.6. Los servicios de custodia

De entre los servicios auxiliares que recoge la TRLMV encontramos la custodia y administración de instrumentos financieros (art. 141). En esencia, el contenido del contrato dependerá de lo pactado por las partes, lo previsto con carácter de régimen general en el CC y el Código de Comercio, y de las normas de conducta. La custodia entraña el deber de conservar los valores depositados con independencia de que se trate de títulos físicos o anotaciones en cuenta. La administración de valores centra su propósito en gestionar los activos por cuenta y en interés del cliente⁹³⁷.

En los ecosistemas digitales en los que se insertan las ICO, los inversores tienen la posibilidad de gestionar ellos mismos sus *tokens* recurriendo a *wallets* o monederos electrónicos. Se trata de un *software* o un *hardware* cuyos servicios dependerán del grado de sofisticación alcanzado, pero, a grandes rasgos, consisten en habilitar el almacenaje de las claves, posibilitar el envío y recepción de *criptoactivos*, conservar criptomonedas y controlar el saldo disponible.

Sin embargo, una correcta gestión requiere de cierta pericia informática, amén de otros elementos como equipos adecuados y lo suficientemente potentes. Es por ello por lo que un sector de los inversores prefiera confiar esta tarea de custodia a gestores proveedores de carteras de custodia.

⁹³⁷ Vid. GANCEDO-RODRÍGUEZ, F. N., “La información a inversores en la administración de valores negociables”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 9, 2011, pp. 5 y ss.

La duda está en si estos agentes disponen de la experiencia y de las medidas de seguridad suficientes como para actuar en el mejor interés de su cliente y cuáles serán exactamente sus funciones y responsabilidades.

2.7. Riesgos derivados de la tecnología de soporte

Aunque asumamos de la tecnología *blockchain* grandes dosis de automatismo, lo cierto es que la intervención humana deberá estar presente a lo largo del proceso, y con más incidencia en las primeras etapas de configuración de una ICO donde será necesario abordar la labor de creación y codificación del *smart contract* que permitirá que, recibido el precio establecido, se generen los *tokens* prometidos.

Es en estas etapas donde podemos encontrarnos con los primeros problemas derivados de una incorrecta estructuración del *smart contract*, cuya ejecución automática traerá consigo una serie de inconvenientes de mayor o menor entidad en función del fallo detectado en el protocolo.

Fue precisamente un punto vulnerable del protocolo lo que facilitó la sustracción de criptomonedas por valor de cincuenta millones de dólares que tuvo lugar en el seno del proyecto *The DAO*. Dicho proyecto estaba basado en la creación de una organización autónoma descentralizada o *distributed autonomous organization* (DAO)⁹³⁸ en la que los inversores obtenían derechos de voto y con ello, la oportunidad de influir en su funcionamiento. En un informe publicado en 2016 se identificaron una serie de potenciales vulnerabilidades que podrían afectar al proyecto⁹³⁹. Pues bien, fue justamente una de las debilidades encontradas la que se aprovechó para llevar a cabo el ataque que consistió en generar una DAO matriz donde el usuario infractor era el único inversor. Una solicitud de extracción de fondos de la DAO principal hacia la matriz obtendría, como era de esperar, el cien por cien de los votos provenientes únicamente de ese inversor. De esa forma, y en sucesivas operaciones, se consiguieron desviar importantes partidas de la criptomoneda *ether*⁹⁴⁰.

Debe tenerse en cuenta que en este caso se aprovechó una debilidad manifiesta de la programación, pero aun cuando ésta sea sólida, nada impide la actuación de *hackers* especialmente habilidosos y capaces de provocar ellos mismos el fallo.

⁹³⁸ Se trata de *startups* en las que no existe gestión jerárquica y donde sus miembros podrán desarrollar y ejecutar aplicaciones que reportarán beneficios individuales y a la propia DAO. Vid. *¿Qué es DAO?*, disponible en <https://es.cointelegraph.com/ethereum-for-beginners/what-is-dao>.

⁹³⁹ Puede consultarse el informe en MARK, D., ZAMFIR, V., SIRER, E. G., *A Call for a Temporary Moratorium on The DAO*, 26 de mayo de 2016, disponible en <https://docs.google.com/document/d/10kTyCmGPhvZy94F7VWyS-dQ4lsBacR2dUgGTtV98C40/mobilebasic?pli=1#ftnt3>.

⁹⁴⁰ SANDOVAL, J., *DAO sufre advertido ataque que sustrae 60 millones de dólares y amenaza su continuidad*, 2017, disponible en <https://www.criptonoticias.com/seguridad/dao-sufre-advertido-ataque-sustrae-60-millones-dolares-amenaza-continuidad/>.

En un informe publicado por *Ernest and Young* en diciembre de 2017 se llamaba la atención sobre el hecho de que más del 10% de los ingresos obtenidos a través de ICO, lo que representaría cerca de 400 millones de dólares, se habían perdido como resultado de ataques provocados por piratería informática o por suplantación de identidad o *phising*⁹⁴¹.

Los riesgos cibernéticos volvieron a quedar patentes en otro informe de 2017 de la AEVM⁹⁴², donde se hace incidencia en el grado de inmadurez que todavía presenta esta tecnología y en el hecho de que no ha sido lo suficientemente probada. A lo que debe añadirse que la evolución de las técnicas de computación puede suponer que los esquemas de seguridad que se creen sean insuficientes en un corto periodo de tiempo.

2.8. Falta de determinación de una jurisdicción para la resolución de conflictos

La naturaleza descentralizada y transfronteriza que reviste de forma generalizada una ICO puede dificultar el establecimiento de una jurisdicción específica a la que someter los conflictos que puedan surgir. En este sentido, la CNMV y el BdE ya constataron en su informe conjunto del 8 de febrero de 2018, que es posible que los múltiples actores implicados en la emisión, custodia y comercialización, no estén localizados en nuestro país, con lo que un eventual conflicto quedaría sujeto a la competencia del país en cuestión.

III. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS *TOKENS*

En la medida en que el uso de la *blockchain* ha ido ganando relevancia, ha aumentado también la variedad de *criptoactivos* disponibles. Como avanzamos, un *criptoactivo* puede definirse como un valor representado digitalmente mediante un código criptográfico y susceptible de generar beneficios a su poseedor⁹⁴³. En las fases tempranas de nacimiento y primeros pasos de la *blockchain*, un *criptoactivo* era equivalente a una criptomoneda. Sin embargo, el uso de esta tecnología descentralizada se ha extendido a numerosas áreas posibilitando, en general, la transferencia de otros valores además de los

⁹⁴¹ EY, *Initial coin offerings (ICO)*, diciembre de 2017, disponible en <https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/%24File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf>

⁹⁴² AEVM, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, (ESMA50-1121423017-285), 7 de febrero de 2017, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf.

⁹⁴³ En este sentido, la FCA los describe como «una representación digital de valor o derechos contractuales protegidos criptográficamente que funciona mediante formas de DLT y que puede almacenarse, transferirse o comercializarse electrónicamente. Ejemplos de *criptoactivos* son Bitcoin y Litecoin (que clasificamos como tokens de intercambio), así como otros tipos de tokens emitidos a través del proceso de Ofertas Iniciales de Monedas (ICO) (que variarán en tipo)». Vid. FCA, *Guidance on Cryptoassets*, ...ob. cit. p. 8; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., "Blockchain como espacio de creación de derechos", en *Blockchain: primeras cuestiones en el ordenamiento español*, Dykinson, Madrid, 2018, pp. 114 y ss.

monetarios⁹⁴⁴. La forma en la que estos otros valores entrarán en el flujo digital será mediante su *tokenización*⁹⁴⁵.

Antes de continuar avanzando, es preciso diferenciar entre los posibles *tokens* que podrán generarse con ocasión de una ICO. De esta suerte, es preciso distinguir entre las criptomonedas ya examinadas, los *utility tokens* y los *security tokens*, en función de los distintos derechos que pueden llegar a contener y sin que por ello se desconozca la existencia de otros tipos de *tokens* cuyo estudio escapa de los objetivos del presente trabajo⁹⁴⁶.

Los *utility tokens* hacen referencia a los productos o servicios que en un futuro desarrollará el emisor de los mismos. Una ICO basada en este tipo de *tokens* pretende que, como contrapartida de la inversión y en un futuro más o menos determinado, el inversor tenga acceso efectivo a los productos o servicios que se pretenden llevar a cabo y que se intercambiarán por los *tokens* adquiridos en su momento. El beneficio de invertir en esta modalidad radica en la posibilidad de que el negocio proyectado llegue a materializarse y sea además exitoso, lo cual redundará en un aumento de valor de la compañía emisora y, por tanto, en una revalorización de los *tokens* emitidos. Además, y sin importar si el proyecto ha alcanzado fases últimas de maduración, es posible que los *tokens* adquiridos sean objeto de negociación en mercados *ad hoc* y que los inversores vendan sus *tokens* antes de utilizarlos.

En cuanto a los *security tokens*, estos, a diferencia de los anteriores, permiten por su especial configuración representar un porcentaje del capital. Pueden habilitar a sus titulares a participar de los ingresos o eventuales subidas de valor de los emisores⁹⁴⁷.

⁹⁴⁴ En este sentido, *vid.* MORALES BARROSO, J., “Qué es *blockchain*?”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain*, (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, p. 62.

⁹⁴⁵ De esta forma se posibilita la interacción de los usuarios en las redes descentralizadas, como señala PASTOR SEMPERE, M. C., “Criptomonedas y otras clases de *Tokens*: aspectos mercantiles”, ... *ob. cit.*, p. 152. Con carácter general, recuérdese que un *token* no es más que una unidad de valor representada alfanuméricamente y creada por un emisor con la finalidad de captar recursos económicos. *Vid.* PASTOR SEMPERE, M. C., *Ibidem*, p. 152; LLOPIS VAÑÓ, F., “Nuevos modelos de negocio en *blockchain*”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILLARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018, p. 259; MORALES BARROSO, J., “Qué es *blockchain*?”, ... *ob. cit.* p. 49; CODES CALATRAVA, A., “*Blockchain* y regulación de valores”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain*, (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018, pp. 424 y 439

⁹⁴⁶ En este sentido, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “*Blockchain* y mercados de capitales”, en *Derecho de Blockchain y de la tecnología de registros distribuidos*, Aranzadi, Navarra, 2018, p. 215, señala que «(...) pueden crearse todo tipo de títulos tokenizados, (...), desde el punto de vista de los derechos incorporados cuyo ejercicio compete al propietario, ya sean de renta fija, con rendimiento variable, réplicas de valores negociables o de otros títulos negociables o derechos-valor, de diverso contenido económico y político, de ejercicio dentro o fuera de la red DLT». También PASTOR SEMPERE, M. C., “Dinero electrónico y criptodivisas: concepto, marco legal, y nuevas funcionalidades”, en *Derecho mercantil y tecnología*, (MADRID PARRA, A., Dir.), Thomson Reuters, Madrid, 2018, p. 314, advierte que «(...) un *token* puede representar una moneda, pero también una propiedad, una acción, un activo financiero, puede ser cualquier cosa del mundo real».

⁹⁴⁷ Esta diferenciación queda recogida en CNMV y BdE, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO)*, ... *ob. cit.*, p. 4. Este comunicado especifica que «los usos y características de estos “*tokens*” varían, siendo la clasificación

De lo hasta aquí planteado deriva la necesidad de esclarecer la naturaleza jurídica de los *utility* y *security tokens*. A tales efectos conviene recordar que el valor que subyace a los mismos como instrumentos fructíferos viene determinado por su emisor, de tal suerte que pueden suponer la entrega o acceso preferencial a la adquisición de otros valores (*utility tokens*), o generar pretensiones crediticias (*security tokens*). Bien mirado, procede cuestionarse si, dadas sus características, pueden equipararse con los valores mobiliarios⁹⁴⁸.

En el ámbito de los títulos-valores tradicionalmente se distinguen los que son emitidos de forma individualizada, de aquellos otros emitidos en serie, con idénticas características y con la finalidad de captar recursos financieros. Estos últimos son los valores mobiliarios, es decir, documentos que incorporan un derecho patrimonial, siendo necesaria su posesión para ejercer tales derechos, mientras que para su transmisión es necesaria la entrega⁹⁴⁹.

Sin entrar a profundizar en las numerosas vicisitudes sufridas por los valores mobiliarios, lo cierto es que paulatinamente la existencia física y tangible de los mismos ha abandonado su representación documental. La desmaterialización de los valores mobiliarios comenzó con la realización de anotaciones informáticas y cargos en cuenta

más habitual la que diferencia entre dos tipos o categorías: “Security tokens”: generalmente otorgan participación en los futuros ingresos o el aumento del valor de la entidad emisora o de un negocio. “Utility tokens”: dan derecho a acceder a un servicio o recibir un producto, sin perjuicio de lo cual con ocasión de la oferta se suele hacer mención a expectativas de revalorización y de liquidez o a la posibilidad de negociarlos en mercados específicos».

A su vez, la AEVM también recoge la distinción entre los *criptoactivos* de utilidad, de pago y de inversión. Los primeros, los *criptoactivos* de utilidad, «proporcionan algunos derechos de “utilidad” o consumo, por ejemplo, la capacidad de utilizarlos para acceder o comprar algunos de los servicios/productos que el ecosistema en el que están contruidos puede ofrecer». Los *criptoactivos* de pago «no tienen valor tangible, excepto por la expectativa de que puedan servir como medio de intercambio o pago para pagar bienes o servicios que son externos al ecosistema en el que están contruidos». Los *criptoactivos* de inversión «pueden tener vinculados algunos derechos de beneficio, como las acciones, los instrumentos similares a la renta variable o los instrumentos no participativos». Vid. AEVM, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ... ob. cit. p. 8.

⁹⁴⁸ Estados Unidos fue el primer país que atendió la problemática que suscita la categorización de los *tokens* y su consideración, o no, como valores negociables (*securities*). Para establecer esta determinación, la *Securities and Exchange Commission* viene aplicando de forma continuada los criterios marcados por el Test de Howey. En concreto, para analizar si a través una ICO se está llevando a cabo una transacción de valores, se tendrá en cuenta:

1. Si existe una inversión de dinero, es decir, si el *criptoactivo* se adquiere a cambio de la satisfacción de un valor que puede ser moneda de curso legal, otro activo digital, u otra clase de contraprestación.
2. Si puede determinarse que las partes participan de una empresa común.
3. Si existe una expectativa razonable de ganancias u otros retornos financieros.

De esta forma, es posible identificar si en la operación planteada se ofrece un activo que por sus características debe ser tratado como un valor. Vid. SEC, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, disponible en <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

⁹⁴⁹ En este sentido, RECALDE CASTELLS, A., “Los valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero* (ALONSO UREBA, A., MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ, J., Dirs.), tomo I, vol. 2, Civitas, Madrid, 1994, p. 269.

que reemplazaron el hasta entonces clásico ejercicio de los derechos y la *traditio*. Y siguió con las anotaciones en cuenta que definitivamente tornaron en innecesaria la materialización de los valores mobiliarios, así como su emisión y libramiento. Ya en su momento las anotaciones en cuenta fueron eje central de los profundos debates que generó la crisis del papel en el entorno de los títulos-valores. Pero con independencia de su representación, lo que no cabe duda es que siguen siendo valores mobiliarios.

Pues bien, en ciertas ocasiones el derecho del titular existe incluso antes de su representación, sea esta por vía del título o de la anotación en cuenta. Es el caso de las acciones y obligaciones. Esta circunstancia de falta de representación no supone la invalidez del derecho subyacente, nada más lejos, este sigue existiendo aun en ausencia de su representación. En definitiva, se carece del soporte tangible o informático que sustenta el valor mobiliario, pero se mantiene incólume el derecho que le otorga contenido⁹⁵⁰.

En esta línea y puestos en relación directa los *tokens* con los valores mobiliarios, existen voces que niegan su equiparación habida cuenta de que tras un *token* lo que pervive no es un derecho, sino una posición en un contrato particular. Quienes mantienen esta postura que niega el carácter de valor mobiliario de los *tokens*, sostienen que son sencillamente la representación tabular, no de derechos, sino de una posición jurídica en un *smart contract*⁹⁵¹. Visto en retrospectiva, recordemos que para la generación de un *token* es necesario suscribir un *smart contract*, de ahí que para aquellos que abogan por esta opción, el *token* no incorpora ningún derecho, sino que solamente representa la posición contractual que ha dado lugar a dicho derecho⁹⁵².

Sin embargo, no podemos compartir del todo esta posición, muy similar a la mantenida en su momento a propósito de la consideración o no de valor negociable de los futuros y opciones. Ahora, como entonces, se está negando la categoría de valor a los *tokens* sobre la base de que el contenido jurídico objeto de negociación es un contrato. Sin embargo, y trasladando a este particular la respuesta dada en su momento, carece de sentido negar la estimación de valor al *token* sobre el simple apoyo de que su contenido es una posición contractual cuando, precisamente, el contenido jurídico-patrimonial latente en la mayoría de los valores son posiciones jurídico-negociales de índole contractual⁹⁵³.

⁹⁵⁰ Tal y como resalta, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Aranzadi, Navarra, 2008, p. 725.

⁹⁵¹ GARCÍA RODRÍGUEZ, A., “Initial Coin Offerings. El nuevo método de financiación nacido de la globalización y la revolución tecnológica”, ...*ob. cit.* pp. 6 y ss., ed. electrónica.

⁹⁵² PRENAFETA RODRÍGUEZ, J., *¿Debe cumplir la emisión de criptomonedas y tokens la normativa de mercado de valores?*, 21 de mayo de 2018, disponible en <https://www.abogacia.es/2018/05/21/debe-cumplir-la-emision-de-criptomonedas-y-tokens-la-normativa-de-mercado-de-valores/>.

⁹⁵³ En este sentido, RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, 2010, p. 12, ed. electrónica.

La senda de la valoración jurídica de los *tokens*, debe continuar con el análisis de las posibles semejanzas con los valores negociables. No cabe duda que, frente a los valores mobiliarios, los valores negociables encajan en una realidad diferente, la del mercado de valores, centrada en la protección de los inversores.

Como Anexo del TRLMV, y por remisión del artículo 2.1 de la misma Ley, se recoge la definición de valor negociable, *«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»*. Como avanza el propio artículo, las categorías de valores que también quedan incluidas bajo el mismo concepto son *«(1) Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario. (2) Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores. (3) 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»*

No podemos dejar de señalar que esta definición se introduce en virtud del RD Ley 14/2018, con el cual se completa definitivamente la transposición a nuestro ordenamiento de la Directiva MiFID II. Precisamente el artículo 4.44 de la mencionada Directiva aborda los valores negociables, aunque no ofrece una definición de los mismos, tan solo señala que incluirán *«las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, con excepción de los instrumentos de pago, como: (a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones; (b) bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores; (c) 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»*.

Más allá de los antecedentes del concepto, hay que buscar las primeras referencias directas al mismo en el texto de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV-1988, para distinguirla del vigente texto regulador) y en la legislación complementaria. Ya desde entonces perseguía a los valores negociables cierto halo de indeterminación toda vez que tan solo se señalaba que *«quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades públicas o privadas, y agrupados en emisiones»*. Con estas líneas el legislador daba entrada y regulaba en el ordenamiento español los valores negociables.

La señalada imprecisión en torno a qué debe entenderse por valor negociable convierte en ardua la tarea de delimitar claramente un perfil propio. A día de hoy aún sigue siendo

harto difícil establecer un concepto unívoco libre de ambigüedades y, en las pocas ocasiones en las que se fijan unas características, estas solamente parecen limitarse al concreto ámbito de aplicación de la norma que las establece, no pudiendo extenderse a un entorno generalizado. De esta forma la delimitación de los valores negociables viene irremediabilmente asociada con la norma que los contenga⁹⁵⁴. Es el caso, por ejemplo, del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores⁹⁵⁵ donde, por un lado, se pretendía desarrollar el Título III de la LMV-1988 y, por otro, transponer la Directiva 89/298/CEE, relativa al folleto de emisión. En dicho texto se admitía la imprecisión con que la LMV-1988 abordaba el concepto de valores negociables, situación que se pretendía paliar con la enumeración de una serie de características delimitadoras de lo que podía⁹⁵⁶ y no podía⁹⁵⁷ considerarse valor negociable, añadiendo finalmente que debería considerarse incluido como tal «*cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos*»⁹⁵⁸.

⁹⁵⁴ En este sentido, RECALDE CASTELLS, A., “Los valores negociables”, ... *ob. cit.*, p. 276.

⁹⁵⁵ Modificado posterior y sucesivamente por el Real Decreto 2590/1998 de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores y por el Real Decreto 705/2002, de 19 de julio por el que se regula la autorización de las emisiones de Deuda Pública de las entidades locales.

⁹⁵⁶ A los efectos de delimitar qué podía incluirse bajo el paraguas de valores negociables, el artículo 2.1 del RD 291/1992, establecía que tendrían tal consideración:

- a) Las acciones de sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, «warrants» u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
- b) Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquellos.
- c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.
- d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.

Nótese que tal y como señala RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, ... *ob. cit.*, p. 3, ed. electrónica, quedan fuera de la clasificación de valor negociable cualesquiera otros productos financieros que no puedan encuadrarse perfectamente dentro de las características de los instrumentos señalados.

⁹⁵⁷ En sentido negativo, el artículo 2.2 del RD 291/1992, dejaba fuera del concepto de valor negociable a:

- a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.
- b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.
- c) Las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase.
- d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.
- e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

⁹⁵⁸ Artículo 2.1 f) del RD 291/1992.

La constante evolución de los instrumentos financieros, unida a la aparición de nuevas figuras, puede ser la causa de la deliberada indeterminación de los valores negociables desde su aparición hasta ahora, y ello pese a que la derogada LMV-1988 fue modificada sesenta y una veces antes de ser sustituida por el vigente Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. Entendemos que independientemente de las derogaciones, aprobaciones y múltiples modificaciones del marco normativo, el legislador nacional ha dejado abierto, a buen juicio, el concepto de valor negociable por varias razones. En primer lugar, para garantizar unos estándares mínimos de seguridad jurídica a los intervinientes. Y es que la frenética actividad de los mercados de valores requiere de una amplia percepción de los valores negociables que permita la aplicación, aunque sea supletoria, de la normativa reguladora a todas aquellas figuras que vayan apareciendo y cuyas características puedan asimilarse con aquellos. De este modo se consigue evitar la proliferación de ecosistemas paralelos y desregulados basados en innovadores instrumentos financieros. En segundo lugar, la amplitud del concepto respalda la intervención tanto administrativa como de control por parte de la CNMV⁹⁵⁹. Y, en tercer lugar, es muy probable también que en el legislador latiera el interés de dejar en manos del devenir del tráfico jurídico la labor de determinar cuándo, cumpliendo el mínimo legal establecido, un determinado instrumento financiero puede ser considerado valor negociable⁹⁶⁰.

En todo caso, y reconduciendo la cuestión a la senda que ahora nos compete, las características de los valores negociables bien pueden resumirse en la presencia de *«facultades de estricto significado patrimonial que permitan su tratamiento objetivo como “cosas” y que resulten susceptibles no solo de circular libremente por la corriente del tráfico sino de comprarse y venderse masivamente en un mercado público conforme a puras variables impersonales de precio y cantidad»*⁹⁶¹. Atendiendo a estas particularidades, es preciso avanzar con cautela en aras de poder esclarecer si, *mutatis mutandi*, un *token (utility o security)* puede ser considerado como un valor negociable.

Así, la nota patrimonial a la que se alude viene dada, en los valores negociables, por el contenido de los derechos que integra, esto es, por la perspectiva de obtención de un rédito económico. Su tratamiento objetivo como cosas no presenta mayores problemas toda vez

⁹⁵⁹ CACHÓN BLANCO, J. E., “Análisis jurídico de los conceptos de «valor negociable» e «instrumento financiero»”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 221, 1996, p. 3, ed. electrónica.

⁹⁶⁰ GARCÍA RODRÍGUEZ, A., “Initial Coin Offerings. El nuevo método de financiación nacido de la globalización y la revolución tecnológica”, ... *ob. cit.*, p. 7, ed. electrónica.

⁹⁶¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 24, 2005, pp. 14 y ss., ed. electrónica. En contra de esta determinación taxativa de las características de los valores negociables, RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, ... *ob. cit.*, p. 8, ed. electrónica, quien considera que bajo estas premisas se estaría ante un doble inconveniente. Por un lado, porque se está extendiendo a los valores negociables las propiedades de otros sectores del ordenamiento con distintos fines de protección, siendo el caso del régimen de ejercicio y circulación de los derechos patrimoniales. Por otro, porque queda supeditado el concepto de valor negociable a su representación mediante título o anotación en cuenta, lo que inevitablemente abre la puerta a la estructuración de instrumentos atípicos que, sin ser representados de ninguna de las formas previstas, se ofrecen al público.

que, de conformidad con el artículo 333 CC, se entiende por cosa un elemento con existencia real, no necesariamente tangible, autónomo e independiente, susceptible de apropiación y utilización por una persona o conjunto de personas⁹⁶². Asimismo, se especifica que deberán poder «*circular libremente*» en el tráfico mercantil, actividad que se facilita gracias a su representación, ya como cosa corporal (títulos), ya como derechos incorporeales (anotaciones en cuenta). Al propio tiempo, los valores negociables deben poder «*comprarse y venderse masivamente en un mercado público*», característica que podría llegar a asemejarlos, aunque sin reconocerlos como tal, con las mercancías. Tal paralelismo responde, más bien, a la capacidad de ambos (valores negociables y mercancías) de ser eje de mercados especializados. En todo caso, esta facultad trae causa en su naturaleza de bien genérico y fungible que facilita su negociación con base en la determinación de un precio y la estipulación de una cantidad⁹⁶³.

Trasladadas estas características propias de los valores negociables a la figura de los *tokens* resulta innegable su trascendencia patrimonial que no decae incluso en los *utility tokens* que, como hemos visto, son aquellos *tokens* que posibilitan el acceso a los productos o servicios que se desarrollarán tras la ICO correspondiente.

Tampoco presenta dudas el tratamiento objetivo de los mismos como cosas pues, atendiendo a las características ya apuntadas, un *token* representa un elemento con existencia real aunque intangible, autónoma, independiente, susceptible de apropiación y utilización.

Mayores problemas presenta, sin embargo, la «*libre circulación*» de los *tokens*. Hemos dicho *ut supra* que la circulación de los valores negociables se facilitaba gracias a su representación mediante títulos o anotaciones en cuenta. Sobreponiéndonos a la evidencia, es oportuno aclarar que la representación de los *tokens* será digital. Pero, ¿tal representación digital puede considerarse como equivalente de una representación tabular? Recordemos que mediante estas últimas es posible reflejar desde Deuda Pública hasta futuros y opciones, pasando por acciones y obligaciones, debiendo estar todos los valores integrados en una misma emisión, *ex* artículo 6.1 TRLMV⁹⁶⁴. La condición de valor negociable representado mediante anotaciones en cuenta, supone también la llevanza de un registro contable tal y como avanza el artículo 8 TRLMV. En aras de facilitar la comprensión, es imprescindible detenernos en este punto y abordar el registro de los *tokens* antes de continuar con nuestra exposición.

⁹⁶² Entre otros, DÍEZ-PICASO, L., “La propiedad”, en *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Civitas, Navarra, 2012, pp. 36 y ss.; MEDINA DE LEMUS, “El derecho de bienes y objeto del Derecho”, en *Derecho Civil de Bienes, Derechos Reales e Inmobiliario Registral*, tomo I, Dikynson, Madrid, 2003, pp. 30 y ss.; MONTORO RUEDA, R. M., “Sobre la idea de cosa en el derecho: su significación y caracteres como objeto de los derechos y deberes del hombre”, *Anuario de Derechos Humanos. Nueva Época*, vol. 11, 2010, pp. 381 y ss.

⁹⁶³ En este sentido, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, ... *ob. cit.*, pp. 684 y ss.

⁹⁶⁴ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Ibidem*, p. 725.

Una vez culminada una ICO, y tras la adquisición de un determinado número de *tokens* por parte de los inversores, se generará un documento en formato *pdf* donde se concretarán los derechos adquiridos. Al propio tiempo, dicha adquisición va a quedar reflejada en la *blockchain*, es decir, en la red que se utilizó para generar precisamente esos *tokens* ofrecidos.

Comienza a intuirse ya la dificultad que supondría admitir sin reservas la equivalencia entre un *token* y un valor negociable, pues ello implicaría dotar de validez pública los registros llevados a cabo en una red *blockchain*. Recordemos que la descentralización que caracteriza a la *blockchain* supone que la llevanza de los datos no descansa en una única entidad o persona, sino que son múltiples mineros y nodos repartidos por el mundo los encargados de aprobar y controlar por consenso las anotaciones que se realizan, al margen de cualquier autoridad central⁹⁶⁵.

Por tanto, el paralelismo *token*-valor negociable devendría en unos efectos jurídicos exorbitantes que supondrían, en primer lugar, que la llevanza del registro contable de los *tokens* quedaría en manos de los mineros y nodos, sin intervención de ninguna de las entidades previstas en el artículo 8 TRLMV⁹⁶⁶. En segundo lugar, recaería en los emisores de las ICO la evaluación previa de la legalidad de los derechos que respaldan un *token*. Finalmente, no quedaría más remedio que admitir que la inscripción en la *blockchain* posee los destacados efectos de publicidad formal y vinculable, oponible *erga omnes*.

De lo dicho hasta ahora, identificar la figura de los *tokens* con los valores negociables presenta, pese a sus semejanzas, evidentes problemas de encaje, situándonos, como puede comprobarse, ante una situación especialmente compleja debido al carácter poliédrico de los *tokens*.

Intentar reconducir esta figura y ajustarla a los esquemas hasta ahora familiares supone, como hemos visto, lidiar con una serie de incompatibilidades que imposibilitan la asunción de una categoría jurídica tajante. Las ICO están implantándose, cada vez con mayor intensidad, como un auténtico modelo alternativo de financiación, totalmente descentralizado y automático, sin ningún tipo de intermediación y, lo que es más alarmante, sin supervisión⁹⁶⁷. Sostenemos, por tanto, que lejos de intentar hacer coincidir a los *tokens* con los esquemas de instrumentos financieros ya determinados, deberían centrarse los esfuerzos en una adecuada delimitación jurídica de los mismos, haciendo prevalecer su sustancia sobre su forma. Y es que, en casos de atipicidad como el que nos ocupa, disponer de un concepto jurídico claro y unánime cumple una «función

⁹⁶⁵ Más allá de que ya concluimos que no cabe su equiparación como Registro.

⁹⁶⁶ En consecuencia, y dado que no se precisa de la intervención de ninguna entidad, no sería necesario distinguir entre las diversas clases de valores previstas en el artículo 8 TRLMV.

⁹⁶⁷ PASTOR SEMPERE, M. C., “Dinero electrónico y criptodivisas: concepto, marco legal, y nuevas funcionalidades”, ... *ob. cit.*, pp. 313 y ss.

sistemático-ordenadora»⁹⁶⁸. Lo contrario conllevaría que, en situaciones como la actual, donde no es posible delimitar con exactitud un perfil propio de los *tokens* por aplicación analógica de las notas definitorias de otros productos, llegara a generarse todo un ecosistema de nuevas formas de inversión, al amparo de las innovaciones tecnológicas, huérfanas de un marco legal por no encajar precisamente dentro de los límites impuestos. De esta forma, el inmovilismo normativo facilitaría que nuevas formas de captación del ahorro proliferaran al margen de la normativa y de la labor supervisora de las administraciones.

En suma, urge, de *lege ferenda*, dar respuesta normativa a estos *tokens*, no por extensión analógica de conceptos tradicionales, sino por méritos propios. Objetivo que se conseguiría mediante la inclusión de los *tokens* como una categoría dentro de los instrumentos financieros que se recogen en el artículo 2 TRLMV. Y ello con independencia de si la captación del ahorro se ha realizado vía instrumentos representados en títulos, anotaciones en cuenta o simples documentos probatorios.

IV. LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL ÁMBITO COMUNITARIO

La naturaleza jurídica de las ICO, la posible aplicación de diversas Directivas europeas a los *criptoactivos* emitidos y la protección de los inversores, ha preocupado especialmente a la AEVM dada la escasa regulación vigente sobre la materia, cuestión que obliga a valorar la posible extensión de los regímenes de garantías actuales a los nuevos instrumentos.

Al propio tiempo, la valoración de los riesgos que esta clase de operaciones pueden llegar a suponer para los pequeños inversores ha sido igualmente objeto de estudio por el supervisor comunitario. En concreto, y con ocasión de la declaración de 13 de noviembre de 2017 sobre aspectos relevantes de las ICO dirigida a los inversores⁹⁶⁹, la AEVM se esforzó en hacer notar el elevado riesgo inherente a este tipo de inversión que ha experimentado, además, un notable crecimiento.

La AEVM puso la nota de énfasis en el carácter altamente especulativo de las ICO⁹⁷⁰, llamando la atención sobre la posibilidad de quedar fuera de los entornos regulados y

⁹⁶⁸ RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, ... *ob. cit.*, p. 9, ed. electrónica.

⁹⁶⁹ AEVM, *ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICO)* (ESMA50-157-829), 13 de noviembre de 2017.

⁹⁷⁰ En este sentido, en no pocas ocasiones se ha achacado a los *tokens* un interés puramente especulativo producto de la actividad de ciertos inversores que los compraban con la expectativa de venderlos en mercados secundarios una vez que el negocio al que estaban ligados se hubiese revalorizado y permitiera la venta de los mismos a un valor muy superior al de su emisión. Así lo ha destacado también, IOSCO, *Communication on Concerns Related to Initial Coin Offerings (ICO)* (IOSCO/MR/01/2018), 18 de enero de 2018.

proteccionistas. Igualmente puso de manifiesto que una campaña de este tipo podría dar cobertura a actividades fraudulentas o ilícitas gracias precisamente al anonimato que las reviste y a la posibilidad de recaudar grandes sumas de dinero en muy poco tiempo.

Con este comunicado la AEVM dejaba constancia temprana para los inversores de todos aquellos riesgos potenciales que envuelven una actuación recaudatoria de esta clase, entre los que se recogen, además de los ya mencionados, la elevada posibilidad de perder todo el capital invertido debido al estado embrionario de las empresas en las que se invierte. En innumerables ocasiones el capital puesto a disposición de estas entidades a cambio de monedas o *tokens*, se utilizará para desarrollar servicios o productos a los que, posteriormente, podrá acceder el inversor. Sin embargo, nada garantiza que dichos servicios o productos lleguen a ver la luz, y aunque así fuera, el beneficio que se puede llegar a obtener puede ser extremadamente bajo en relación con el capital invertido.

Paralelamente, la AEVM señalaba la falta de operaciones de salida y la extrema volatilidad de los precios. Y es que no todas las monedas o *tokens* serán susceptibles de negociación en mercados primarios o secundarios, y aun siéndolo, son presa de una extrema volatilidad. Además, tales mercados de negociación no se encuentran regulados y son vulnerables a la manipulación. En suma, los inversores pueden llegar a encontrarse en situaciones en las que no existan opciones de salida.

También es muy probable que la información recibida sea inadecuada, incompleta, parcial o engañosa. No es de extrañar que las empresas que recurren a esta vía recaudatoria ante la falta de regulación existente en la emisión de información, opten por señalar únicamente aquellas circunstancias que les sean favorables, obviando deliberadamente todas aquellas que puedan ser negativas. Asimismo, no debe ignorarse el hecho de que las ICO se revisten de una serie de tecnicismos que dificultan la comprensión y pueden suponer una desacertada elección inversora.

En último lugar, pese a la seguridad con la que se presenta la tecnología basada en *blockchain*, no está exenta de posibles fallos, errores o defectos en los programas que pueden significar una pérdida de control por parte de los inversores de sus monedas o *tokens*, eventuales robos producto de la piratería informática, o incluso fallos en el funcionamiento durante picos elevados de actividad.

1. La extensión de las garantías previstas en la MiFID II

La calificación de los *criptoactivos* como instrumentos financieros quedó recogida en el informe de la AEVM de 9 de enero de 2019⁹⁷¹. En este documento el supervisor europeo es tajante al señalar que no existe en el panorama legislativo de la UE una definición legal

⁹⁷¹ AEVM, *Informe de la AEVM al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión sobre “Initial Coin Offerings and Crypto-Assets”* ...ob. cit. Sin perjuicio de otros pronunciamientos de la AEVM que recogeremos seguidamente.

de lo que debe entenderse por *criptoactivo*, pero admite que en su calificación legal se deberá tener en cuenta si pueden subsumirse bajo la categoría de instrumento financiero tal y como los recoge la MiFID II⁹⁷².

Incluir los *criptoactivos* bajo el paraguas de los instrumentos financieros de la MiFID II supone el despliegue de toda una serie de medidas que garantizan un amplísimo nivel de protección de los inversores⁹⁷³.

No podemos olvidar que la ausencia de intermediarios convierte a las ICO en un fenómeno descentralizado y transfronterizo, lo que dificulta seriamente la labor legislativa. Por ello, con el objetivo de recoger información de los diversos países miembros sobre la calificación jurídica de los *criptoactivos*, la AEVM remitió a las diferentes Autoridades de Supervisión Nacional (ASN) de los Estados miembros, una encuesta en la que debían calificarse un conjunto de seis muestras de *criptoactivos* emitidos en ICO reales. En esta encuesta las ASN debían señalar, de acuerdo con la forma en la que hubiesen transpuesto la MiFID II, si los *criptoactivos* ofrecidos cumplían con los requisitos para ser considerados instrumentos financieros.

En la muestra de *criptoactivos* facilitada para su análisis a las ASN se encontraban tanto *security* como *utility tokens*, así como *tokens* de naturaleza híbrida. Por su parte, las criptomonedas representadas por sus bastiones *bitcoin* o *ether*, quedaron fuera de la lista. A continuación, recogemos en resumen las principales conclusiones.

Con carácter general, la mayoría de las ASN encuestadas coincidieron en calificar los *security tokens*, esto es, aquellos que representan un porcentaje del capital y permiten participar de los ingresos, como valores mobiliarios u otro tipo de instrumentos financieros de acuerdo con la MiFID II. También serán considerados instrumentos financieros aquellos *tokens* que, sin tener vinculados derechos de propiedad o gobernanza, permiten a su propietario solamente acceso a los beneficios.

Frente a este relativo consenso, ninguna ASN calificó como valor mobiliario o instrumento financiero la muestra que correspondía a *utility tokens*, lo que sugiere que, a falta de regulación armonizada, estos *tokens* específicos quedarían actualmente fuera del alcance de la MiFID II. Ahora bien, esta circunstancia no debe entenderse como una situación en la que es posible la libre emisión de *utility tokens* sin ningún tipo de ordenación. La mayoría de las ASN determinaron que, ante esta emisión en particular,

⁹⁷² La Directiva MiFID II hace referencia a los instrumentos financieros en el artículo 4.15 y señala que serán «los instrumentos especificados en el anexo I, sección C». En dicho anexo se recoge un listado de los mismos.

⁹⁷³ La propia Directiva MiFID II lo señala en su Considerando 3 «En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico de la Unión Europea, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de servicios de inversión presten servicios en toda la Unión Europea, ya que se trata de un mercado interior, tomando como base la supervisión del país de origen».

los *tokens* deberían quedar sujetos a algún tipo de regulación, señalando como mínimo las leyes contra el lavado de dinero.

En conclusión, los *security tokens* serán considerados como instrumentos financieros siempre que cumplan con las características que cada regulador haya estimado pertinente en su proceso de transposición de la Directiva MiFID II. Por tanto, si el *token* cumple con las condiciones para ser instrumento financiero, debe ser regulado como tal.

Sin embargo, y al hilo de lo apuntado, calificar a los *security tokens* como instrumento financiero implicaría una serie de efectos colaterales de diversa índole. Por un parte, la aplicación de la MiFID II a estas nuevas figuras no resolvería los muchos interrogantes que plantea dado que la Directiva en cuestión no se redactó teniendo en cuenta estos instrumentos. Asimismo, su reconocimiento y equiparación revestiría a estos *tokens* de una legitimidad potencialmente no deseada, a lo que debe añadirse que todavía no es posible disponer de instrumentos y recursos de supervisión adaptados a estas nuevas figuras.

Es evidente que todavía quedan por resolverse cuestiones y problemas a los que la MiFID II no ofrece solución precisamente por el carácter innovador y reciente de estos *tokens*. En consecuencia, y a nivel comunitario se precisan cambios en las legislaciones vigentes o en las disposiciones adicionales para atender a las particularidades únicas de este sector.

En todo caso, y en lo que ahora nos interesa, cuando los *tokens* se consideren instrumento financiero, es probable que las actividades relacionadas, tales como colocación, negociación, gestión de un sistema multilateral de negociación o prestación de asesoramiento; se consideren como servicios o actividades de inversión. Con lo cual, deberían aplicarse los requisitos organizativos, las normas de conducta y las obligaciones de transparencia e información previstas en la mencionada directiva. El estudio en profundidad de este elenco proteccionista de los intereses minoristas ha sido abordado en el capítulo I de este trabajo, al que nos remitimos.

2. La extensión de las garantías previstas en otras disposiciones legales

Cuando los *criptoactivos* que se emitan se califiquen como instrumentos financieros, aquellas empresas que participen en ICO deberán cumplir, además de la MiFID II, con las obligaciones dimanantes de la restante normativa vigente. Para ello, los promotores deberán valorar con carácter previo si su actividad constituye o no una actividad reglada, pues ello determinará la aplicación de la legislación pertinente.

Como ya avanzamos y puso de relieve la AEVM en su comunicado dirigido a los promotores⁹⁷⁴, si el objetivo de la operación es la emisión de monedas o *tokens*

⁹⁷⁴ Donde, además, se puso de manifiesto el rápido crecimiento que estaban experimentando las ICO y la preocupación en torno al posible incumplimiento de la legislación de la UE precisamente por el carácter

calificables como instrumentos financieros, existe una alta probabilidad de que las empresas implicadas estén llevando a cabo actividades de inversión reguladas y asimilables a la colocación, negociación, asesoramiento financiero, gestión o comercialización, lo que supone que debería serles de aplicación la normativa específica de la UE.

A continuación, se recogen las disposiciones legales que potencialmente deben tenerse en cuenta a día de hoy, en el bien entendido de que la variabilidad de estas operaciones puede dar lugar a una constante actualización de este listado.

2.1. El Reglamento de folletos

Mediante la derogada Directiva 2003/71/CE quedaron establecidos de forma armonizada una serie de principios y normas relativos a la elaboración, aprobación y publicación del folleto informativo que debe preceder toda oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado. Entre sus principales objetivos se situó, como no podía ser menos tratándose de normas reguladoras de los mercados de inversión, la protección del inversor, solo alcanzable mediante la regulación de la información que se le ha de facilitar. Información de crucial relevancia en estos momentos iniciales y previos a la toma de cualquier decisión. No obstante, los cambios legislativos acontecidos unidos a la evolución de los mercados, hicieron necesaria su derogación y sustitución por el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (Reglamento de folletos)⁹⁷⁵.

Con carácter general, la protección del inversor se consigue, en primer lugar y lógicamente, mediante la obligación de publicación del folleto de forma previa a la oferta. Deberá contener la información necesaria que permita a los futuros inversores efectuar una evaluación objetiva de la situación financiera y las perspectivas del emisor, los derechos inherentes a su inversión y los motivos de la emisión. La redacción se presentará de forma sencilla, facilitando su análisis y debiendo ser, además, concisa y comprensible.

En el marco de una ICO, probablemente deba incluirse información detallada sobre la entidad desde la que se promueve la misma, las características y derechos vinculados a los *criptoactivos*, los términos y condiciones, un calendario orientativo de actuaciones, información acerca del uso que se pretende dar a los ingresos detallados por partidas y los riesgos tanto específicos de la operación, como derivados de la tecnología de soporte. Empleamos el adverbio probablemente ya que no existen aún especificaciones de rango

novedoso de la actividad. Vid. AEVMA, *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICO) to the need to meet relevant regulatory requirements (ESMA50-157-828)*, 13 de noviembre de 2017.

⁹⁷⁵ Tal y como queda recogido en sus considerandos, este reglamento constituye un importante avance en la realización de la Unión de Mercados de Capitales, cuyo objetivo es facilitar el acceso de las empresas a diversas fuentes de capital disponibles en toda la UE, fomentar la eficacia de los mercados y proporcionar a los inversores nuevas oportunidades de rentabilizar sus ahorros.

legal que hagan alusión a la información específica que deben proporcionar los interesados en promover una ICO.

Atendiendo a los cambios de actitud de los inversores, no siempre dispuestos a leer en profundidad toda la información suministrada, el folleto deberá contener también una nota de síntesis con aquella información fundamental que les permita evaluar, a vista de pájaro, las características y riesgos del emisor. En todo caso, esta nota de síntesis no pretende sustituir la lectura de las demás partes del folleto, tan solo se presenta como una cuota adicional de información con el fin de ayudar en la decisión de inversión.

Ahora bien, pese a lo dicho y a la importancia de los folletos, es posible, no obstante, eximir ciertas operaciones de la obligación de publicación. Esta exención será posible, a mayor abundamiento, cuando la oferta pública tenga un importe total en la Unión inferior a un millón de euros, calculados en un período de doce meses. Asimismo, tampoco será necesaria la elaboración de folleto cuando (a) la oferta se dirija exclusivamente a inversores cualificados o profesionales; (b) la oferta se dirija a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados; (c) cuando la denominación por unidad ascienda como mínimo a 100.000 euros y; (d) la oferta se dirija a inversores que adquieran valores por un importe total mínimo de 100.000 euros por inversor y en cada oferta individual.

Cumpléndose alguno de los anteriores requisitos no será preceptiva la elaboración del folleto para la operación planificada, esto es, para la ICO. Cuestión ésta que ha sido matizada en nuestro país donde aquellas ICO en las que no sea obligatoria la elaboración del folleto deberán, no obstante, suministrar a los inversores en el *whitepaper* información clara, imparcial y no engañosa, que haga alusión a las características y riesgos de los valores emitidos, así como a la situación jurídica y económico-financiera del emisor. Debe incluir también advertencias destacadas sobre la naturaleza novedosa de la operación y el hecho de que la custodia no se realizará por una entidad habilitada para prestar servicios de inversión⁹⁷⁶.

En todo caso, el Reglamento acoge la posibilidad de elaborar un folleto voluntario que deberá ser aprobado por la autoridad competente. De acogerse a esta opción aquellos emisores en principio liberados, el folleto deberá cumplir, con independencia de su voluntariedad, con todas las disposiciones previstas. Sin embargo, en nuestro país no parece que ésta vaya a ser una alternativa ampliamente elegida pues, como acabamos de exponer, cuando no sea obligatoria la emisión de folleto, la obligación de proporcionar información queda completada mediante otras vías menos formalistas y rígidas.

Al hilo de los requisitos formales debemos traer a colación igualmente que no existe, a día de hoy, un modelo normalizado de folleto que deban seguir los emisores de ICO obligados. A este respecto habrá que esperarse a que la Comisión adopte los actos

⁹⁷⁶ Vid. CNMV, *Criterios en relación con las ICO, ... ob. cit.* pp. 2 y ss.

delegados necesarios para completar el Reglamento de folletos. Mientras tanto recaerá en las autoridades nacionales delimitar un marco específico para las ICO por aplicación de los esquemas existentes, si bien adaptando la información solicitada a las circunstancias y a la naturaleza de estas nuevas operaciones de financiación.

2.2. La Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos

La Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010, (DGFIA), es la encargada de recoger las normas de autorización, organización, conducta y transparencia de los gestores de fondos de inversión alternativos que gestionan o comercializan fondos de inversión alternativos a nivel comunitario.

Habrà de estarse a la configuración de la ICO para determinar la aplicación de la presente Directiva. El carácter de fondo de inversión alternativo no parece presentar dudas cuando estamos ante una operación que pretende reunir capital de varios inversores para invertirlo posteriormente y de acuerdo a una política de inversión concretada con anterioridad. En este caso, la DGFIA sería de aplicación a aquellos promotores que participaran de una ICO, debiendo cumplir con normas de índole organizativas, operativas, de capital y de transparencia. Sin embargo, la AEVM ha manifestado que sobre esta cuestión será necesario un análisis más detallado que determine con precisión cuándo los activos criptográficos quedan bajo el paraguas de la DGFIA.

No obstante, debemos recordar⁹⁷⁷, en nuestro país la constitución de esta clase de fondos debe realizarse a través de una EICC de tipo cerrado las cuales, en principio, solo ejercerán su actividad comercial entre clientes profesionales. La comercialización a otro tipo de inversores requiere que estos se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y que declaren por escrito que conocen el riesgo al que se enfrentan. En definitiva, no podemos concluir que los preceptos de la DGFIA formen parte del acervo proteccionista del pequeño inversor, al que tan solo contempla bajo determinadas circunstancias de muy difícil cumplimiento.

2.3. La 5AMLD

El 30 de mayo de 2018 se publicó en el DOUE la 5AMLD, quinta reforma de la Directiva (UE) 2015/849 a la que no sustituye, sino que completa mediante la inclusión de nuevos artículos.

En este sentido, destaca especialmente la inclusión, como entidades obligadas a cumplir con sus preceptos, de los proveedores de servicios de cambio de monedas virtuales por monedas fiduciarias y de los proveedores de servicios de custodia de monederos

⁹⁷⁷ Esta cuestión ya fue tratada en el capítulo dedicado al estudio de las criptomonedas.

electrónicos, que serán tenidos como sujetos obligados. Las razones de tal decisión se basaron en el relativo anonimato que reviste el funcionamiento de estas monedas y que, llegado el momento, puede dar cobertura a transferencias de dinero sobre las que no exista un control suficiente.

En particular, mediante la 5AMLD se pretende frenar el uso indebido con fines delictivos de estos *criptoactivos* imponiendo a los proveedores de servicios de cambio y de custodia la obligación de reportar actividades sospechosas. Para ello, los operadores deberán estar registrados como tal.

Esta 5AMLD resulta un importante paso en la senda regulatoria de estos nuevos fenómenos. Sin embargo, en este caso concreto, solamente se han tenido en cuenta las operaciones con criptomonedas, desatendiendo aquellas operaciones en las que un *criptoactivo* puede intercambiarse por otro *criptoactivo* y que puede dar lugar, con la misma frecuencia e intensidad, a actividades de lavado de dinero y/o financiación del terrorismo. Por esta razón, se espera la inclusión como sujetos obligados de los proveedores de servicios de intercambio de *criptoactivos*, así como los proveedores de servicios financieros para ICO. Ahora bien, el plazo para transponer el contenido original de la 5AMLD a nuestro ordenamiento finaliza el 10 de enero de 2020, por lo que, de no mediar algún tipo de actuación por parte de la AEVM, la inclusión de los mencionados proveedores deberá esperarse *sine die*.

2.4. La Directiva sobre transparencia

En el ámbito comunitario y cuando los valores se admitan a cotización en mercados situados u operantes en un Estado miembro, los emisores deberán estar igualmente al contenido de la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE, (Directiva sobre transparencia).

En nuestro país, como tendremos oportunidad de exponer más adelante, la CNMV todavía no admite la negociación de estos *tokens* en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de contratación. Sin embargo, el carácter transfronterizo de estas operaciones aconseja el cumplimiento de la Directiva.

La finalidad de la Directiva de transparencia es facilitar a los inversores el acceso a información periódica y continua sobre los emisores. No es necesario recordar la inestabilidad que preside las actuaciones en los mercados, así como los diferentes

vaivenes económicos a los que pueden verse sometidos los emisores. Todas estas presiones pueden hacer mella en la solidez de las entidades y dar lugar a inversiones más arriesgadas. Por esta razón, y con el objeto de que el inversor se forme una opinión actualizada de la situación, deberán ponerse a disposición de estos informes financieros, tanto anuales como semestrales; declaraciones intermedias de gestión, adquisición o cesión de participaciones importantes; así como cualquier cambio en los derechos de los tenedores de los instrumentos financieros.

2.5. El Reglamento sobre el abuso de mercado y las ventas en descubierto

Para alcanzar un correcto funcionamiento de los mercados financieros bajo unos adecuados estándares de transparencia, es necesario atender y abordar las conductas ilegales que, apoyadas en el uso de información privilegiada, buscan manipular el mercado en beneficio propio. Tales conductas, de no ser detectadas y prevenidas, socavarían la transparencia y confianza necesaria para la negociación.

Con este fin, en el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión, quedan prohibidas expresamente las operaciones con información privilegiada, así como la divulgación ilegal de información y la manipulación del mercado.

En el concreto ámbito de los *criptoactivos*, la protección de los inversores y la consecución de un mercado financiero integrado, eficiente y transparente se consigue, en suma, evitando que quien disponga de información privilegiada haga uso de ella adquiriendo, transmitiendo, cediendo, cancelando o modificando una orden, sobre los instrumentos a los que dicha información se refiere, bien por cuenta propia, bien por cuenta de terceros. Para ello, no obstante, los *criptoactivos* emitidos deben tener la condición de instrumentos financieros y deben haber sido admitidos a negociación o, no cumpliéndose ésta última característica, cuando su precio o valor dependan o tengan efecto en el precio o valor de otro instrumento financiero admitido en un sistema de negociación. Siendo así, queda descartado el uso de este Reglamento como elemento proteccionista de los pequeños inversores en la esfera nacional pues, tal y como ha señalado la CNMV, no parece posible la negociación de *tokens* en mercados regulados, SMN o SOC españoles⁹⁷⁸. En todo caso, no puede obviarse el carácter transnacional de las operaciones con *criptoactivos* y donde este Reglamento sí cumpliría con su función tuitiva.

En contraste con lo anterior, debe llamarse la atención sobre la necesaria actualización del Reglamento pues, habida cuenta de las características de los nuevos instrumentos

⁹⁷⁸ CNMV, *Criterios en relación con las ICO*, ... *ob. cit.* pp. 3 y ss.

financieros, es posible que puedan generarse nuevos comportamientos de abuso de mercado todavía no contemplados. Es el caso, por citar un ejemplo, de la información privilegiada que pueden llegar a disponer los mineros y los proveedores de monederos o *wallets* y que podría utilizarse, llegado el caso, para manipular el comercio y la liquidación de activos.

2.6. La Directiva sobre la firmeza de la liquidación y el Reglamento sobre los depositarios centrales de valores

Ambos cuerpos legales, la Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009, por la que se modifican la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito (DFL); y el Reglamento (UE) n° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 236/2012 (RDCV); se centran en la regulación de la liquidación de valores.

Entre los principales propósitos de la DFL figura minimizar el riesgo sistémico que puede ocasionarse en los sistemas de pago, compensación y liquidación de valores cuando un participante⁹⁷⁹ del sistema se encuentra en estado de insolvencia. Por su parte, el RDCV se centra en armonizar aspectos de la liquidación.

Centrando nuestra exposición en los límites de los *criptoactivos*, debemos detenernos, en primer lugar, y valorar si es posible contemplar la existencia de un sistema de liquidación de valores que permita la materialización de los traspasos de valores y de los pagos cuando los *criptoactivos* implicados se consideran instrumentos financieros.

El artículo 2 a) de la DFL define un sistema como un acuerdo formal entre tres o más participantes, en el que se establecen normas comunes y disposiciones normalizadas para la ejecución de órdenes de transferencia entre los implicados. Este acuerdo deberá estar regido por el Derecho de un Estado miembro, que podrá ser libremente elegido a condición de que, al menos uno de los participantes, tenga allí su administración central. A decir del artículo 2.10 del RDCV, este sistema no estará gestionado por una entidad de contrapartida central y su actividad consistirá en ejecutar órdenes de transferencia.

La estructuración de un sistema de liquidación de valores requiere además la designación de un operador del sistema o entidad legalmente responsable de la explotación del mismo.

⁹⁷⁹ A tales efectos, por participante del sistema debe entenderse una entidad, contraparte central, cámara de compensación o agente de liquidación.

Expuesta la cuestión es posible vislumbrar las dificultades que ello supondría en el ámbito de los *security tokens* donde, el carácter descentralizado de los modelos de negocio no permite identificar tan fácilmente a un operador del mercado.

Por otra parte, si los *criptoactivos* se pretenden negociar en una plataforma, el operador de la misma deberá solicitar la debida autorización para actuar como depositario central de valores, o bien trabajar conjuntamente con una entidad autorizada. Todo lo cual supondría una serie de costes que deberán valorarse y que, probablemente, terminen repercutiendo en el cliente en forma de comisiones.

Debe tenerse en cuenta también que, de acuerdo con la DFL, un participante del sistema debe ser bien una entidad, una contraparte central, una cámara de compensación o un agente de liquidación. Todos ellos personas jurídicas, lo que puede resultar un manifiesto inconveniente para las plataformas de negociación de *criptoactivos*, donde buena parte de sus participantes son personas físicas.

2.7. La Directiva sobre los sistemas de indemnización de los inversores

La protección de los inversores y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero es uno de los objetivos desarrollados a través de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997 relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (DSII), mediante la cual se establece un sistema de indemnizaciones que se podrá reclamar en aquellos casos en los que la empresa de inversión no pueda cumplir con sus obligaciones.

En efecto, y en virtud de la DSII ha quedado fijado un nivel mínimo de cobertura de 20.000 euros por inversor que se aplicará al importe total del crédito del inversor en una misma empresa de inversión. Esta salvaguarda indemnizatoria puede llegar a suponer para los pequeños clientes un importante marco protector de sus operaciones, máxime en un entorno como el de los *criptoactivos* tan floreciente como volátil.

Con todo, en el caso concreto que nos ocupa, esto es, la inversión en *criptoactivos*, la aplicación de la DSII debe ser objeto de matización. Y es que la articulación de esta garantía requiere que el promotor de la actividad sea una empresa de servicio de inversión autorizada. Requisito que también debe cumplirse a nivel nacional⁹⁸⁰. Por lo que, para poder contar con el régimen de indemnización expuesto, será necesario que la entidad promotora de la ICO esté debidamente autorizada como empresa de servicio de inversión. En este sentido, tanto la CNMV como el BdE ya se han manifestado advirtiendo que *«hasta la fecha, ninguna emisión de “criptomoneda” ni ninguna ICO ha sido registrada, autorizada o verificada por ningún organismo supervisor en España»*⁹⁸¹.

⁹⁸⁰ Así ha quedado establecido, entre otros, en los artículos 152.1, 160.1 j), 162.2 d), 199.1 TRLMV.

⁹⁸¹ CNMV y BdE, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO)*, ... *ob. cit.*, p. 2.

V. LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS EN EL ÁMBITO NACIONAL

La aparición de esta fuente alternativa de financiación también ha calado en nuestro supervisor nacional que al respecto, y desde 2017, ha emitido varios comunicados desde la necesidad de esclarecer el régimen jurídico de las ICO, alertar sobre sus riesgos y fijar un régimen de protección de los inversores.

En la valoración de los riesgos se enfocaba, precisamente, el comunicado sobre criptomonedas e ICO emitido por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) - equivalente estadounidense de nuestra CNMV- el 11 de diciembre de 2017. En el documento, traducido y publicado por la CNMV el 15 de enero de 2018⁹⁸² con el objetivo de servir de guía para inversores y profesionales⁹⁸³, se avanzaban una serie de interrogantes derivados precisamente de lo novedoso del producto ofertado.

En este sentido, la SEC, puso la atención sobre la escasa protección de los inversores minoristas en este ámbito si se compara con la prevista en los mercados tradicionales de valores. De igual forma, animaba a extremar la precaución y desconfiar de ofertas que garantizaran ganancias sin riesgos, que obligaran a actuar rápidamente o que, en general, fuesen demasiado buenas para ser ciertas. También advertía de la facilidad con que los fondos pueden salir del país sin el consentimiento expreso del inversor, cuestión que imposibilita que los reguladores del mercado puedan ejercer adecuadamente labores de supervisión y/o recuperación del capital.

Ante esta circunstancia a los inversores minoristas se les recomendaba aumentar la cautela y complementar cualquier actuación con la recopilación de la mayor cantidad de información⁹⁸⁴.

1. Las ICO como emisiones u ofertas públicas de valores negociables

Como ya se ha expuesto la cuestión de la naturaleza jurídica de los *tokens* que puedan llegar a emitirse en una ICO y la protección de los inversores que participen en la misma presenta una serie de dificultades regulatorias debidas, en parte, al carácter digital y transnacional de las operaciones, de las que la CNMV no es ajena. De igual modo, no deben desconocerse los beneficios que pueden llegar a suponer como fuente de

⁹⁸² CNMV, *Comunicado difundido por la Securities and Exchange Commission con consideraciones de su presidente sobre las criptomonedas y las denominadas "ofertas iniciales de criptomonedas ("Initial Coin Offerings" o "ICO")*, 15 de enero de 2018, disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B14a617e8-7f18-40e0-9f1b-2061d924f5f4%7D>.

⁹⁸³ Si bien advirtiendo sobre las ineludibles diferencias entre el mercado español y el norteamericano.

⁹⁸⁴ Para facilitar esta actuación se incluyó un listado abierto de preguntas orientativas que servirán de apoyo a tales inversores en momentos previos a la inversión.

financiación, razón por la que la CNMV deberá ejercer su labor supervisora atendiendo al principio de proporcionalidad pues, recordemos, la mayoría de las ICO se emprenden en el seno de pequeñas y medianas empresas, en muchos casos, en fases tempranas de creación.

En esta línea, la CNMV ha señalado⁹⁸⁵ que una parte importante del total de ICO lanzadas deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables teniendo en cuenta el amplio concepto de valor negociable que, como hemos visto, recoge el TRLMV en su artículo 2.

Para determinar si en una ICO se están ofreciendo valores negociables se tendrá en cuenta si los *tokens* otorgan a sus propietarios derechos o expectativas de beneficios provenientes de la revalorización o rentabilidad del negocio o proyecto; o si conceden derechos iguales o parecidos a los de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros del mencionado artículo 2 TRLMV.

Con respecto a aquellos *tokens* que posibilitan el acceso a servicios o permitan recibir bienes o productos, se tendrá en cuenta si se ofrecen haciendo mención explícita o tácita a la expectativa de obtener un beneficio fruto de su revalorización, o se hace referencia a la posible obtención de alguna remuneración asociada al *token*, o se alude a su liquidez o negociación en mercados equivalentes o similares a los mercados regulados⁹⁸⁶.

En cualquier caso, si de los criterios descritos resulta que la ICO debe considerarse como una oferta de valor negociable o de instrumentos financieros, deberá respetarse la normativa reguladora nacional y europea, y especialmente la MiFID II, la Directiva de Folletos y la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos.

Para aquellos supuestos en los que la ICO no constituya una oferta pública por quedar incluida dentro de una de las excepciones previstas en el artículo 35.3 TRLMV, deberá tenerse en cuenta que, si en la colocación se recurre a cualquier forma de comunicación publicitaria, deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos.

Por otra parte, y sin perjuicio del lugar en que se emitan los *tokens*, si dicha emisión se estima como de valores negociables, la comercialización en España⁹⁸⁷ deberá respetar la normativa reguladora vigente.

⁹⁸⁵ CNMV, *Consideraciones de la CNMV sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero*, 8 de febrero de 2018, disponible en https://www.cnmv.es/loultimo/comunicadoCNMV_ICO_ES_final.pdf.

⁹⁸⁶ No alcanzamos a entender si la alusión explícita o tácita a las expectativas de beneficios o remuneración debe quedar reflejada o sobreentendida del contenido del *whitepaper*. O si, por el contrario, puede admitirse esta reseña en cualquier soporte, lo que supondría que una referencia a beneficios o remuneración contenida en un email, un anuncio, o la página *web* de la entidad, por ejemplo, también constituye una oferta de valores negociables en la que se emiten *utility tokens*.

⁹⁸⁷ Según la CNMV, será indicio de comercialización en España la existencia de páginas *web* en español desde las que se ofrezcan los *tokens* en cuestión.

2. Criterios de la CNMV en relación con las ICO

Ya hemos hecho numerosas alusiones al comunicado de 20 de septiembre de 2018 de la CNMV en el que se publicaron los criterios relativos a las ICO a nivel nacional⁹⁸⁸. No obstante, habida cuenta del estadio inicial del fenómeno y su complejidad, se justificó el carácter temporal de los mismos, que se aplicarán y revisarán en función de la experiencia y el debate internacional y comunitario. Conviene a nuestros intereses analizar cada uno de ellos.

El primero de los criterios recogidos hace referencia a la consideración de los *tokens* y si estos pueden asimilarse a los valores negociables. A este respecto se establece que deberá analizarse caso por caso, pero se recuerda que los criterios publicados en febrero de 2018 siguen siendo válidos para establecer la identificación del *token* con un valor negociable. De tal forma que si en una ICO se estaban ofertando valores negociables debería tenerse en cuenta si los *tokens* emitidos concedían derechos o expectativas de beneficio provenientes de la revalorización o rentabilidad del negocio o proyecto, o permitían el acceso a productos o servicios.

Pues bien, la CNMV aprovecha este comunicado para realizar una matización sobre sus propias consideraciones teniendo en cuenta la orientación del debate internacional. Así las cosas, se advierte que no deberán considerarse valores negociables los casos en los que no sea razonablemente posible establecer una relación entre las expectativas de revalorización o rentabilidad del instrumento y la evolución del negocio o proyecto subyacente. Por tanto, si la rentabilidad o revalorización del *token* emitido no está relacionado con la evolución del proyecto o negocio en cuyo seno se emiten, no estaremos ante valores negociables.

El segundo criterio que aplicará la CNMV ante una propuesta de ICO tiene que ver con la intervención de entidades autorizadas para prestar servicios de inversión. Recordemos que, a efectos de comercialización, deberá intervenir en la ICO una entidad autorizada para prestar servicios de inversión (art. 35.3 TRLMV). La labor de dicha entidad consistirá en la supervisión general del proceso con especial énfasis en la validación de la información que se suministre a los inversores.

Para la colocación de valores no será necesaria, sin embargo, la intervención de una entidad autorizada. La razón se sustenta en que dicha obligación recae solamente cuando la actividad se realice de forma habitual o profesional [art. 144.1 TRLMV, en relación con el art. 140 e) y f)], lo cual no se cumple en un ICO cuya naturaleza será eminentemente eventual.

⁹⁸⁸ CNMV, *Criterios en relación con las ICO*, ... *ob. cit.*

Tampoco se precisará de entidades autorizadas para la custodia de valores pues nuevamente se requiere que la actividad se realice de forma habitual o profesional [art. 144.1 TRLMV, en relación con el art. 141 a) TRLMV].

El tercer criterio publicado tiene que ver con la representación de los *tokens* y las consecuencias de su negociación en plataformas. Resulta muy interesante pues admite la posibilidad de que ciertos valores no se representen ni en títulos, ni en anotaciones en cuenta, sino en la *blockchain*. Conclusión a la que llega la CNMV de la lectura del artículo 6.1 TRLMV donde se recoge que «*los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos*». Es el uso de la locución *podrán* lo que sustenta, en opinión del supervisor nacional, que también puedan registrarse valores negociables a través de la tecnología *blockchain*.

Lo anterior tiene una serie de consecuencias en la negociación de los *tokens* en función de si estos se pretenden negociar en mercados extranjeros o nacionales.

Comenzando por la primera de las opciones, si los *tokens* se pretenden negociar en mercados extranjeros, es evidente que la CNMV no será competente para requerir su representación mediante anotaciones en cuenta⁹⁸⁹.

En lo relativo a la negociación en mercados nacionales, la misma no parece posible ni en mercados regulados, ni en sistemas multilaterales de negociación, ni en sistemas organizados de contratación. El motivo de tal exclusión es doble. Primero porque la propia TRLMV (art. 6.2) exige que para admitir dicha negociación los valores deberán estar «*necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta*», lo que no se cumple en este caso en el que es posible y admisible la representación de los *tokens* a través de la red *blockchain* como alternativa a las tradicionales anotaciones en cuenta o títulos. El segundo motivo de exclusión radica en que una eventual admisión a negociación supondría la obligatoria llevanza de un registro contable de los valores por un depositario central de valores (art. 8.3 TRLMV). No es necesario señalar, ya lo hicimos en páginas anteriores de este mismo capítulo, que la tecnología *blockchain*, y su carácter descentralizado, se oponen a la suscripción de tal registro.

Tampoco parece factible generar un mercado interno dentro de una plataforma no regulada, o que los *tokens* se negocien en una plataforma localizada en España, ya que dichas plataformas deberían contar con las necesarias autorizaciones para desarrollar su actividad ya sea como centro de negociación, como empresa de servicios de inversión, o como entidad de crédito que opere como internalizador sistemático. Sin contar que ello no excluye, en todo caso, la necesidad de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta.

⁹⁸⁹ La exigencia de representación mediante anotaciones en cuenta para acceder a la negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, *ex* artículo 6.2 TRLMV, solo es preceptiva cuando los centros de negociación son españoles.

El cuarto y último criterio de la CNMV hace hincapié en el folleto informativo. Si bien la mayoría de operaciones se encuentran excluidas de la necesidad de publicación de folleto *ex* artículo 35.2 TRLMV, se recomienda que los emisores recurran a una entidad autorizada para prestar servicios de inversión que será la encargada de supervisar y validar la información ofrecida a los inversores durante el proceso de comercialización de los *tokens* emitidos.

Es posible, no obstante, que las dimensiones de la ICO planteada requieran de la elaboración de un folleto. En este caso, y dado que no existe un modelo armonizado a nivel europeo, la CNMV hará un esfuerzo de adaptación y proporcionalidad intentando reducir la complejidad y extensión del documento.

VI. ALGUNAS PROPUESTAS CONCRETAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA BASADAS EN DERECHO COMPARADO

De lo estudiado hasta aquí parece que la tendencia en el ámbito de las ICO apunta a una implantación cada vez mayor de esta nueva forma de financiación. No obstante, y a pesar de su creciente popularidad, los riesgos que asume el inversor siguen siendo extremadamente altos, tanto más si los comparamos con los inciertos beneficios esperados. Sucede que mientras la rentabilidad es dudosa y en muchas ocasiones incluso utópica, los riesgos son reales y pueden materializarse en la pérdida total del capital invertido⁹⁹⁰.

Decíamos *ut supra* que la solución encontrada por el regulador comunitario y nacional, pasa por asimilación de los *security tokens* a los instrumentos financieros y valores negociables respectivamente. Una medida que deja en situación de incertidumbre la emisión de *utility tokens* pero, en contrapartida, garantiza la aplicación de una serie de Directivas europeas⁹⁹¹ y, en última instancia, el sometimiento a nivel nacional a la normativa del mercado de valores.

Visto en conjunto quizás pueda parecer que la aplicación de todo este elenco normativo es suficiente para garantizar la protección de los inversores minoristas, pero lo cierto es que dadas las particularidades de las ICO el régimen de protección actual resulta incompleto. Téngase en cuenta que lo que se está haciendo es aplicar a una forma de inversión totalmente nueva, y extremadamente descentralizada, una serie de preceptos que no fueron pensados para regular este nuevo escenario digital. Además, la incertidumbre en torno a la emisión de *utility tokens* puede estar dando lugar a la emisión

⁹⁹⁰ Vid. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *Las ICO como nueva forma de crowdfunding*, disponible en <http://www.elnotario.es/opinion/8908-las-icos-como-nueva-forma-de-crowdfunding>, quien apunta en esta misma dirección y pone el acento en la entidad de los riesgos que corre el inversor a pesar de que las expectativas de beneficios sean muy positivas.

⁹⁹¹ Entre otras, la Directiva de Folletos, la Directiva MiFID II, la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos, y la Directiva relativa a la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

de *tokens* híbridos que permitan burlar el sometimiento a la TRLMV. Por otra parte, y hasta la fecha, la CNMV no ha aprobado ningún folleto informativo, ni ha participado de la autorización o verificación de ninguna ICO⁹⁹², por lo que es muy probable que todas aquellas operaciones de recaudación abiertas a día de hoy estén incurriendo en un incumplimiento generalizado.

Expuestos estos antecedentes y atendiendo al importante desequilibrio en la balanza de riesgos y beneficios, debemos continuar este trabajo ofreciendo una serie de propuestas concretas en torno a la protección de los inversores de carácter minorista. Propuestas que entendemos deberían añadirse a las soluciones normativas actuales para completar el marco proteccionista vigente, pues se apoyan en el estudio de las soluciones acogidas en relación con las ICO en diversos países donde se ha legislado específicamente al respecto⁹⁹³.

1. Sobre los *utility tokens*

Desde el ámbito europeo la AEVM considera que la dimensión del mercado criptográfico de *utility tokens* aún no ha alcanzado una fase de maduración tal como para dar lugar a problemas de estabilidad financiera, aunque se recomiendan labores de seguimiento con especial énfasis en la protección de los inversores cuando estos comprometen sus ahorros en activos no considerados instrumentos financieros. Estos casos, que resultan especiales pues quedan fuera de la aplicación de las normas de las UE, pueden llegar a representar un importante riesgo para el inversor, sobre todo por la dificultad añadida de no poder distinguir clara y rápidamente entre un activo que sí se considera instrumento financiero y otro que no lo es, lo que puede dar lugar a que invierta en la creencia de estar protegido cuando realmente no lo está⁹⁹⁴.

En nuestro país, recordemos, la emisión de *utility tokens* será tenida como oferta de valores negociables si en ella se alude, explícita o tácitamente, a la obtención de futuros beneficios procedentes de la revalorización de aquellos. Asimismo, cuando se indiquen posibles remuneraciones asociadas al *token*, o se haga referencia a su liquidez o negociación en mercados equivalentes o similares a los mercados regulados. De esta forma, quedarán al amparo de la TRLMV aquellos activos que encajen en estas características. Por tanto, y como ya hemos señalado, la emisión de *utility tokens* que no casen a la perfección con lo arriba expuesto, quedarán fuera del marco regulatorio propio de los mercados de valores, debiendo estar a lo previsto en el TRLGDCU.

⁹⁹² Tal y como la propia CNMV manifestó en su comunicado de 26 de marzo de 2019, *vid.* CNMV, *Comunicado sobre operaciones de captación de fondos a través de “Initial Coin Offerings” (ICO)*, 26 de marzo de 2019.

⁹⁹³ Con mayor precisión nos centraremos en el estudio de las legislaciones de Suiza, Liechtenstein, Malta, Francia, y Gibraltar.

⁹⁹⁴ *Vid.* AEVM, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ... *ob. cit.* p. 13.

Para completar el estudio de estos *tokens* en particular y poder realizar nuestra propuesta, es preciso atender a las directrices ICO publicadas por el regulador suizo en 2018⁹⁹⁵. En concreto, la *Financial Market Supervisory Authority* (FINMA) establece que estos *criptoactivos* no serán considerados valores si su único propósito es otorgar derechos de acceso digital a una aplicación o servicio, siempre que el *token* pueda ser utilizado con esta finalidad desde el momento de su emisión. Con lo cual, para ser considerado *utility*, el *token* debe poder usarse desde su creación.

Sabido es que en este sector la mayoría de las ICO se lanzan para obtener los fondos necesarios para desarrollar, posteriormente, la plataforma donde emplear los *tokens* adquiridos. Por lo que, y aplicando las directrices de la FINMA, en un importante número de casos prevalecerá el fondo sobre la forma y serán clasificados como *security* todos aquellos *tokens* que no puedan emplearse desde el momento mismo de su emisión ya que se tratará de una preventa con un propósito inversor.

Desde Francia también se hacen importantes avances en la regulación de las ICO. Recientemente la *Assemblée Nationale* aprobó el Plan de Acción para el Crecimiento y la Transformación de las Empresas, (Ley PACTE⁹⁹⁶) con la que se pretende situar al país galo a la vanguardia legislativa de la industria *fintech* y *blockchain*. El objetivo principal de esta ley ha sido la creación de un marco regulatorio para las iniciativas financieras que opten por la emisión de fichas virtuales y también para los proveedores de servicios de activos digitales.

En estos nuevos márgenes nuestro vecino, y en muchas ocasiones referente legislativo, ha preferido una descripción amplia y omnicompreensiva de los *tokens* que incluye «*todo bien inmaterial que represente, en forma digital, uno o más derechos que puedan ser emitidos, registrados, retenidos o transferidos por medio de un dispositivo electrónico de registro compartido que identifique, directa o indirectamente, al titular de dicho bien*». Es de aplaudir que no se caiga en la distinción entre *security* y *utility tokens* que, en nuestro caso, sirve solamente para excluir a los *utility* puros del marco regulatorio previsto.

Siendo así, en nuestro país sería deseable, cuando no conveniente, mantener la taxonomía vigente en los *criptoactivos* pues contribuye innegablemente a delimitar y categorizar los derechos que otorgan a sus adquirentes. Ahora bien, debería ampliarse la calificación de oferta de valores negociables para incluir a los *utility tokens* que, pese a su forma, no pueden disfrutarse *ipso facto* por el adquirente, lo que les otorga, al momento de su compra, carácter de inversión. Con ello quedaría garantizado un nivel idóneo de supervisión por parte de la CNMV de todas aquellas ICO que actualmente quedan fuera

⁹⁹⁵ FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICO)*, 16 de febrero de 2018, disponible en <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

⁹⁹⁶ “LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises”, 23 de mayo de 2019, disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2019/5/22/ECOT1810669L/jo/texte>.

debido a que emiten un *criptoactivo* que no encaja en los vigentes parámetros de los valores negociables. Al propio tiempo se estaría evitando la proliferación de ICO potencialmente fraudulentas que, apoyándose en la creación de *utility tokens*, puedan dar lugar a estafas o engaños.

2. Sobre la autorización o verificación de las *initial coin offerings*

A día de hoy la CNMV no ha participado de ningún proceso de autorización o verificación de una ICO, y así lo ha manifestado en diversas ocasiones⁹⁹⁷. En todo caso, su actuación con respecto a determinados proyectos en los que ha sido consultada *«se ha limitado a confirmar que en el caso cumplirse los requisitos señalados en el artículo 35.2 de la Ley del Mercado de Valores (emisión total inferior a 5 millones de euros, dirigirse la emisión a menos de 150 inversores minoristas o ser la inversión mínima por inversor al menos 100.000 euros) la operación no requeriría aprobación de folleto informativo ni quedaría sujeta a verificación ni intervención previa de ningún tipo por parte de la CNMV. Ello, lógicamente, es independiente de que pueda ser necesaria la participación de una empresa de servicios de inversión, de conformidad con lo que prevé el art. 35.3 de la TRLMV y en los términos señalados en los criterios publicados al respecto por la CNMV»*⁹⁹⁸.

Con ocasión de la publicación de los criterios en relación con las ICO, en septiembre de 2018, la CNMV estableció que todas aquellas operaciones cuyos *tokens* fueran considerados valores negociables debían ser analizadas caso por caso y bajo los criterios allí recogidos⁹⁹⁹. Esta circunstancia nos lleva a plantearnos cuál sería, de haberlo, el procedimiento para obtener dicha autorización o verificación de la ICO.

Es preciso aclarar ahora que el artículo 33 TRLMV recoge el principio de libertad de emisión en virtud del cual *«las emisiones de valores no requerirán autorización administrativa previa y para su colocación podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor»*. A la luz de lo cual la función de la CNMV será comprobar si la ICO queda sujeta a la normativa de la TRLMV o si, por el contrario, puede subsumirse en alguna de las excepciones del artículo 35.2 TRLMV.

Hasta el momento, y casi con total seguridad, puede afirmarse que la mayoría de las ICO quedan amparadas en el citado artículo 35.2 TRLMV, con lo que la autorización o

⁹⁹⁷ Entre otras, *vid.* CNMV y BdE, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) ...ob. cit.*, así como, CNMV, *Comunicado sobre operaciones de captación de fondos a través de Initial Coin Offerings (ICO)*, 26 de marzo de 2019.

⁹⁹⁸ *Vid.* CNMV, *Comunicado sobre operaciones de captación de fondos a través de Initial Coin Offerings (ICO)*, ...*ob. cit.*

⁹⁹⁹ Con carácter general, se comprobará la intervención de las entidades autorizadas a prestar servicios de inversión, pues son las encargadas de supervisar el proceso y validar la información que se suministra a los inversores. En dichos criterios se hace referencia igualmente la forma de representación de los *tokens* y las consecuencias de su negociación en plataformas y, en último lugar, se establecen las pautas para la elaboración del folleto informativo.

verificación a la que se hace referencia está relacionada con el cumplimiento de los criterios sobre ICO publicados por la CNMV.

En suma, no existe, porque no está previsto para estos casos, un procedimiento de autorización propiamente ¹⁰⁰⁰, con lo que la CNMV se limitará a valorar si se han aplicado correctamente sus criterios.

De ahí que debemos preguntarnos, ¿es suficiente la actuación de la CNMV? Y más concretamente, ¿es suficiente la información que se recaba de la ICO? En principio parece que no, sobre todo si lo comparamos con el proceso para autorizar una misma operación, por ejemplo, en Liechtenstein.

En el principado alpino, la *Financial Market Authority* (FMA) publicó, el 1 de octubre de 2018¹⁰⁰¹, un documento informativo sobre las ICO donde calificaba estas inversiones como operaciones de alto riesgo. Consciente de la falta de un marco legislativo uniforme, fijó una serie de requisitos para la concesión de licencias a las actividades que estén relacionadas con instrumentos financieros. También recomendó a los promotores que realicen, ante la propia FMA, todas las aclaraciones previas que requieran con la finalidad de evitar en el futuro la posible imposición de sanciones, para lo cual también aconseja la búsqueda de asesoramiento legal.

Sea como fuere, y en lo que ahora nos interesa, se especifican una serie de documentos que deben ser presentados y que permitirán que la FMA pueda evaluar el asunto en cuestión. Entre ellos figuran el *whitepaper* de la ICO siempre que esté disponible, un documento que contenga una descripción coherente del modelo de negocio y del *token* que se pretende emitir y, además, una autoevaluación jurídicamente sólida en la que se haga referencia a las obligaciones a las que queda sometido el emisor. Destacamos este último documento pues con carácter previo a la aprobación de la ICO e independientemente de las especificaciones que haga la FMA, se obliga a los promotores a pasar por una evaluación jurídica de su modelo de negocio en la que se deberá detallar si, dadas sus características, debe solicitar licencias específicas, emitir folleto informativo, especificar la funcionalidad del *token*, ofrecer detalles de la emisión, etc.

De esta forma desde Liechtenstein consiguen que incluso antes de aprobar la operación, el emisor se vea obligado a pasar por un análisis jurídico en el que se especifiquen cuáles son las concretas obligaciones a las que queda sujeta su ICO teniendo en cuenta, precisamente, las características de ésta misma.

¹⁰⁰⁰ Al contrario que en el *crowdfunding*, donde si está previsto en los artículos 48 y ss. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

¹⁰⁰¹ FMA, *Fact Sheet on Initial Coin Offerings*, 1 de octubre de 2018, disponible en [https://www.fma-li.li/files/fma/fma-factsheet-ico.pdf](https://www.fma.li/files/fma/fma-factsheet-ico.pdf).

En Suiza, por su parte, la FINMA estableció que para someter a su consulta una ICO debe facilitarse una información mínima que agrupa en cuatro categorías¹⁰⁰²:

- i. Información general: donde debe detallarse el nombre del proyecto; nombre de la compañía u operadores del proyecto, incluyendo el domicilio, direcciones de correo electrónico y sitio *web*; detalles de todas las personas involucradas incluyendo direcciones y/o domicilio de la empresa, en particular del fundador, de los emisores de *tokens*, de los vendedores y de otros intervinientes secundarios con fines comerciales; asimismo deberá señalarse si se han otorgado licencias a las personas mencionadas en otros países, en cuyo caso deberá proporcionarse los detalles pertinentes.
- ii. Descripción del proyecto: se hará alusión al nombre del proyecto, a sus objetivos y al plan de negocios elaborado; también a las características clave del servicio a desarrollar; deberá detallarse a qué clase de inversor se dirige la ICO y si existe algún tipo de restricciones con respecto a los mismos; se dará información sobre la organización del proyecto y su planificación (cronología de las diversas fases, hitos, etc.); asimismo deberá ofrecerse información sobre las tecnologías que se usarán (qué clase de *blockchain*, si se trata de tecnologías nuevas o existentes o si planteará su proyecto en código abierto, etc.); también debe quedar determinado con qué criptomonedas o moneda de curso legal se financiará la ICO y cómo; cuánto dinero pretende recaudar; y cómo se manejarán los fondos excedentes.
- iii. Sobre el *token* que se pretende emitir: si la ICO planeada pretende crear un *token* propio deberán establecerse los pasos para su creación, las normas técnicas y la tecnología que se empleará; también quién se encargará de la transmisión del *token* a los inversores y de qué manera se realizará; tendrán que describirse detalladamente las funcionalidades que están previstas y en qué momento se aplicarán, así como qué derechos adquiere el inversor y la forma en que estos se documentan. En cuanto al sometimiento a las leyes anti lavado de dinero se especificará si habrá un intermediario financiero que sí esté sujeto a dichas leyes y cuya función será velar por su cumplimiento.
- iv. Transferencia y mercado secundario: esta última categoría reflejará cómo puede transferirse el *token*; si el *token* ya está en funcionamiento; cómo y dónde pueden adquirirse o venderse después de la emisión, esto es, si existen plataformas de mercado secundario; si es posible utilizarlos para comprar bienes o servicios o realizar pagos a terceros; o si existen planes para que el operador/emisor del proyecto recompre *tokens* emitidos.

Francia ha optado por introducir también un sistema de aprobación facultativa de las ICO en virtud del cual los emisores solicitarán un visado de actuación a la AMF, de forma voluntaria, siempre que no se encuentren sometidos a la normativa vigente y se trate de personas jurídicas establecidas o registradas en el país.

¹⁰⁰² Vid. Appendix: Minimum information requirements for ICO enquiries, en FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICO)*, ...ob. cit. pp. 9 y ss.

Recibida la solicitud, la AMF comprobará que la oferta posee unas garantías mínimas de protección de los inversores, haciendo especial hincapié en verificar la calidad del documento de información o *whitepaper*, así como en la previsión de sistemas de control y salvaguarda de los fondos recaudados.

Una vez que la oferta ha finalizado, sobre el emisor recae la obligación de comunicar a los inversores las cantidades obtenidas y si existe un mercado secundario.

Aquellos emisores que finalmente obtengan el visado aparecerán en una *lista blanca*¹⁰⁰³ de carácter público cuya principal ventaja reside en que identificará aquellas ofertas que cumplen con la normativa, facilitando a los inversores una prueba de respetabilidad.

En Gibraltar, desde el 1 de enero de 2018, cualquier empresa que lleve a cabo actividades en las que se emplee tecnología *blockchain* debe ser autorizada por la *Gibraltar Financial Services Commission* (GFSC)¹⁰⁰⁴. Se ha previsto, en consecuencia, un completo procedimiento de solicitud de autorización previo al lanzamiento de la ICO. Resumidamente, el proceso incluirá una evaluación de los riesgos inherentes, del modelo empresarial y de la complejidad de la actividad que se pretende desarrollar. Se tendrá en cuenta el grado de madurez de la empresa, si la empresa custodiará o administrará los activos de sus clientes, el tipo de clientes con lo que se relacionará (minoristas o profesionales), el número y variedad de productos y servicios ofrecidos, la prestación de actividades reguladas o no, si la empresa ofrecerá a sus clientes otros productos y servicios relacionados con la inversión, etc.

A la luz de lo expuesto, nuestra siguiente propuesta debe ser necesariamente el establecimiento de un procedimiento *ad hoc* para la autorización y verificación de los proyectos de ICO. Este proceso debería completarse con la solicitud de información específica de tal forma que la naturaleza del incipiente proyecto quede lo más detallada posible, tal y como ya se viene realizando en otros países.

3. Sobre la información del riesgo que deberá suministrarse a los inversores

La proliferación de las ICO como medio para la recaudación de fondos para proyectos o empresas de nueva creación ha originado un intenso debate jurídico-económico que ha derivado en la difusión de numerosas comunicaciones emitidas tanto por los supervisores financieros comunitarios, como nacionales. El eje central de todos estos avisos, y sobre el que no ha existido ningún desacuerdo o disparidad de opiniones, es el alto riesgo que

¹⁰⁰³ Puede consultarse este listado en <https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO/Liste-blanche>.

¹⁰⁰⁴ Vid. Gibraltar Gazette núm. 4401, *Financial Services (Distributed Ledger Technology Providers) Regulations 2017*, 12 de octubre de 2017, disponible en <http://www.gfsc.gi/uploads/DLT>; y GFSC, *Distributed Ledger Technology Regulatory Framework (DLT framework)*, 1 de enero de 2018, disponible en <https://www.fsc.gi/dlt>.

implican. En idénticos términos se han manifestado también todas las jurisdicciones estudiadas, que coinciden en la necesidad de incluir en los folletos de emisión de las ICO o *whitepaper* una referencia expresa que ponga sobre aviso a los futuros inversores¹⁰⁰⁵.

Sin embargo, resulta sorprendente que, salvo en Malta¹⁰⁰⁶, no se haga referencia a la información que debe contener la página *web* del emisor. En este sentido, no podemos perder de vista el hecho de que todas las ICO discurren por canales digitales lo que inevitablemente comporta la necesidad de habilitar una página *web*, como mínimo con fines divulgativos.

Tampoco en nuestro país encontramos, actualmente, recomendación alguna sobre la información que debe constar en la página *web* del promotor de la ICO. Lo que sí sucede con ocasión de las campañas de *crowdfunding*, por ejemplo. En este sentido, y salvando las distancias pues la LFFE regula la actividad de las PFP y no el *crowdfunding* propiamente, se establece en el artículo 61 la obligación de colgar en la página *web* de la PFP información de carácter general. Destaca la advertencia expresa a los inversores del riesgo de pérdida total o parcial del capital, así como la posibilidad de no obtener el rendimiento dinerario esperado o la posible falta de liquidez de la inversión. Además, y si la financiación se efectuará vía emisión de acciones o a través de participaciones sociales u otros valores representativos de capital, la advertencia deberá completarse con los riesgos adicionales que asumirá el inversor.

Todavía dentro de los márgenes del *crowdfunding*, debe subrayarse que previamente a la participación en cada campaña, el inversor deba recibir y aceptar una nueva comunicación en la que vuelve a hacerse hincapié en los riesgos que corre, entre otras circunstancias¹⁰⁰⁷.

Puestas en comparación las ICO con el *crowdfunding*, observamos que los riesgos, lejos de disminuirse aumentan ante la falta de un entorno legislativo propio. De donde se infiere que la necesidad de advertir a los inversores de los riesgos específicos vinculados a su

¹⁰⁰⁵ En Gibraltar la GFSC ha señalado que los proveedores deberán hacer mención a los riesgos asociados tanto a la tecnología, como a los productos y servicios suministrados. *Vid.* GFSC, *Distributed Ledger Technology Regulatory Framework (DLT framework)*. En Malta debe suministrarse información esencial y estructurada sobre la naturaleza y riesgos del proyecto propuesto, del emisor y de los activos financieros virtuales que se ofrecen. *Vid.* MFSa, *The Virtual Financial Assets Act*, 1 de noviembre de 2018, disponible en <http://www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lom&itemid=12872&l=1>. En concreto, se recomienda la consulta del *First Schedule* (en relación con el art. 2), donde figura la información que debe contener el *whitepaper*. En Suiza, la FINMA ha llamado varias veces la atención sobre los riesgos que las ICO, sobre todo debido a la alta volatilidad, el escaso desarrollo del proyecto y las dificultades de determinar con certeza si los contratos ejecutados mediante *blockchain* son jurídicamente vinculantes. *Vid.* FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICO)*, ... *ob. cit.* En Francia el documento informativo, así como las comunicaciones promocionales deberán permitir comprender los riesgos asociados a la oferta. *Vid.* Artículo 522-4 ley PACTE. En Liechtenstein, la FMA también advierte del riesgo significativo de perder importantes cantidades de capital, o incluso la totalidad. A lo que suma los riesgos tecnológicos inherentes, la iliquidez y la alta volatilidad. *Vid.* FMA, *Fact Sheet on Initial Coin Offerings*, ... *ob. cit.*

¹⁰⁰⁶ Los artículos 5 y 30 de la *Virtual Financial Assets Act* establecen que cuando un emisor mantenga una página *web*, ésta deberá contener, al menos, la información que requiera la autoridad competente.

¹⁰⁰⁷ Artículo 83 LFFE.

inversión, y con independencia de lo que se recoja en el folleto, adquiriera una importancia mayúscula. Por tanto, nuestra tercera propuesta debe ir en línea con lo establecido para el *crowdfunding*. De tal forma que, en primer lugar, se respete y se mantengan las referencias a los riesgos en el folleto o *whitepaper* que recibe el inversor a propósito de una ICO en particular. En segundo lugar, se cree un apartado específico en la *web* donde se difunda el proyecto que haga mención expresa a estos riesgos. Y finalmente que, previa a la formalización definitiva del *smart contract* que dará lugar a la emisión del *token*, el inversor reciba y acepte expresamente una tercera advertencia sobre los riesgos detallados de la operación que está a punto de concluir.

4. Sobre la intervención de entidades autorizadas a prestar servicios de inversión

A nuestro parecer resulta sorprendente que la CNMV haya establecido entre sus criterios que no sea necesaria la intervención de una entidad autorizada para la colocación y custodia de valores. La razón de esta exclusión se encuentra en la letra del artículo 144.1 TRLMV donde se especifica que *«ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos de la CNMV o del Banco de España, desarrollar con carácter profesional o habitual las actividades previstas en el artículo 140 y en el artículo 141.a), b), d), f) y g), en relación con los instrumentos financieros contemplados en el artículo 2, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas»*.

El argumento jurídico empleado se asienta en la eventualidad de las ICO que se opone a la referencia expresa a la profesionalidad o habitualidad mencionada en el antedicho artículo. De modo que, faltando esas dos características, no es obligatoria la intervención de entidades autorizadas e inscritas.

Resulta paradójico que pese a los importantes y reconocidos riesgos que entrañan las ICO para los inversores, no sea preceptiva la intervención de alguna entidad que, en mayor o menor medida, garantice cierto nivel de seguridad durante la colocación y posteriormente durante el periodo de custodia.

Cierto que en estos nuevos entornos quizás debería comenzarse por determinar qué constituye un servicio de custodia y si, en este caso, queda incluido el control de las claves privadas en nombre de los clientes.

Bajo este enfoque, desde nuestro país deberíamos alentar la introducción de la nueva figura del prestador de servicios sobre activos digitales que será el encargado de asumir las nuevas actividades de intermediación.

Ahora bien, para evitar generar un nuevo escenario de desprotección, consideramos oportuno abogar por la solución encontrada en Francia donde aquellos proveedores que

pretendan efectuar servicios de custodia de activos digitales de terceros, o comprar o vender activos digitales a cambio de moneda de curso legal, quedarán sujetos a un registro obligatorio en la AMF. Antes de ejercer su actividad, la AMF verificará tanto la reputación y competencia de sus directivos y accionistas, como la existencia de procedimientos para combatir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

5. Sobre la negociación de los *tokens*

Este estudio sobre propuestas concretas debe completarse con una referencia a la negociación de los *tokens*. Sobre este particular, la postura de la CNMV posee ciertas luces y sombras.

Luces por cuanto se admite la posibilidad de que ciertos valores no se representen ni por anotaciones en cuenta, ni mediante títulos. Circunstancia que parece dar a entender, si bien tímidamente, la aceptación del registro en *blockchain* de derechos que puedan tener la consideración de valor negociable¹⁰⁰⁸. La CNMV se apoya en una interpretación amplia del artículo 6.1 TRLMV, «*los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos*». De manera puntual se ha entendido que, en este caso, el uso del *podrán* hace referencia a la posibilidad de que ciertos valores no se representen ni por una vía, ni por la otra; lo que deja la puerta abierta a la inclusión de las anotaciones en *blockchain*.

En contraste con lo anterior y sobre las sombras mencionadas, debe resaltarse que la CNMV restringe la negociación de los *tokens* en mercados regulados, SMN o SOC, sobre la base de dos argumentos. El primero de ellos, *ex* artículo 6.2 TRLMV, impide esta negociación dado que para ello los valores deberán estar necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta, lo que, ya hemos visto, no sucede con los *tokens*. El segundo argumento vuelve a negar también la negociación, ahora con fundamento en el artículo 8.3 TRLMV que exige la llevanza de un registro contable de los valores. Nuevamente la asunción de la representación digital que señalábamos *ut supra* es contraria a la constitución de un registro pues no debemos perder de vista el carácter descentralizado de toda la tecnología *blockchain*.

Hay que mencionar además que tampoco se prevé que una plataforma no regulada pueda generar un mercado interno o que los *tokens* acaben negociándose en plataformas *exchanges* situadas en España ya que, en uno u otro caso, se requiere que cuenten con las preceptivas autorizaciones bien como centro de negociación, bien como empresa de servicios de inversión o entidad de crédito que opere como internalizador sistemático.

Con esta postura España cierra de un portazo el futuro inmediato de las negociaciones de los *tokens* generados en nuestro país a través de ICO cuyas dimensiones no son suficientes

¹⁰⁰⁸ Vid. CNMV, *Criterios en relación con las ICO*, ... *ob. cit.* p. 3.

para considerarlas oferta pública. Llegados a este punto la conclusión parece hallarse con un contrasentido por el cual no es posible la negociación, a nivel nacional y en el momento actual, de *tokens* considerados valores negociables.

Todas estas observaciones deben relacionarse con lo dispuesto en la Ley PACTE francesa. Nuevamente nos saca ventaja el legislador galo que sí prevé, aunque no detalla, la organización de mercados secundarios, de cuya existencia debe informarse a los inversores¹⁰⁰⁹.

La legislación maltesa también contempla la negociación de estos activos criptográficos de conformidad con las normas de la plataforma o servicio. Cualquier agente de activos financieros virtuales¹⁰¹⁰ podrá solicitar la admisión a cotización de sus activos virtuales¹⁰¹¹.

También en Suiza es posible la admisión a negociación tal y como vimos en el estudio de la información mínima que deben suministrar a la FINMA el emisor de una ICO. De hecho, una de las características que se tienen en cuenta a la hora de determinar si un *token* puede calificarse como *security* es precisamente si son adecuados para la negociación colectiva.

En consonancia con lo expuesto, nuestra última propuesta debe alinearse con todas las regulaciones que sí fomentan, en mayor o menor grado, la negociación de sus activos digitales. Así las cosas, en el momento actual de previsible desarrollo de estas nuevas vías de adquisición de fondos, procede acometer una adecuación de las exigencias administrativas de modo que se consideren las nuevas realidades digitales.

VII. CONSIDERACIONES A MODO REFLEXIVO

A lo largo de estas líneas hemos intentando procurar respuesta al interrogante jurídico que constituyen los *tokens* y a la protección de los inversores minoristas que deriva de la calificación de aquellos. Hemos puesto en relación los *tokens* con los valores mobiliarios y con los valores negociables, a la vez que hemos dejado constancia de la posición del supervisor comunitario y nacional expresada en diversos dictámenes y comunicados. A la luz de estas observaciones y de las características y criterios de unos y otros, podemos ofrecer las siguientes consideraciones que, a modo conclusivo, recogen nuestra postura particular.

¹⁰⁰⁹ Artículo 552-7 Ley PACTE.

¹⁰¹⁰ Según la ley maltesa un agente de activos financieros virtuales debe ser una persona autorizada y debidamente registrada para ejercer como abogado, contable o auditor. Se extiende la definición a las sociedades de abogados, contables o auditores; a los proveedores de servicios corporativos; y a las organizaciones jurídicas que sean enteramente propiedad y estén controlada por las personas mencionadas. Del mismo modo, podrán incluirse aquellas personas que posean autorización, cualificación o experiencia suficiente, a juicio de la autoridad competente, como para llevar a cabo sus funciones. *Vid.* MFSA, *The Virtual Financial Assets Act*, ... *ob. cit.*

¹⁰¹¹ *Vid.* MFSA, *The Virtual Financial Assets Act*, ... *ob. cit.*, artículo 8.

Sobre la naturaleza jurídica de los *tokens*, desde el ámbito comunitario, ya lo anticipábamos, la sujeción a todo un conjunto de Directivas clave¹⁰¹² a la hora de garantizar la protección de los inversores depende de que los *tokens* emitidos puedan calificarse como instrumentos financieros tal y como se contempla en la MiFID II. Cumplida esta semejanza es muy probable que mediante la ICO planteada se estén llevando a cabo actividades de inversión reguladas y asimilables a la colocación, negociación, asesoramiento financiero, gestión o comercialización; todas ellas perfectamente reguladas. *Sensu contrario*, si el *token* emitido no puede calificarse como instrumento financiero, todo el acervo proteccionista previsto decae.

Es imprescindible detenernos en este punto y con voluntad de recapitulación volver a insistir sobre la definición de los instrumentos financieros que se recoge en la MiFID II. A este respecto, la Directiva señala en su artículo 4.15 que serán instrumentos financieros los especificados en su Anexo I, sección C, donde se detalla, en enumeración cerrada, un listado de los supuestos que se considerarán como tales y entre los que figuran los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, las participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, una serie de contratos de opciones, futuros y permutas (*swaps*), entre otros.

No existe en el mencionado artículo ninguna cláusula de naturaleza generalista que permita subsumir bajo el carácter de instrumento financiero cualquier otra figura que guarde semejanzas con los supuestos enumerados, de manera que, a los efectos de la MiFID II, solo puede entenderse como instrumentos financieros los ahí señalados y no otros¹⁰¹³.

Ante este panorama, debemos plantearnos ¿encajan los *tokens* en la categoría de instrumentos financieros de la MiFID II? La respuesta no puede ser otra que parcialmente. Y es que los *security tokens* parecen adaptarse con mejor suerte al molde de los valores negociables, mientras que los *utility tokens* no guardan semejanzas con ningún homólogo.

En consecuencia, el nivel de protección de los inversores dependerá de la estructuración de la ICO. Si esta se configura con la pretensión de emitir *security tokens*, deberá garantizar el cumplimiento de la legislación pertinente. Por el contrario, si lo que pretende generarse son *utility tokens*, la actividad ya no podrá asimilarse a una inversión regulada en la MiFID II. ¿Significa ello que esta clase de ICO puede proliferar en un entorno carente de ordenación? Desde luego que no debería. La emisión de *utility tokens* debería quedar sujeta, el menos, a las leyes contra el lavado de dinero¹⁰¹⁴.

¹⁰¹² Entre las que destacan, la Directiva de Folletos, la MiFID II, la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos, y la 5AMLD, entre otras ya estudiadas.

¹⁰¹³ En este sentido, *vid.* RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)” ... *ob. cit.*, pp. 14 y ss., ed. electrónica.

¹⁰¹⁴ Tal y como se recoge en la encuesta facilitada por la AEVM a las ASN en enero de 2019 y a cuyo estudio, en páginas anteriores, nos remitimos.

Sin embargo y en nuestra opinión, consideramos que, a falta de un mayor desarrollo de los *utility tokens* dada su juventud, y ante la ausencia también de un régimen regulatorio propio que justifique su exclusión del ámbito de la MiFID II, no debería ser posible la estructuración de ICO basadas en estos *tokens* específicos sin un marco que garantice una protección adecuada de los inversores. Actuar extramuros de la regulación con base en la emisión de *utility tokens* puede resultar muy peligroso para los pequeños inversores, muchos de ellos no familiarizados con los conceptos de naturaleza informática y criptográfica que se emplean en una ICO. Análogamente, un emisor podría llegar a considerar la perspectiva de generar *tokens* híbridos cuyas características no permitan, *prima facie*, su asimilación con ningún instrumento financiero beneficiándose del estado de incertidumbre legislativa actual.

No somos ajenos, desde luego, a los costes temporales y económicos que una sumisión como la pretendida podrían llegar a suponer a los futuros emisores. Razón por la que, desde estas líneas, apostamos por una interpretación más flexible de la norma que, sin hostigar innecesariamente al emprendedor de una ICO, garantice un nivel de seguridad para los futuros inversores como mínimo proporcional al altísimo riesgo que corren. Todo ello, sin perjuicio del desarrollo a largo plazo de un régimen regulatorio propio y *ex novo* que responda a los nuevos escenarios y retos que plantean, no solo los *utility* sino, en general, todos los *criptoactivos*.

Reconducir, como se está haciendo, determinados *criptoactivos* hacia estructuras financieras ya familiares (los valores negociables) puede ser una solución adecuada pero, desde luego, insuficiente. Adecuada en tanto que permiten ejercer sobre estas nuevas figuras cierto control y supervisión a la vez que se garantiza la seguridad jurídica del tráfico. Pero insuficientes en la medida en que un régimen normativo que ha sido creado sin tener en cuenta la evolución actual del mercado financiero, difícilmente podrá garantizar, al menos sin una modificación, un nivel de protección proporcional y satisfactorio con el nuevo contexto digital. Y es que, en este contexto donde deben adaptarse las normas existentes, puede suceder que cada Estado miembro interprete de forma poco armonizada las mismas normas.

Por su parte y desde el ámbito nacional la CNMV ha zanjado, momentáneamente, las dudas sobre el carácter de valor negociable de los *tokens* estableciendo que si los mismos ofrecen a su propietario expectativas de beneficio ligadas a la revalorización o rentabilidad del negocio, o confieren derechos similares a los de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros del artículo 2 TRLMV, estaremos ante valores negociables. Por tanto, y en concordancia con la AEVM, aquellas ICO en las que se emitan *security tokens* serán tenidas como ofertas de valores negociables, siéndoles de aplicación las normas nacionales y europeas correspondientes. No obstante, se establecen ciertas especificaciones en cuanto a la aplicación íntegra de ciertos preceptos del TRLMV.

Estima la CNMV que la emisión de *utility tokens*, por su parte, podrá ser considerada oferta de valores negociables si se alude explícita o tácitamente a la expectativa de futuros beneficios provenientes de la revalorización de los *utility tokens*. También cuando se mencione la posibilidad de remuneraciones asociadas al *token*, o se haga referencia a su liquidez o negociación en mercados equivalentes o similares a los mercados regulados¹⁰¹⁵.

Sobre el carácter de valor negociable de los *utility tokens*, la CNMV ajustó su postura a la de la AEVM y admitió que no deberán considerarse valores negociables aquellas ICO basadas en *utility tokens* en las que no sea razonablemente posible establecer una relación entre las expectativas de revalorización o rentabilidad del instrumento, y la evolución del negocio o proyecto subyacente. De esta forma, la clave parece residir en la configuración del *token*. Para no ser considerado valor negociable, la rentabilidad o revalorización del mismo no puede depender de la evolución del proyecto o negocio en el que se ha generado.

En este punto y en última instancia, en el ámbito nacional estamos ante el mismo interrogante que planteábamos a nivel comunitario, esto es, ¿cuál será el régimen normativo de las ICO que emitan *utility tokens*? Por el momento la respuesta parece dejar a estas ICO fuera del ámbito de aplicación de la TRLMV y fuera de la esfera de supervisión de la CNMV. En consecuencia y ante tal disyuntiva, los interesados en adquirir *utility tokens* no serán considerados inversores sino consumidores o usuarios, siéndoles de aplicación, como piedra angular del marco legislativo de protección, el TRLGDCU, que, en este marco desde luego no es lo suficientemente proteccionista¹⁰¹⁶.

Precisamente a este respecto nos manifestamos con ocasión de las concretas propuestas de protección antes mencionadas. En ellas, y a propósito de los *utility tokens* sosteníamos la conveniencia de incluirlos como valores negociables, cuando no fuera posible su uso desde el momento mismo de su adquisición, habida cuenta del carácter de inversión que implican, tal y como como ha establecido el regulador suizo.

No obstante, no es preciso que estas calificaciones se establezcan con vocación de permanecer inmutables. Nada más lejos. A lo largo de su ciclo de vida un *token* puede variar sus características y convertirse en otra clase de *criptoactivo*. Pero quizás en el momento actual, en el que todavía no se ha definido claramente el perfil propio de cada una de las posibles ICO que pueden lanzarse al mercado, sea preciso reforzar los deberes de supervisión e inspección de la CNMV (art. 17.1 TRLMV). Solo así podrá disponer de

¹⁰¹⁵ No alcanzamos a entender si la alusión explícita o tácita a las expectativas de beneficios o remuneración debe quedar reflejada o sobreentendida del contenido del *whitepaper*. O si, por el contrario, puede admitirse esta reseña en cualquier soporte, lo que supondría que una referencia a beneficios o remuneración contenida en un email, un anuncio, o la página *web* de la entidad, por ejemplo, también constituye una oferta de valores negociables en la que se emiten *utility tokens*.

¹⁰¹⁶ Sobre el alcance de la protección dispensada a los inversores minoristas en el TRLGDCU, *vid.* el apartado dedicado a su estudio en la panorámica normativa ofrecida el Capítulo I de la Primera parte de este trabajo.

toda la información necesaria para poder regular este fenómeno consciente de todas sus aristas y particularidades.

La regulación de los ecosistemas digitales se antoja una labor de difícil acometida pues las iniciativas que nacen y se desarrollan en las redes suelen resistirse con cierto ahínco al establecimiento de un marco regulador que limite su libertad. A ello debe añadirse la extraordinaria capacidad para mutar y dar lugar a una nueva forma de negocio en poco tiempo. Tráigase a la memoria el *crowdfunding*, por ejemplo, y cómo sentó las bases de las ICO que ahora estudiamos. En fin, en estos tiempos digitales donde la innovación y las iniciativas privadas conviven huérfanas de regulación o encorsetadas en modelos que no han sido creados para su talla, la labor del legislador debe ampliarse y acoger estas nuevas variantes pues han dejado ya de ser el futuro para convertirse en el presente.

Precisamente el exceso de celo y prudencia puede resultar contraproducente en la protección de los inversores minoristas pues estos, más pronto que tarde, acabarán sucumbiendo a la inversión en ICO y, de no tener un marco legal sólido, claro y perfectamente definido, podría estarse dejando sin amparo a quien más lo necesita.

De ahí que otra de las propuestas que señalamos fuese el establecimiento de un proceso de autorización o verificación de las ICO. De hecho, en España, y con ocasión de la actividad de *crowdfunding*, la LFFE, ha previsto que las plataformas interesadas deberán seguir un proceso de autorización que incluye el cumplimiento de una serie de requisitos, generales y financieros, y que culminará con la inscripción de la plataforma en el registro correspondiente y público de la CNMV¹⁰¹⁷. En definitiva, una adecuada sistematización no solo fomentará la generación de nuevas campañas, sino que redundará en una mayor seguridad jurídica para todos los participantes.

También respecto de la necesidad de informar a los inversores sobre el riesgo de las operaciones, indicamos que, en línea con el *crowdfunding*, debería advertírsele de tal riesgo, además de en el *whitepaper*, en la página *web* donde se difunda el proyecto y antes de la formalización del *smart contract*. El contenido de estos avisos deberá hacer referencia clara y concisa a los riesgos de la operación provenientes del carácter incipiente del emisor y del proyecto, los derechos que incluye el *criptoactivo*, los riesgos de la tecnología, y la posibilidad de perder todo el capital por la iliquidez y volatilidad de estas operaciones. Además, deberán enfocarse únicamente en el *criptoactivo* específico que se va a emitir mediante la concreta operación que se pretenda realizar (*criptomoneda*, *security* o *utility tokens*), evitando con ello avisos generalistas que puedan dar lugar a confusión.

Finalmente, hemos dado cuenta de la necesidad de situar en un lugar preeminente la estructuración de un entorno que permita la negociación de los *tokens* considerados valores negociables, en el que se valore realizar los cambios necesarios en la llevanza de

¹⁰¹⁷ Artículos 53 y ss. LFFE.

registros contables. Será la ley del país donde se quiera emprender la negociación la que establezca los requisitos de representación y registro. Por tanto, de no abordar a corto plazo auténticas reformas legislativas es muy probable que se produzca un efecto huida y se deje en manos de legislaciones extranjeras el futuro de nuestras ICO que, evidentemente, preferirán entornos más indulgentes en los que establecerse y desarrollarse¹⁰¹⁸. Es más, de un informe elaborado por Funcas y *Finnovating*¹⁰¹⁹ correspondiente al segundo trimestre del año 2018 se desprende que el 58% de las ICO de nacionalidad española que se habían lanzado hasta junio de ese mismo año, lo habían hecho en el extranjero. Creemos que este porcentaje es sumamente representativo del panorama legal en nuestro país. La innovación española y el desarrollo de nuevas fuentes de financiación prefiere huir hacia regulaciones más benévolas¹⁰²⁰.

En definitiva, con estas propuestas pretendemos fomentar la reflexión y alentar el debate en torno a las ICO. Desde estas líneas apostamos por la formulación de políticas de anticipación sin perder de vista la dificultad que supone encontrar el equilibrio entre regular y no constreñir el desarrollo.

¹⁰¹⁸ Vid. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Blockchain y mercados de capitales”, ... *ob. cit.* p. 228 y ELIZONDO, M., “España entrega el futuro de sus ICO a países más avanzados”, 21 de septiembre de 2018, disponible en https://www.elspanol.com/economia/20180921/espana-entrega-futuro-icos-paises-avanzados/339467477_0.html

¹⁰¹⁹ Vid. “Criptomercados. evolución y tendencias a segundo trimestre de 2018”, 25 de julio de 2018, disponible en <https://www.finnovating.com/news/criptomercados-evolucion-y-tendencias-a-segundo-trimestre-de-2018/>.

¹⁰²⁰ Vid. “Más de la mitad de las ICO de nacionalidad española se han constituido en países con regulación más afable”, 25 de julio de 2018, disponible en <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-mas-mitad-icos-nacionalidad-espanola-constituido-paises-regulacion-mas-afable-20180725142243.html>.

CONCLUSIONES

- I. El eje central de esta tesis doctoral, como su título indica, es la protección del inversor minorista y requirió como punto de partida la delimitación de su perfil jurídico. A tales efectos, puestas en relación la categoría de inversores minoristas con el restrictivo concepto de consumidor, es posible convenir que no todas las clases de inversores minoristas previstas pueden equipararse con la figura del consumidor. Máxime si tenemos en cuenta que un notable porcentaje de empresas de nuestro país no reúnen los requisitos previstos para ser consideradas inversores profesional, por lo que quedan subsumidas en la categoría de minoristas. Así las cosas, hemos convenido que, el usuario de servicios financieros que responde a la vez a la descripción de consumidor e inversor, es aquel que opera en un ámbito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión y, además, carece de los conocimientos y experiencia necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar los riesgos de las mismas. En torno a la concreta protección de este sujeto centraremos nuestra investigación.
- II. Partiendo de la conclusión anterior, en la protección de los inversores minoristas se constata la incidencia de diversos *corpus* normativos que conforman una esfera jurídico-pública y otra jurídico-privada de tutela. Esta dispersión normativa dificulta establecer las consecuencias, algunas de naturaleza contractual y otras no, de un eventual incumplimiento de los deberes impuestos a las ESI, lo que puede llevarnos a cuestionar la necesaria seguridad jurídica que debe prevalecer en este y en cualquier otro sector. Por ello, a nuestro juicio, es preciso abordar en el ámbito comunitario un proceso de armonización y unificación del régimen de la contratación mobiliaria y, consecuentemente, los efectos claros de su incumplimiento. Labor que, al menos en un plano teórico y de momento como *soft law*, está contemplada en los trabajos para conformar un marco común de referencia para el Derecho privado europeo.
- III. En un abultado número de resoluciones judiciales, a nuestro entender de forma inapropiada, se procedió a equiparar los deberes informativos previstos con anterioridad a la transposición de la MiFID I, con los resultantes tras la integración de dicha Directiva en nuestro ordenamiento jurídico. Un paralelismo que, en nuestra opinión, extiende a la normativa pre-MiFID unos efectos jurídicos propios de unos elevados estándares informativos que, en puridad, no se contemplaban. Y es que, las exigencias previstas en la regulación anterior a la MiFID I conformaba un régimen informativo genérico no equiparable al posteriormente desarrollado en la MiFID I y reforzado en la MiFID II.
- IV. En la determinación de las obligaciones informativas en la normativa vigente, y más concretamente, en lo dispuesto en cuanto a la comprensibilidad del contenido de la información, hemos constatado que se tiene en cuenta un perfil de inversor

minorista medio con un nivel mínimo de conocimientos poco acorde con la realidad de la educación financiera de este. Como contrapunto, y en nuestra opinión, antes que adaptar la información a un inversor minorista medio, nos parece más acertado revisar el planteamiento regulatorio previsto. El enfoque que proponemos está en la línea de definir diversas tipologías de inversores minoristas, en el bien entendido que bajo tal categoría existen variados y muy diferentes perfiles, con distintos grados de vulnerabilidad. De manera que, con este nuevo enfoque propuesto podrían atenderse de forma verdaderamente eficaz en función de los conocimientos y experiencia del receptor, las necesidades informativas de los inversores minoristas.

- V. Las previsiones relativas al periodo mínimo de anticipación con que debe proporcionarse la información precontractual a los inversores minoristas, resultan poco concretas. Consideramos que es preciso fijar de forma taxativa un periodo concreto de antelación. Ahora bien, como quiera que este requisito temporal mínimo podría dar lugar a una pérdida de oportunidad de inversión, entendemos necesario prever la posibilidad de incluir cláusulas en las que, encontrándose debidamente advertido el cliente, este manifieste su voluntad de proceder a la contratación anticipada del producto o servicio financiero, esto es, antes del transcurso del periodo de tiempo mínimo y suficiente para el examen de la información proporcionada.
- VI. Respecto de la información suministrada a través de comunicaciones publicitarias, ha quedado expuesta la atención limitada que se presta a su regulación, aun cuando es sabido que, a menudo, los inversores minoristas prefieren la consulta de esta clase de documentos más livianos y breves. Por tanto, teniendo en cuenta que el planteamiento regulatorio actual resulta insuficiente, entendemos necesario que se incorporen los resultados de las múltiples y sólidas investigaciones sobre el comportamiento de los inversores, de cara a articular adecuadas previsiones en las que se atienda a la simplificación, estandarización y mejor visualización de la información.
- VII. El régimen proteccionista de los inversores minoristas, en nuestra opinión, se encuentra excesivamente anclado en la necesidad de reforzar las obligaciones de información como herramienta de empoderamiento para la reducción de la asimetría informativa. Circunstancia que queda patente a la luz de la intensificación de los requisitos informativos en MiFID II. Más, este aumento produce efectos paradójicos y contraproducentes. Para hacer frente a esta situación, se han previsto documentos informativos más breves como el KID y la nota de síntesis del folleto. No obstante, el suministro del KID se prevé de forma complementaria a la restante información precontractual, con lo que sus positivos efectos podrían verse diluidos si se facilita como parte de una miríada de documentos.

- VIII.** Del estudio del KID y de la nota de síntesis hemos constatado que pueden llegar a producirse eventuales solapamientos en la información que contienen, por lo que nos planteamos su refundición en un solo documento en el que se condensen las ventajas de ambos y con el que se minore, de una parte, la carga informativa que pesa sobre los inversores, y de otra, los costes que la generación y provisión de dichos documentos supone para los emisores.
- IX.** Sin perjuicio de los innegables efectos positivos del KID, en lo que respecta a su contenido se ha resaltado también la necesidad de que este se acomode a los diversos perfiles de inversores minoristas que, igualmente, se han propuesto como de ineludible identificación. Y es que, existe todavía un porcentaje de inversores para quienes será harto difícil extraer correctamente las conclusiones adecuadas de dicha información. De ahí que se requiera la previsión de un KID que, en función de a quién vaya dirigido, acomode su contenido y garantice, para quien ostente un menor grado de experiencia y conocimientos financieros, una información fácilmente comprensible. Con ello se espera que los inversores que sí poseen una mayor experiencia y conocimientos no vean conculcado el espíritu informador de este documento por su extrema sencillez, toda vez que, en función de los diversos perfiles, se establezca un KID más o menos sofisticado.
- X.** Con todo, forzoso es reconocer que, además de lo expuesto y teniendo en cuenta el desarrollo de nuevas formas de inversión tales como el *crowdfunding* o las criptomonedas, es muy probable que los esfuerzos legislativos se estén orientando hacia una dirección poco eficiente. Sin negar la relevancia que subyace al concepto del KID, esto es, la exposición resumida de los elementos fundamentales de una operación financiera, es hora de comenzar a plantearse nuevos formatos acordes no solo con la digitalización de los entornos, sino también coherentes con la forma en la que actualmente cualquier individuo se enfrenta a la información que se le suministra.
- XI.** A pesar de la relevancia de los cuestionarios de idoneidad y conveniencia como parte esencial de las obligaciones de KYC, hemos tenido la oportunidad de comprobar la ausencia de modelos orientativos que sirvan de apoyo a las ESI para la elaboración de test realmente funcionales. De esta forma, se deja al arbitrio de la propia entidad la definición de un cuestionario que, sin las debidas directrices orientadoras, adolecerá de una serie de déficits que pueden dar lugar a que la información que recojan resulte insuficiente para valorar correctamente la idoneidad o conveniencia de una determinada operación.
- XII.** Precisamente debido a esta ausencia de modelos normalizados de cuestionarios, y en relación con la determinación de los objetivos de inversión, hemos insistido en el carácter subjetivo que indudablemente tiene la autodeterminación por parte del propio cliente de su tolerancia al riesgo, así como la cantidad de sesgos, derivados de la economía conductual, que pueden llegar a influenciarla. Hemos

constatado que se trata de factores irracionales y a menudo impulsivos, cuya influencia podría reducirse de preverse un cuestionario que sirva de base.

- XIII.** Resulta innegable que la labor del personal de las ESI en el seno de los procesos de obtención de información de los clientes, es de una importancia trascendental. Disponen de una perspectiva evaluadora que va más allá de la obligación de facilitar un test. Sin embargo, tan solo se requiere de ellos una cualificación enfocada en los conocimientos técnicos. Pero, disponer de información del cliente no es garantía de una correcta interpretación de la misma, razón por la que hemos planteado la necesidad de dotar de formación adicional al personal encargado de suministrar los cuestionarios. No pretendemos, desde luego, que sea una formación profunda en aspectos psicológicos, económicos o de neurociencia. Nos referimos más bien a complementos formativos en cuestiones nucleares que, desde la perspectiva de los mercados financieros, contribuya a que estos intermediarios se doten de mejores herramientas a la hora de afrontar la tarea de obtener información de sus clientes.
- XIV.** La evaluación de la idoneidad es responsabilidad de las ESI, las cuales no deben esperar que sea el propio inversor quien facilite toda la información necesaria. Así, dado que las ESI deben adoptar medidas razonables para comprobar que lo plasmado por el cliente en el cuestionario se ajusta verdaderamente a la realidad y puede utilizarse para configurar su perfil inversor, propusimos el establecimiento de dos fases en el proceso de evaluación de idoneidad que, sin necesidad de constituirse en dos actos separados, aborde, en primer lugar, una explicación al cliente acerca del cuestionario que se le suministrará, poniendo especial énfasis en la información que se espera obtener de él, así como las razones por las cuales se realizarán las preguntas que contenga el cuestionario. Y, en segundo lugar, se prevea la revisión con el cliente de las respuestas suministradas al objeto de detectar la eventual posibilidad tanto de que no haya entendido alguna de las preguntas; como, sobre la base de la formación adicional de que dispone el empleado de la ESI, determinar que algunas de las respuestas otorgadas pueden dar lugar a situaciones contradictorias.
- XV.** En cuanto a la evaluación de la conveniencia, reiteramos la necesidad que propugnamos de establecer cuestionarios modelo, pues el cliente en las respuestas a estos puede verse igualmente influenciado por los sesgos conductuales.
- XVI.** Una vez constatada por la entidad que una operación no es conveniente para un cliente, además de advertirle de tal circunstancia sobre las ESI, como hemos destacado, sigue recayendo la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes, por lo que, si a la entidad le consta que el instrumento complejo no conviene al cliente, no debe contactarle y ofrecérselo por mucho que acompañe dicha actuación de las advertencias que sean necesarias.

- XVII.** En el ámbito del servicio de *execution-only*, más concretamente, en relación con la advertencia de la MiFID II que contempla que el cliente no gozará de la protección de las normas de conducta pertinentes, hemos advertido que está haciendo referencia a las normas de conducta que emanan de la obligación de evaluar la conveniencia. Sin embargo, esta interpretación no está tan clara en la normativa nacional, donde hemos dado cuenta de la existencia de un error de transposición en el cuerpo del TRLMV que, de no corregirse, puede plantear litigios futuros y, en última instancia, la necesidad del planteamiento, llegado el caso, de una cuestión prejudicial al TJUE.
- XVIII.** En cuanto a las consecuencias contractuales derivadas del incumplimiento de las obligaciones de evaluación de idoneidad y/o conveniencia, hemos adoptado una postura especialmente crítica con la generalización, quizás en términos demasiado artificiosos, de la doctrina del error vicio. Es así que nos mostramos en desacuerdo con la presunción automática del error como vicio del consentimiento contenida en la celeberrima Sentencia del TS de 20 de enero de 2014, en virtud de la cual se generalizó una doctrina que debió mantenerse en los límites de la excepcionalidad.
- XIX.** El análisis de las medidas adoptadas tras los numerosos escándalos suscitados por la prestación del servicio de asesoramiento en flagrante disconformidad con los intereses de los clientes, desvela que todas ellas oscilan en torno a un eje común, el fomento de la transparencia sobre honorarios, comisiones o beneficios no monetarios. De esta forma, han recaído sobre las ESI una serie de obligaciones informativas de especial relevancia en materia de los incentivos mencionados. Unos incentivos que, en principio, tan solo se prohíben totalmente en aquellos casos en los que se preste el servicio de asesoramiento independiente.
- XX.** Como parte de las políticas de transparencia, surge para el asesor la obligación de revelación de las comisiones que va a percibir por su actividad. Una declaración que, sin desmerecer su buenas intenciones, puede dar lugar a efectos paradójicos entre una clientela especialmente suspicaz tras la crisis financiera. A este respecto, hemos manifestado la desconfianza que puede suscitarse entre los inversores, especialmente entre los minoristas con menos experiencia, sobre todo en los casos en que el producto recomendado coincide también con aquel que mayores comisiones reporta al asesor. Situación que puede dar lugar a que el inversor se muestre más atento a las comisiones que a la idoneidad del producto recomendado.
- XXI.** A fin de limitar un escenario como el descrito, hemos propuesto el establecimiento de un régimen remuneratorio que se base en comisiones en función del servicio de asesoramiento. De esta forma, abogamos porque este sistema remuneratorio consista en un porcentaje de los beneficios que efectivamente obtenga el cliente a resultas de las recomendaciones realizadas, por tanto, *a posteriori*. Solo así

entendemos que pueda llegar a conseguirse un verdadero alineamiento, sin posibilidad de conflicto, entre los intereses de asesor y de cliente.

- XXII.** Una de las novedades más significativas introducidas por la MiFID II es la concreción de una modalidad de asesoramiento hasta ahora no prevista, el asesoramiento independiente. Ahora bien, esta categoría no conforma una figura antagónica al asesoramiento estándar, sino que se superpone en el ámbito de las normas de conducta. De los requisitos previstos para que pueda hablarse de la prestación del servicio de asesoramiento independiente, hemos advertido que el relativo a que la empresa deba someter a evaluación una gama suficientemente diversificada de instrumentos financieros del mercado, no ha quedado adecuadamente esclarecido en la norma. De manera que, no es posible saber con seguridad cuándo se ha alcanzado dicha cantidad idónea, por lo que habrá de estarse a la propia *praxis* en la operativa diaria, así como a futuras Directrices de la AEVM, para conocer el alcance concreto de la previsión.
- XXIII.** Sobre la posibilidad de limitar la labor de asesoramiento respecto de determinadas categorías o sobre una gama concreta de instrumentos financieros, entendemos que contraviene el carácter independiente del asesoramiento que se preste. Precisamente, una de las ventajas de este servicio es la imparcialidad con la que se evalúan diversos instrumentos financieros que, en ningún caso, pueden ser solo aquellos emitidos o facilitados por la propia ESI o por entidades vinculadas. Por consiguiente, permitir que esta actividad se desarrolle acotando los instrumentos respecto de los cuales puede prestarse vulnera, a nuestro juicio, el sentido de la independencia preconizada.
- XXIV.** La cuestión de la percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios en el seno de la prestación del servicio de asesoramiento independiente, reviste, en nuestra opinión, gran importancia y estas restricciones solo pueden ser alabadas por nuestra parte. Es así que los honorarios por este servicio que perciban los asesores provendrán, como era de esperar, de quien se beneficie de él, esto es, de los clientes que lo concierten. Ahora bien, vista la cuestión desde otra perspectiva, no podemos desconocer que, a pesar de las ventajas que reporta, es posible que una masa crítica de inversores minoristas no pueda acceder al servicio de asesoramiento independiente merced de los elevados costes que puede llegar a suponer. Y es que, resulta indudable que las limitaciones establecidas sobre esta fuente de capital de las ESI repercutirán en sus clientes en forma de aumento de costes del servicio. Por tanto, debemos extender aquí nuestra anterior propuesta basada en el establecimiento de un sistema remuneratorio *ex post* sustentado en la percepción de un porcentaje de los beneficios que efectivamente se obtengan de la actividad.

- XXV.** En lo relativo a los novedosos requisitos que, en materia de conocimientos y competencias, deben ostentar las personas que presten asesoramiento, hemos constatado que el éxito o fracaso de la aplicación de los mismos depende de la firmeza con la que la CNMV exija su cumplimiento habida cuenta de que, (i) ya se ha generado un lucrativo mercado de títulos habilitantes en los que puede verse desmerecido el rigor con que se suministran los conocimientos y competencias; (ii) es posible que las propias entidades acrediten por sí mismas la cualificación de sus empleados, de tal suerte que pueden llegar a establecerse mecanismos de evaluación más laxos; y (iii) nada impide que empleados sin cualificación constatada presten labores de asesoramiento o información durante cuatro años, bajo un régimen de supervisión de difícil control. Por todo ello, proponemos el planteamiento de un título o certificación habilitante emitido únicamente por la CNMV, previa superación de una prueba de conocimientos desarrollada por ella misma.
- XXVI.** Para hacer frente a todas aquellas situaciones en las que innumerables productos y servicios fueron recomendados de forma desaconsejable en un mercado de inversores inidóneo, se han establecido, para productores y distribuidores, una serie de obligaciones de vigilancia y control de los instrumentos financieros que inciden en las primeras fases de desarrollo y comercialización del instrumento financiero. Entre ellas figura la determinación del mercado potencialmente destinatario del instrumento de inversión, la definición de las estrategias de inversión, así como el esclarecimiento de los costes y el establecimiento de canales de información entre los productores y los distribuidores. Pero, sin restar valor a los efectos positivos de estas medidas, es posible que se reduzcan los instrumentos financieros disponibles para los inversores minoristas. Y es que, cuando el distribuidor no disponga de la información necesaria para poder evaluar el mercado destinatario del instrumento financiero, y se trate de productos complejos con un elevado riesgo o capaces de generar conflictos de intereses significativos, la ESI distribuidora deberá plantearse su exclusión de la oferta de productos disponibles para sus clientes. De ahí que tenga lugar una reducción del listado de instrumentos financieros disponibles para los inversores.
- XXVII.** Con independencia de las reformas habidas respecto de la gestión de órdenes, se mantiene para las ESI la obligación de obtener el mejor resultado posible, debiendo emplear para ello *medidas suficientes* orientadas a tal fin. A la luz de la indeterminación de la locución señalada, nos hemos planteado el alcance de estas medidas. Así las cosas, hemos comprobado que, dada la variedad de factores que influyen en la obtención del mejor resultado posible por parte de las ESI (precio, costes, rapidez, probabilidad de ejecución ...), les corresponde a ellas determinar la importancia relativa que otorgarán a cada factor, es decir, el orden de prelación de cada uno de dichos elementos. Por lo que, en el proceso de determinación de las medidas suficientes para obtener el mejor resultado para el cliente, deberá

reflejarse la importancia que la ESI otorga a cada una de los elementos mencionados, siempre que se informe de ello de forma transparente a la clientela.

- XXVIII.** Hemos evidenciado, asimismo, que la obligación de actuar en el mejor interés de los clientes presenta una importante limitación proveniente, precisamente, de las órdenes específicas que aquellos puedan remitir a la ESI y que sean opuestas a sus propios intereses. En estos casos, la entidad habrá de estar a lo indicado por su cliente, de manera que al amparo del concepto global de actuación en su mejor interés, no pueden esperarse actuaciones de la entidad por las que se convaliden los deficientes mandatos de sus clientes. Por esta razón, se hace primar la intención del cliente expresado en el momento de transmitir la orden, lo cual no deja de ser un modo de protegerle preservando sus preferencias declaradas, sirviendo al tiempo como escudo protector para la ESI.
- XXIX.** La obligación que recae sobre las ESI de establecer una política de ejecución de órdenes, puede ser insuficiente para neutralizar todos los posibles problemas de credibilidad que puedan suscitarse. Es por ello que la normativa complementa esta exigencia con la necesidad de requerir de las entidades una justificación de las posturas adoptadas en dichas políticas. Análogamente y respecto de cada instrumento financiero, deberán suministrar anualmente información sobre sus cinco principales centros de ejecución, así como respecto de la calidad de la ejecución obtenida. Se espera así fomentar mayores cotas de transparencia, pero apreciamos una desconexión total con la realidad de los inversores minoristas. Esperar que con la publicación de tal información, el inversor minorista sea capaz de evaluar la calidad del servicio prestado, es desconocer hasta qué punto los niveles de alfabetización financiera en nuestro país oscilan en torno a cifras realmente bajas.
- XXX.** Por otra parte, también nos hemos referido al equívoco trasfondo que el propio concepto del *mejor resultado posible* puede llegar a suscitar entre los clientes menos experimentados, quienes erróneamente pueden llegar a considerar que el resultado obtenido para su operación era el mejor de entre todos los posibles en el mercado, transformando una obligación de medios en una de resultado, con la consiguiente litigiosidad que ello podría originar.
- XXXI.** Resulta incontestable que el sistema financiero se encuentra, a día de hoy, en el eje de un punto de inflexión potenciado por la transformación digital que, con carácter general, puede circunscribirse bajo el neologismo de las *fintech*. De entre las ocho categorías de actividades financieras identificadas bajo el paradigma *fintech*, en este trabajo solo nos hemos centrado en la financiación participativa o *crowdfunding*, la inversión en criptomonedas y las ICO, haciendo especial énfasis en la tecnología de soporte de las dos últimas modalidades señaladas, esto es, el *blockchain*. Delimitación que hemos entendido necesaria, no solo porque un estudio omnicomprendivo de las todas las categorías desbordaría los límites de

este trabajo, sino porque, además, es en estas áreas seleccionadas donde existe una mayor actividad de inversores minoristas.

- XXXII.** En relación con la disyuntiva a propósito de la ausencia de marcos regulatorios definidos para la mayoría de las *fintech*, nos hemos planteado si debería remitirse su ordenación a cuerpos normativos vigentes, o si, por el contrario, debería plantearse un articulado más laxo y estructurado *ex nihilo*. Con independencia de la innegable magnitud del reto legislativo, lo cierto es que, en nuestra opinión, el desarrollo de las *fintech* sin un perímetro regulatorio puede llegar a influir en la estabilidad del sistema financiero, puede llegar a comprometer el buen funcionamiento de la competencia y, sobre todo, puede llegar a reducir la protección de los inversores minoristas que a su escasa experiencia y conocimientos deben sumar aquí la incidencia de factores tecnológicos. Por lo que, entendemos que el enfoque normativo, en un mercado globalizado, debe partir de la cooperación internacional, y dentro de la UE del seno de esta, a fin de inhibir el florecimiento de marcos legales fragmentados y carentes de armonización. Hasta entonces, la remisión a *corpus* normativos previstos con anterioridad al impulso de las *fintech*, puede ser un remedio provisional, aunque insuficiente a nuestro juicio, precisamente porque en tales normas no se contemplan las particularidades de estos nuevos entornos plenamente digitales, y porque, además, pueden suponer un régimen excesivamente rígido en el que se socaven las oportunidades futuras para su crecimiento.
- XXXIII.** Respecto del *crowdfunding* y en relación con las novedades previstas en la PSFP, se aplaude la exclusión por la que, de aprobarse el Reglamento, no sería de aplicación a esta actividad las disposiciones de la MiFID II. Postura que coincide con nuestro planteamiento regulatorio más flexible. Pero habría sido conveniente que esta oportunidad se hubiese aprovechado para abordar un marco normativo compacto, y no solamente la implantación de una etiqueta europea.
- XXXIV.** En el estudio de la responsabilidad por la información que suministren los promotores sobre los proyectos, consideramos necesario reexaminar la actual previsión legal a fin de extender dichas responsabilidades a las PFP, a quien actualmente solo se les exige una mínima actividad comprobadora, insuficiente a nuestro parecer, sobre todo si tenemos en cuenta que los datos suministrados por el promotor no serán revisados por la CNMV.
- XXXV.** Hemos corroborado que los límites a la inversión previstos se manifiestan como un mero instrumento para minimizar eventuales pérdidas, por lo que consideramos que resultan arbitrarios y son fácilmente vulnerables.
- XXXVI.** Respecto de la información que debe suministrarse al inversor, estimamos que habría sido oportuno incluir en la regulación alguna referencia a la necesidad de proveer de ciertas explicaciones de tal información. Máxime cuando las

referencias a la brevedad pueden dar por sentado unos conocimientos de los que puede carecer el futuro inversor. Asimismo, consideramos necesario que se haga mención a las características del proyecto y del promotor en la información básica que se le suministre.

- XXXVII.** Debería repensarse la posibilidad de que las PFP puedan participar en los proyectos que ellas mismas publican. Una opción que representa, a nuestro entender, una absoluta quiebra al principio de neutralidad. Más aun, tal opción puede generar en los inversores no acreditados una falsa apariencia de éxito garantizado pues, si la plataforma se ha interesado en el proyecto, no es de extrañar que tal intervención sea percibida por el eventual inversor como garantía de seguridad de la inversión.
- XXXVIII.** Mediante la tecnología *blockchain* se instrumentaliza la emisión de criptomonedas y criptoactivos, por lo que se instituye como el catalizador que posibilita el desarrollo de nuevas vías de inversión. Es así que, en puridad, no pueda invertirse en *blockchain*, sino a través de esta. Así las cosas, las cuestiones jurídicas que se han valorado en el capítulo dedicado a su estudio revisten carácter transversal, si bien pueden afectar a la actividad inversora.
- XXXIX.** Respecto a la problemática de la identidad cuando se opera en la cadena de bloques, y teniendo en cuenta el funcionamiento de la clave pública y privada, podemos concluir que las transacciones en este tipo de redes no permissionadas es de naturaleza pseudoanónima. Lo que puede inferirse de las posibilidades de rastreo de las direcciones IP. Ahora bien, que existan ciertos instrumentos que ofrezcan servicios de *investigación forense*, no quiere decir que proceder a la identificación de los implicados en una operación sea una cuestión sencilla, por lo que sigue pendiente el establecimiento de una identidad digital.
- XL.** A pesar de la singularidad cuasi-registral de la cadena de bloques, consideramos harto complicado establecer un paralelismo con la actividad registral, habida cuenta de la imposibilidad de garantizar que el contenido de la información se ajusta a derecho. También hemos encontrado dificultades para considerar estos registros como documento privado susceptible de constituir prueba documental en juicio por los inconvenientes para comprobar la capacidad y legitimación de las partes o la validez del consentimiento prestado, así como porque la integridad del documento y el *time stamp* no revisten presunción de veracidad, sino que deberán probarse en sede judicial, normalmente vía intervención pericial y deberá ser valorada por el juez.
- XLI.** Ciertamente, no es posible extender a *blockchain* las previsiones del RGPD en la medida en que no puede identificarse a los responsables del tratamiento de los datos, la información que circula es de carácter público y el titular de los datos personales no puede ejercer su derecho a la rectificación o a la supresión de estos.

- XLII.** Las criptomonedas se presentan como una unidad de valor digital, desmaterializado, susceptible de intercambios electrónicos, cuya emisión no depende de una entidad gubernamental o supranacional, sino que se producen empleando procesos criptográficos.
- XLIII.** En el estudio de la naturaleza jurídica de las criptomonedas, hemos evidenciado su imposible correspondencia con el dinero de curso legal y el dinero electrónico. Sin perjuicio de lo cual, sí consideramos factible su naturaleza como medio de pago si así queda pactado y expresado por las partes. Pues, que no cumplan íntegramente con las funciones propias del dinero, no quiere decir *ab initio* que no tengan cualidades dinerarias.
- XLIV.** Como consecuencia de la conclusión anterior, nos planteamos el sometimiento de las criptomonedas a la DSP2. Una acogida que, a nuestro entender, no presenta mayores problemas si partimos de la base de que las entidades enfocadas en facilitar la negociación de las criptomonedas (plataformas de cambio, *trading*, u operadores de compra y venta) pueden quedar subsumidas en la categoría de entidades de pago. A lo que se suma que las operaciones de pago y las transacciones realizadas por estas plataformas se ajustan a lo dispuesto en la DSP2, y el uso de las criptomonedas como medio de pago coincide también con la definición de instrumento de pago de la Directiva.
- XLV.** La protección del inversor minorista que invierte en este ámbito la hemos afrontado en función de las diversas modalidades disponibles. Así, (i) cuando se produzca la adquisición directa a través de plataformas digitales, estas habrán de tener en cuenta, como mínimo, las normas de custodia o registro, las normas de gestión de conflictos de intereses, y las relativas a la transparencia en materia de comisiones; (ii) cuando la inversión se estructure vía CFD, deberán cumplirse las restricciones previstas en las medidas de protección de los inversores minoristas previstas en este ámbito, como son la protección de la garantía inicial, la protección de liquidación de la garantía, el establecimiento de advertencias sobre los riesgos y restricción de los incentivos, y la protección del saldo negativo; (iii) si la inversión se prevé vía futuros, la CNMV ha advertido de la posibilidad de exigir la publicación de un folleto; (iv) cuando la inversión sea vía fondos de inversión o IIC, se precisa constituir una EICC cuyas acciones o participaciones se comercializarán en exclusiva entre clientes profesionales, o entre quienes se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y declaren por escrito que conocen el riesgo al que se enfrentan, por lo que, para los inversores minoristas no es factible la inversión por esta vía; y (v) de tratarse de una inversión vía bonos estructurados, y si su comercialización se realiza como oferta pública, es necesario la aprobación de un folleto.

- XLVI.** Se han esclarecido las tres tipologías de criptoactivos, distinguiendo los que funcionan como medio de pago, donde quedan incluidas las criptomonedas; los que tienen finalidad de inversión ya que generan un derecho a la obtención de beneficios, los *security tokens*; y los *criptoactivos* de utilidad que otorgan a su poseedor derechos de consumo para acceder a algún tipo de producto o servicio, los *utility tokens*.
- XLVII.** Como contrapunto a las ventajas que presenta la inversión en ICO, cifradas en torno a la posibilidad de obtener grandes beneficios en un corto periodo de tiempo, hemos identificado y detallado una serie de riesgos sobre los que habría que alertar a los futuros inversores minoristas. Entre ellos, el entorno regulatorio incierto, el elevado riesgo de pérdidas, la iliquidez y volatilidad de los instrumentos, la escasez de información, la inseguridad de los mercados secundarios o la ausencia de una jurisdicción determinada para la resolución de conflictos.
- XLVIII.** En la medida en que el uso de la tecnología descentralizada se ha extendido a numerosas áreas permitiendo la transferencia de valores, además de los monetarios, mediante su *tokenización*, consideramos relevante, no solo esclarecer las diversas categorías de *tokens* que pueden generarse con ocasión de una ICO, *utility* y *security tokens*, sino también plantearnos la naturaleza jurídica de los mismos.
- XLIX.** Actualmente, en el ámbito comunitario la calificación de los *security tokens* como instrumentos financieros ha quedado confirmada por la AEVM, siempre que estos cumplan con las características que cada regulador haya estimado pertinente en su proceso de transposición de la Directiva MiFID II. Lo que no deja de ser una buena noticia pues tal calificación implica el despliegue de un arsenal de medidas, así como la aplicación de otros textos legislativos además de la propia MiFID II, que garantizan un amplísimo nivel de protección de los inversores. A pesar de lo cual, hemos puesto de manifiesto que, sin desmerecer dicho acervo proteccionista, la generalidad de las Directivas y Reglamentos que habrán de tenerse en cuenta no es acorde a las peculiaridades de estos instrumentos. Circunstancia que puede suponer que, en última instancia, no existan recursos de supervisión adaptados a la operativa de estas nuevas figuras. Dicho de otro modo, es posible que no pueda comprobarse que, tal y como se espera, se esté protegiendo adecuadamente los intereses de los inversores minoristas.
- L.** La CNMV también se pronunció respecto de la naturaleza jurídica de los *tokens* estableciendo que si estos ofrecen a su propietario expectativas de beneficio ligadas a la revalorización o rentabilidad del negocio o confieren derechos similares a los de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros del artículo 2 TRLMV, estaremos ante valores negociables. Por lo que, en concordancia con la AEVM, aquellas ICO en las que se emitan *security tokens* serán tenidas como ofertas de valores negociables, siéndoles de aplicación las

normas nacionales y europeas correspondientes. La emisión de *utility tokens*, por su parte, podrá ser considerada oferta de valores negociables: (i) si se alude explícita o tácitamente a la expectativa de futuros beneficios provenientes de la revalorización de los *utility tokens*; o (ii) cuando se mencione la posibilidad de remuneraciones asociadas al *token* o se haga referencia a su liquidez o negociación en mercados equivalentes o similares a los mercados regulados. De ello podemos concluir que la clave se encuentra en la configuración del *token*. De manera que, para no ser considerado valor negociable, la rentabilidad o revalorización del mismo no puede depender de la evolución del proyecto o negocio en el que se ha generado.

- LI.** Con todo, la equiparación con los valores negociables puede llegar a suponer efectos jurídicos exorbitantes entre los que identificamos que: (i) la llevanza del registro contable de los *tokens* quedaría en manos de los mineros y los nodos; (ii) correspondería a los emisores de las ICO la evaluación previa de la legalidad de los derechos que respaldan el *token*; o, (iii) la inscripción en la *blockchain* adquiriría efectos de publicidad formal oponible *erga omnes*. Evidenciados estos obstáculos, propusimos la adecuada delimitación jurídica de estos criptoactivos no por asimilación de estos con figuras preexistentes, sino por méritos propios, de tal suerte que se estructure para ellos una categoría dentro de los instrumentos financieros que se recogen en el artículo 2 TRLMV.
- LII.** En todo caso, y actualmente, cuando el objetivo de la operación sea la emisión de monedas o *tokens* calificables como instrumentos financieros, existe una alta probabilidad de que las entidades implicadas estén llevando a cabo actividades de inversión reguladas y asimilables a la colocación, negociación, asesoramiento financiero, gestión o comercialización. Esta circunstancia supone que les será de aplicación, además del régimen proteccionista previsto en la MiFID II, el derivado del Reglamento de folletos, la DGFIA, la 5AMLD, la Directiva sobre transparencia, el Reglamento sobre el abuso de mercado y las ventas en descubierto, la DFL, el RDCV y la Directiva sobre los sistemas de indemnización de los inversores.
- LIII.** Respecto de la aplicación del Reglamento de folletos es posible concluir que, dada la actual entidad de las operaciones ICO, es muy probable que su elaboración no sea preceptiva. En estos casos, en el ámbito nacional se prevé, como contrapartida, que el *whitepaper* de la operación debe incluir información clara, imparcial y no engañosa sobre las características y riesgos de los valores emitidos; la situación jurídica y económico-financiera del emisor; advertencias destacadas sobre la naturaleza novedosa de la operación; y referencias a que la custodia no se realizará por una entidad habilitada para prestar servicios de inversión.
- LIV.** Sobre la aplicación de la DGFIA, hemos señalado que desde la AEVM se han requerido análisis más detallados en los que determinen con precisión cuándo los

activos criptográficos quedan bajo el paraguas de la DGFIA. En todo caso, para constituir esta clase de fondos en nuestro país es preciso establecer una EICC que, en principio, solo ejercerá su actividad comercial entre clientes profesionales, o entre otros inversores que comprometan un mínimo de 100.000 euros y que declaren por escrito que conocen el riesgo al que se enfrentan. Por lo que, no podemos concluir que los preceptos de la DGFIA formen parte del núcleo proteccionista del inversor minorista, al que tan solo contempla bajo determinadas circunstancias de muy difícil cumplimiento.

- LV.** En relación con la 5AMLD, y sobre la inclusión de los proveedores de servicios de cambio de monedas virtuales por monedas fiduciarias y de los proveedores de servicios de custodia de monederos electrónicos como sujetos obligados, hemos comprobado que el legislador comunitario solamente ha tenido en cuenta las operaciones con criptomonedas, desatendiendo aquellas otras en las que un criptoactivo puede intercambiarse por otro criptoactivo y que puede dar lugar, con la misma frecuencia e intensidad, a actividades de lavado de dinero y/o financiación del terrorismo. Asimismo, y a efectos de identificación, la Directiva contempla la obligación de comprobar la identidad de todos sus clientes. Más, teniendo en cuenta que únicamente quedan incluidas las casas de cambio de criptomonedas y los *wallets*, se dejan fuera del alcance de la norma aquellas operaciones en las que no se requiere la intervención de aquellas, como son las transacciones entre iguales.
- LVI.** En lo que respecta a la Directiva sobre transparencia, aplicable cuando los valores se admitan a cotización en mercados situados u operantes en un Estado miembro, se confirma su innecesaria remisión en el ámbito de las ICO, toda vez que en nuestro país no se admite la negociación de estos *tokens* en mercados regulados, SMN o SOC. Aunque, dado el carácter transfronterizo de estas operaciones, se aconseja el cumplimiento de la Directiva.
- LVII.** La aplicación del Reglamento sobre el abuso de mercado y las ventas en descubierto, también debe descartarse como instrumento de protección de los inversores en nuestro país, habida cuenta que no está prevista la negociación de *tokens* en mercados regulados, SMN o SOC españoles.
- LVIII.** La aplicación del halo proteccionista previsto tanto la DFL como en el RDCV encuentra, a nuestro parecer, importantes limitaciones para los *security tokens* donde, el carácter descentralizado de los modelos de negocio no permite identificar fácilmente a un operador del mercado. Además, si los criptoactivos se pretenden negociar en una plataforma, el operador de la misma deberá solicitar autorización para actuar como depositario central de valores, o trabajar conjuntamente con una entidad autorizada, lo que supone una serie de costes. También constatamos que de acuerdo con la DFL, un participante del sistema debe ser una persona jurídica lo que puede resultar un manifiesto inconveniente

para las plataformas de negociación de *criptoactivos*, donde buena parte de sus participantes son personas físicas.

- LIX.** Los positivos efectos de la salvaguarda indemnizatoria que se prevén en la DSII deben atemperarse si tenemos en cuenta que la articulación de esta garantía requiere que el promotor de la ICO sea una empresa de servicio de inversión autorizada, requisito que, de momento, no ha cumplido ninguna de las ICO emitidas hasta la fecha.

- LX.** Se confirma, a la luz de lo expuesto, la necesidad de acometer cambios legislativos para atender las particularidades únicas de este sector. Entre ellos recalcamos, la necesidad de establecer un proceso de autorización o verificación de las ICO similar al previsto con ocasión de la actividad de *crowdfunding*, proceder a reforzar los deberes de información, o habilitar entornos que permitan la negociación de los *tokens*.

- LXI.** En fin, la regulación de los ecosistemas digitales se antoja una labor de difícil acometida pues en su seno conviven una pluralidad de iniciativas que nacen y se desarrollan en unos ambientes tecno-financieros donde, con frecuencia, suelen resistirse con cierto ahínco al establecimiento de marcos reguladores que limite su libertad. A ello debe añadirse la extraordinaria capacidad que poseen para mutar y dar lugar a nuevas formas de negocio en poco tiempo. Por ello, la labor del legislador debe ampliarse y acoger estas nuevas variantes, bien mediante la reforma de los entornos normativos vigentes para dar cabida a estas nuevas realidades, bien mediante la previsión de un acervo proteccionista de naturaleza propia. Mientras tanto, la remisión a otros cuerpos normativos de raigambre tradicional en el ámbito financiero, puede resultar momentáneamente útil en tanto que de ellos puede colegirse una marco tuitivo provisional pero, desde luego, deberían ser interpretados de acuerdo a las máximas de la proporcionalidad y la flexibilidad.

- LXII.** En todo caso, estas innovaciones suponen para el sector financiero, especialmente resiliente, una serie de oportunidades y riesgos cuyo alcance todavía resulta muy difícil de valorar desde una perspectiva totalizadora, pues se trata de un fenómeno –el *fintech*– de amplias posibilidades y rápida evolución.

ANEXO I

**PANORÁMICA DE LA EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA PROTECCIONISTA DE LOS
INVERSORES MINORISTAS**

ABREVIATURA	NORMATIVA	LÍNEAS MAESTRAS EN LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES MINORISTAS
PERIODO PRE-MIFID		
LMV-1988	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en su redacción vigente hasta diciembre de 2007	Limitada cantidad de actividades consideradas servicios de inversión
		No se contempla el asesoramiento en materia de inversión sino que se hacía una somera referencia a éste como actividad complementaria
		No existe obligación de conocer al cliente
		Distribución igualitaria de recomendaciones e informes
		Débiles exigencias de conducta (comportamiento diligente, transparencia, reducción de conflictos de interés o gestión ordenada)
		Limitados deberes de información
RD 629/1993	Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios	<i>Anexo Código general de conducta de los mercados de valores</i> , en el que se regula la actuación imparcial y de buena fe, la diligencia, la recopilación de información sobre la clientela, la información a facilitar o la evitación de los conflictos de interés
DSI	Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables	Primeras distinciones entre categorías de inversores
		Se fijan normas de conducta de carácter mínimo que deberán establecer los Estados (ejercicio leal, equitativo, en defensa de los intereses de los clientes y la integridad del mercado, transmitiendo de forma adecuada la información procedente y evitando los conflictos de intereses)
		Se establece una primera obligación de conocimiento del cliente que implica recabar información sobre su situación financiera, experiencia y objetivos
Orden-1995	Orden de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del Real Decreto 629/1993, de 3	Obligatoriedad de informar a los clientes de todos los asuntos relativos a sus inversiones, de forma clara, concreta y fácilmente comprensible

de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios

Tarifas por comisiones o gastos repercutibles al cliente deben quedar detalladas en un folleto informativo

**Circular
1/1996**

Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la Comisión Nacional Del Mercado de Valores, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del Mercado de Valores

Folleto de tarifas debe contener las tarifas máximas, las tarifas de todas las operaciones y servicios que se realizaran habitualmente, y será claro, concreto y fácilmente comprensible

Posibilidad de elaborar folletos parciales

Información que debe suministrarse a los clientes de larga duración

Se requirió la identificación de los clientes al momento de entablar relaciones de negocios

PERIODO POST-MIFID

Directiva MiFID I

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

Reforzamiento de las obligaciones informativas de las ESI

Obligación de realizar los test de idoneidad y/o conveniencia

Introducción de la clasificación de los clientes

**Directiva
2006/73/CE**

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 del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva

Minucioso desarrollo de los preceptos incardinados en la protección de los inversores, con especial hincapié en las obligaciones de información

**Paquete normativo
MiFID I****Reglamento
1287/2006**

Reglamento (CE) núm. 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

Contiene normas y requisitos de transparencia detallados y plenamente armonizados

Homogenización del conjunto de datos mínimos sobre las operaciones con instrumentos financieros que deben facilitar las ESI a las autoridades competentes pertinentes

Se detallan los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado

Establece criterios para determinar cuándo las operaciones de un mercado regulado revisten importancia sustancial en un Estado miembro de acogida

LMV-2007	Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modificaba la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores	<p>Modernización de los mercados de valores españoles</p> <hr/> <p>Reforzamiento de las medidas de protección de los inversores</p> <hr/> <p>Adaptación de los requisitos de organización exigibles a las ESI</p> <hr/> <p>Mejoría de las potestades de supervisión de la CNMV</p>
RD 217/2008	<p>Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre</p>	<p>Transpuso determinados aspectos de la Directiva 2006/73/CE</p> <hr/> <p>Régimen más amplio y detallado en torno a mayores obligaciones de información, la evaluación de la idoneidad y la conveniencia, los criterios de actuación en el mejor interés del cliente y la tramitación de órdenes</p>
TRLMV-2015	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores	Necesario merced de los múltiples cambios experimentados por la normativa reguladora de los mercados de valores
Paquete normativo MiFID II	<p>Directiva MiFID I</p> <p>Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE</p>	<p>Nuevos límites para evitar la comercialización masiva de productos financieros inadecuados entre clientes minoristas</p> <hr/> <p>Las estrategias de distribución deberán ajustar al mercado definido para cada producto</p> <hr/> <p>Los encargados finales de su colocación habrán de comprender en profundidad todas las características del mismo</p> <hr/> <p>Se introduce la figura del asesoramiento independiente</p> <hr/> <p>En función del servicio que se preste se establecen prohibiciones o restricciones en cuanto a comisiones u honorarios</p> <hr/> <p>En el seno del servicio de asesoramiento y antes de llevar a cabo la operación pretendida por el cliente, la ESI deberá poner a disposición de este una declaración de idoneidad</p> <hr/> <p>Las obligaciones de información precontractual y postcontractual son igualmente reforzadas</p>

MiFID II		Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018	
	Normas Nivel 3¹⁰²²	Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II (ESMA35-43-1163 ES), 6 de noviembre de 2018	
		Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados (ESMA/2015/1787), 4 de febrero de 2016	
		Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias [ESMA/2015/1886 ES (rev)], 22 de marzo de 2016	
		Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID (ESMA/2012/387), 25 de junio de 2012	
RDley 21/2017	Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores	Se establecen previsiones organizativas para abordar la negociación algorítmica y las relativas a la autorización y condiciones operativas de los centros de negociación	
RDley 14/2018	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	Se inicia la transposición de la MiFID II Mayor concreción de las obligaciones de información Aumento del control sobre las situaciones que puedan originar conflictos de intereses	
RD 1464/2018	Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores	Definitiva transposición del paquete normativo MiFID II	

¹⁰²² Habida cuenta de la pluralidad de Directrices emitidas, procederemos a recoger de forma no exhaustiva aquellas que hemos empleado en mayor medida, en el bien entendido de que forman un abultado *corpus*. Pueden consultarse en <https://www.cnmv.es/Portal/Gpage.aspx?id=LegESMA>.

ANEXO II

LISTADO EJEMPLIFICATIVO DE PREGUNTAS PARA VALORAR LA TOLERANCIA AL RIESGO DE LOS CLIENTES TENIENDO EN CUENTA LOS SESGOS CONDUCTUALES

Pregunta 1: Además de su patrimonio, se le han regalado 1.000 euros que usted ha decidido invertir. ¿Qué opción preferiría?

- a) El 50% de probabilidades de obtener otros 1.000 euros
- b) Obtener otros 500 euros de forma segura

Pregunta 2: Además de su patrimonio, se le han dado 2.000 euros que usted ha decidido invertir. ¿Qué opción preferiría?

- a) El 50% de probabilidades de perder 1.000 euros
- b) Perder 500 euros

Pregunta 3: Imagine que usted está yendo a un espectáculo de su interés (concierto, obra de teatro, evento deportivo, etc.). Llegando a la puerta de acceso, se da cuenta de que ha perdido la entrada cuyo precio es de 150 euros. Si tiene el dinero, ¿compraría otra entrada?:

- a) Si
- b) No

Pregunta 4: Imagine que usted está yendo a un espectáculo de su interés (concierto, obra de teatro, evento deportivo, etc.). Llegando a la puerta de acceso, sin haber comprado la entrada, se da cuenta de que ha perdido 150 euros de su monedero, aunque todavía dispone de otros 150 euros ahí. ¿Compraría la entrada?

- a) Si
- b) No

Pregunta 5: Imagine que se enfrenta a las siguientes dos decisiones, elija una opción para cada una de ellas.

Decisión 1:

- a) Ganar de forma segura, 2.400 euros.
- b) Tener el 25% de probabilidades de ganar 10.000 euros y un 75% de probabilidades de no ganar nada.

Decisión 2:

- a) Perder de forma segura 7.500 euros.
- b) Tener el 75% de probabilidades de perder 10.000 euros y un 25% de probabilidades de no perder nada.

Pregunta 6: Se le presenta la oportunidad de participar en un juego donde tiene el 50% de probabilidades de ganar 150 euros y otro 50% de probabilidades de perder 100 euros. ¿Desea participar en este juego?

- a) Si
- b) No

Pregunta 7: Se le presenta la oportunidad de participar en un juego donde tiene el 50% de probabilidades de ganar 3.000 euros y otro 50% de probabilidades de perder 2.000 euros. ¿Desea participar en este juego?

- a) Si
- b) No

Pregunta 8: Imagine que le han regalado 1.000 euros. Debe elegir entre:

- a) Ganar otros 500 euros.
- b) Lanzar una moneda. Si sale cara, gana 1.000 euros. Si sale cruz no gana nada.

Pregunta 9: Ahora imagine que le han regalado 2.000 euros. Debe elegir ahora entre:

- a) Perder 500 euros.
- b) Lanzar una moneda. Si sale cara, pierde 1.000 euros. Si sale cruz, no pierde nada.

Pregunta 10: Imagine que tiene un patrimonio total de 100.000 euros y podría invertir esta cantidad en una inversión sin riesgo con un tipo de interés seguro del 4% o en el mercado bursátil de los Estados Unidos (todas las acciones del Nasdaq). ¿Qué opción elegiría?

- a) Invertir todo en el activo libre de riesgo.
- b) Invertir todo en el mercado de valores de riesgo.

ANEXO III

LISTADO EJEMPLIFICATIVO DE PREGUNTAS PARA VALORAR LOS CONOCIMIENTOS Y EXPERIENCIA DE LOS CLIENTES TENIENDO EN CUENTA LOS SESGOS CONDUCTUALES

Pregunta 1: ¿Cuál es la fuente de sus conocimientos de los mercados financieros? (Marque tantas opciones como considere):

- a) Experiencia profesional respecto a los mercados financieros
- b) Experiencia profesional respecto de instituciones financieras
- c) Experiencia en inversiones
- d) Cualificación financiera (diploma, certificado, CFA). Indique cuál _____
- e) Lectura de noticias financieras y económicas
- f) Otras. Indique cuáles: _____

Pregunta 2: A continuación, nos gustaría que usted hiciera tres estimaciones basándose en sus conocimientos de los rendimientos futuros del mercado de valores. Por favor, introduzca su respuesta como un porcentaje, de manera que si considera que habrá un aumento señale X%, y si estima una caída ponga -X%.

- a) Se mantendrá en la media que ha venido teniendo hasta ahora: _____ %.
- b) Se situará por debajo de la media que ha venido teniendo hasta ahora: _____ %.
- c) Se situará por encima de la media que ha venido teniendo hasta ahora: _____ %.
- d) No lo sé

Pregunta 3: Suponga que tiene 100 euros en una cuenta de ahorros, la tasa de interés anual es del 10% y usted nunca retira ese dinero, ni los intereses. Después de 5 años, ¿cuánto cree que tendría en dicha cuenta en total?

- a) Más de 150 euros.
- b) Exactamente 150 euros.
- c) Menos de 150 euros.
- d) No lo sé.

Pregunta 4: Imagine que la tasa de interés de su cuenta de ahorros era del 1% anual y la inflación del 2% anual. Después de un año, ¿cuánto podría comprar con el dinero de esa cuenta?

- a) Más que hoy
- b) Exactamente lo mismo que hoy
- c) Menos que hoy
- d) No lo sé

Pregunta 5: Cuando un inversionista reparte dinero entre diferentes activos, ¿el riesgo de perder dinero?

- a) Aumenta.
- b) Disminuye.

- c) Se mantiene igual.
- d) No lo sé.

Pregunta 6: ¿La perspectiva de un alto rendimiento implica un riesgo de pérdida de capital?:

- a) Sí
- b) No
- c) No lo sé

Pregunta 7: En términos bursátiles, la volatilidad representa:

- a) La escala de la variación del precio de un activo financiero
- b) La capacidad de vender o comprar rápidamente un activo sin que haya un impacto significativo en el precio
- c) Un indicador que mida el excedente de rentabilidad de un valor en comparación con su punto de referencia
- d) No lo sé

Pregunta 8: Con respecto a sus ahorros invertidos en los mercados financieros, es posible reducir el riesgo diversificando sus activos:

- a) Verdadero
- b) Falso
- c) No lo sé

Pregunta 9: El rendimiento de un producto derivado de renta variable europea depende principalmente de:

- a) Las variaciones en los precios de la propiedad
- b) La valoración del activo subyacente
- c) Las variaciones en los precios de los bonos de alto rendimiento
- d) No lo sé

Pregunta 10: Ponga en orden de riesgo los siguientes activos financieros:

- a) Fondo de obligaciones (UCI) en euros
- b) Acción IBEX 35
- c) Fondo del mercado monetario (UCI) en euros

Pregunta 11: Una acción es:

- a) Una parte del capital social
- b) Un préstamo
- c) No lo sé

Pregunta 12: El valor de una acción depende de las fluctuaciones de los mercados financieros (tanto al alza como a la baja), por lo que es posible perder todo o parte del capital invertido:

- a) Verdadero

- b) Falso
- c) No lo sé

Pregunta 13: Un bono con calificación AAA, ¿presenta para el inversor un riesgo mayor que un bono BBB?

- a) Sí
- b) No
- c) No lo sé

Pregunta 14: ¿Cuál de los siguientes índices es un índice de referencia para la renta variable estadounidense?

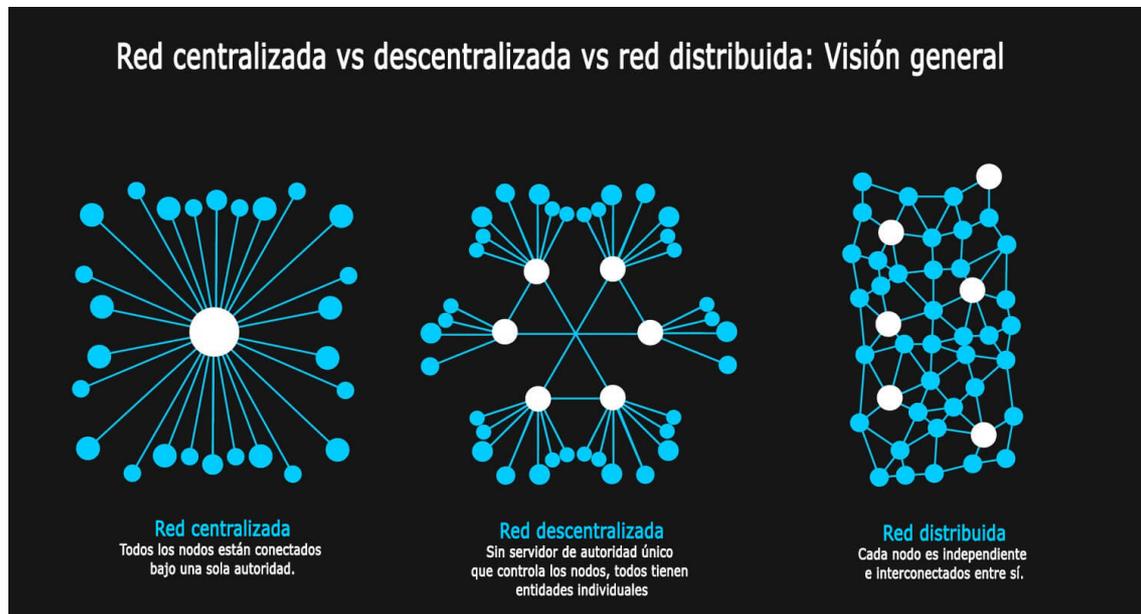
- a) Nikkei 225
- b) Dow Jones
- c) EURO STOXX 50
- d) No lo sé

Pregunta 15: En el caso de los bonos, es posible perder la totalidad o parte de la inversión inicial, en particular en caso de reventa antes del vencimiento o de quiebra del emisor:

- a) Verdadero
- b) Falso
- c) No lo sé

ANEXO IV

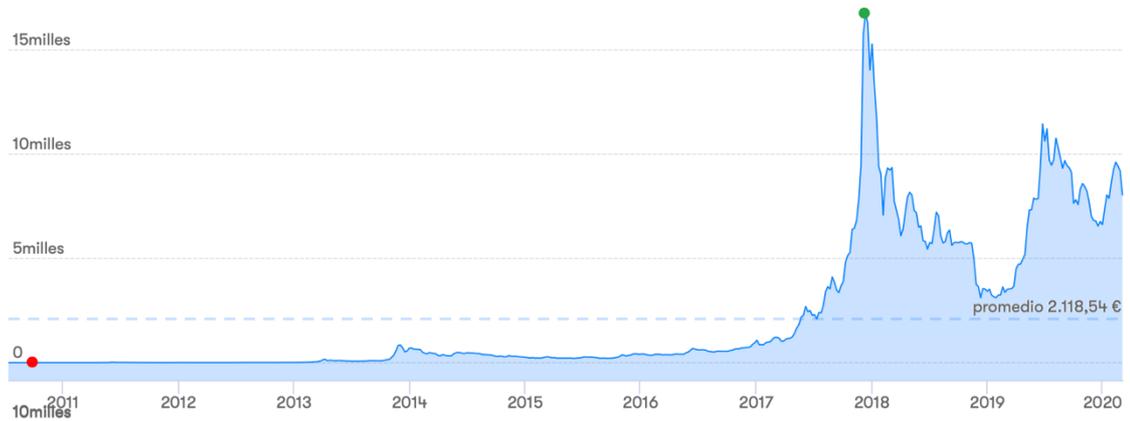
FUNCIONAMIENTO DE LOS SISTEMAS DE REDES EXPUESTOS



Fuente: RODRÍGUEZ, N., *La Mejor Guía sobre la Tecnología Blockchain: Una Revolución para Cambiar el Mundo*, 4 de septiembre de 2018, disponible en <https://101blockchains.com/es/tecnologia-blockchain/> - prettyPhoto.

ANEXO V

FLUCTUACIONES EN EL PRECIO DE *BITCOIN* DESDE SU CREACIÓN HASTA LA FECHA (EXPRESADO EN USD)



Fuente: <https://btcdirect.eu/es-es/precio-bitcoin>
(Última actualización, 5 de marzo de 2020)

BIBLIOGRAFÍA

ABADÍA, L., *La nueva libra y las 50 cosas*, 19 de julio de 2019, disponible en https://blogs.elconfidencial.com/espana/desde-san-quirico/2019-07-19/nueva-libra-facebook_2133579/;

ABREU, M., “Individual investors’ behavioral biases”, (TEWP 01/2014/DE/UECE), *Universidad de Lisboa, Teaching Economics Working Papers*, 2014, disponible en <https://core.ac.uk/download/pdf/61473382.pdf>.

ACKERT, L. F. y DEAVES, R., *Behavioral finance. Psychology, Decision-Making, and Markets*, South-Western Cengage Learning, Estados Unidos, 2009.

ADARRAGA MORALES, R., y XIMÉNEZ RODRÍGUEZ, S., “La internalización de órdenes en la Directiva MiFID”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 1, 2007.

AGRAWAL, A., CATALINI, C., GOLDFARB, A., “Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions”, *Journal of Economics & Management Strategy*, núm. 2, vol. 24, 2015.

AGÜERO ORTIZ, A., “¿Saben nuestros tribunales lo que es un instrumento financiero complejo? No lo saben”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 4, 2016.

— “El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 8, 2013.

— “Nuevas obligaciones informativas introducidas por MiFID II. Estudio comparativo”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017.

— *El «protocolo MiFID II» y los remedios aplicados a los contratos de inversión*, Tesis doctoral, Universidad de Castilla La-Mancha, 2018, disponible en <https://ruidera.uclm.es/xmlui/handle/10578/18494>;

AKERLOF, G. A., “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, núm. 3, vol. 84, 1970.

ALAMILLO DOMINGO, I., “Las tecnologías de registro distribuido (*blockchain*) y la transformación del procedimiento administrativo”, *El Consultor de los Ayuntamientos*, núm. 1, 2019.

ALBALADEJO, M., *Derecho Civil I. Introducción y parte general*, Bosch, Barcelona, 2002.

— “Clases de obligaciones”, en *Derecho Civil II. Derecho de obligaciones*, vol. I, Bosch, Barcelona, 1989.

— *Instituciones de Derecho Civil. Parte general y Derecho de obligaciones*, Bosch, Barcelona, 1972.

ALEMÁN PÁEZ, F., “Una aproximación conceptual, crítica y contextualizadora al hilo de la «Loi Travail n° 2016-1088»”, *Trabajo y Derecho*, núm. 30, 2017

ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Aproximación jurídica a la economía colaborativa: diferentes realidades”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 66, 2016.

ALGAR, R., “Collaborative consumption”, *Leisure Report*, abril de 2007, disponible en <https://www.oxygen-consulting.co.uk/insights/collaborative-consumption/>.

ALONSO CARBONERO, F., FRANCO HIDALGO, S., y GALLEGO TORTUERO, I., “MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta. Especial referencia al asesoramiento de inversiones”, *ICADE: Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 89, 2013.

ALONSO UREBA, A., “Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores en torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1992”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo III, Civitas, Madrid, 1996.

ÁLVAREZ LATA, N., “Comentario a la Sentencia de 20 de enero de 2014”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 95, 2014.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “El equity crowdfunding o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones de regulación”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 2014, núm. 61.

— “La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding”, *La Ley*, núm. 8320, 2014.

— *Las ICO como nueva forma de crowdfunding*, disponible en <http://www.elnotario.es/opinion/8908-las-icos-como-nueva-forma-de-crowdfunding>.

ANGELOVA, A. y REGNERB, T., “Do voluntary payments to advisors improve the quality of financial advice? An experimental deception game”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, núm. 93, 2013.

ANGUIANO J. M., “*Blockchain*: fundamentos y perspectiva jurídica. De la confianza al consenso”, *Diario La Ley*, núm. 18, 2018.

ARIELY, D., “The End of Rational Economics”, *Harvard Business Review*, vol. julio-agosto, 2009.

ARMOUR, J., y McCAHERY, J. A., “After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US”, *Amsterdam Center for Law & Economics*, 2006-07.

ARNER, D. W., BARBERIS, J., y BUCKLEY, R. P., “The evolution of *Fintech*: a new post-crisis paradigm?”, *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper*, núm. 47, 2015.

ARROYO APARICIO, A., “Noción de consumidor para el Derecho Europeo (Noción del Reglamento 1215/2012 versus la de las Directivas de protección de los consumidores)”, *Revista Electrónica de Direito*, núm. 1, vol. 15, 2018.

ARRUÑADA, B., “Los límites del *blockchain*”, 6 de julio de 2018, disponible en <https://almacendederecho.org/los-limites-del-blockchain-mas-facil-transferir-pretensiones-obligacionales-derechos-propiedad/>;

AUGUSTINE, A. y NAVA, M., *Fintech: Changing the Way We Save and Invest*, 21 de mayo de 2015, disponible en https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/05/150521_US_EW_Fintech.pdf.

AVGOULEAS, E., “The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform”, *European Company and Financial Law Review*, núm. 4, vol. 6, 2009.

AZOFRA, V., FERNÁNDEZ, B., y VALLELADO, E., “Existencia de inversores con exceso de confianza en su capacidad de análisis. Rol en el mercado de capitales”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 16, núm. 2, 2007.

BAISCH, R., y WEBER, R. H., “Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings. Challenges for a Legal Framework Coping with Ambiguous Risk Perceptions”, en *European Perspectives on Behavioural Law and Economics*, Springer International Publishing, Switzerland, 2015.

BALLESTEROS GARRIDO, J. A., y PÉREZ GUERRA, M., “La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 299, 2016, ed. electrónica.

BALLESTEROS LLOPART, J., “Escuela neoclásica, valores y derechos”, *Cuadernos Electrónicos de Filosofía del Derecho*, núm. 26, 2012.

BARBER, B. M., ODEAN, T., y ZHENG, L., “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows”, *Journal of Business*, núm. 6, vol. 78, 2005.

BARLOW, J. P., *A Declaration of the Independence of Cyberspace*, 8 de febrero de 1996, disponible en <https://www.eff.org/cyberspace-independence>.

BARRACHINA, E., *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión Jurídica, Madrid, 2011.

BdE y CNMV, *Delimitación de competencias de la CNMV y del Banco de España en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura*, 20 de abril de 2010, disponible en <http://www.cnmv.es/portal/AlDia/Comunicaciones.aspx?idPerfil=5&ejercicio=2010>.

BEBCZUK, R. N., *Información asimétrica en mercados financieros*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2000.

BELANDO GARÍN, B., “La protección pública del consumidor de servicios financieros (banca, bolsa y seguros). Una perspectiva transversal”, en *La protección del cliente en el mercado asegurador* (BATALLER GRAU, J. y VEIGA COPO, A., Dirs.), Civitas, Madrid, 2014.

- “Naturaleza y alcance de la supervisión pública de las emisiones de valores (Comentarios a la sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 2008)”, *Diario La Ley*, núm. 7138, 2009.
- *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Civitas, Madrid, 2004.
- *La supervisión del Mercado de Valores europeo*, Aranzadi-Thomson Reuters, Valencia, 2020.

BENSTON, G. J., “Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products”, *Journal of Financial Services Research*, núm. 3, vol. 17, 2000.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., “El principio de transparencia en el Derecho Mercantil”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor José María Muñoz Planas* (PILOÑETA ALONSO, L. M., IRIBAREN BLANCO, M., Coord.), Aranzadi – Cizur Menor, Navarra, 2011.

- “La protección de los consumidores, la Constitución española y el Derecho mercantil”, en *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, Madrid, 1987.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Comentario al artículo 3 del TRLGDCU”, en *Comentario del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias* (BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2009.

BERROCAL LANZAROT, A. I., “Los deberes de información en la comercialización de productos de inversión. Las consecuencias de su incumplimiento”, *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad*, núm. 12, 2018.

BERTRAND, M., KARLAN, D., MULLAINATHAN, S., SHAFIR, E., y ZINMAN J., “What's Advertising Content Worth? Evidence from a Consumer Credit Marketing Field Experiment” *The Quarterly Journal of Economics*, núm. 1, vol. 125, 2010.

BEST, J. y NEISS, S., “Crowdfunding: A historical perspective”, en *Crowdfunding. A guide to raising capital on the Internet*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2014.

BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “Análisis del deber precontractual de información en la contratación de servicios financieros a la luz de MiFID II: un impulso para la transformación digital del sistema financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019.

— “Digitalización del sector financiero y sus consecuencias. Especial referencia a las *Fintech*”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID PARRA, A., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018.

— “Situación regulatoria y actitud de las autoridades competentes ante el fenómeno de las ICO (Initial Coin Offerings)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 23, 2018.

BLASCO, N., y FERRERUELA, S., “Behavioral finance: ¿por qué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?”, *BME: Estudios y Publicaciones*, noviembre de 2017, disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5270_Behavioral_Finance__Por_qué_los_inversores_se_comportan_como_lo_hacen_y_no_como_deberían_.

BOLTANSKI, L. y CHIAPELLO, E., *Le nouvel esprit du capitalisme*, Gallimard, Paris, 1999.

BOLTANSKI, L. y THÉVENOT, L., *De la justification. Les économies de la grandeur*, Gallimard, Paris, 1991.

BOTANA GARCÍA, G. A., “La protección del consumidor como cliente bancario”, *Actualidad Civil*, núm. 5, 2016.

BOTSMAN, R., y ROGERS, R., “What's Mine is Yours: The Rise of Collaborative Consumption”, HarperCollins, Nueva York, 2010.

BOTTIGLIA, R., PICHLER, F., *Crowdfunding for SMEs. A European perspective*, Verona, Palgrave MacMillan, 2016.

BOWLES, S., *Speech at opening of ESMA office*, 11 de julio de 2011, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/110711_esma_inauguration_sharon_bowles.pdf

BRANCÓS i NUÑEZ, E., “*Blockchain, función notarial y registro*”, *El notario del siglo XXI*, núm. 71, 2017.

BRANDEIS, L. D., “What Publicity Can Do”, en *Other people's money*, F. A. Stokes, Nueva York, 1914, disponible en <http://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-chapter-v>.

BRENNCKE, M., “Commentary on MiFID II conduct of business rules, Arts 21- 30 MiFID II”, en *Financial services law* (LEHMANN, M., y KUMPAN, C., Eds.), Hart Publishing, Oxford, Reino Unido, 2017.

— “The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation”, *European Business Organization Law Review*, núm. 4, vol. 19, 2018.

BRENNER, R. y BRENNER, G. A., *Gambling and Speculation: A Theory, a History, and a Future of Some Human Decisions*, Cambridge University Press, Reino Unido, 1990.

BRIGHETTI, G., LUCARELLI, C., *Risk tolerance in the financial decision making*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, Reino Unido, 2010.

BURGESS, B., y SANKARAN, A., *ICO portfolio is down by 66% in the first half of 2018, according to EY study*, 19 de octubre de 2018, disponible en https://www.ey.com/en_gl/news/2018/10/i-c-o-portfolio-is-down-by-sixty-six-percent-in-the-first-half-according-to-ey-study.

BUSCH, D., “Agency and Principal Dealing Under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) I & II”, *European Review of Private Law*, núm. 2, 2017.

BUSTO LAGO, “Comentario a la STS de 29 de octubre de 2013. Contrato de permuta financiera de tipos de interés (swap): ausencia de error invalidante. Improcedencia de la aplicación de la regla «*rebus sic stantibus*»”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 95, 2014.

CACHÓN BLANCO, J. E., “Análisis jurídico de los conceptos de «valor negociable» e «instrumento financiero»”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 221, 1996.

CADENAS SÁEZ, M. E., “Del *Homo economicus* al *Homo humanus*. Breve aproximación 71 a la economía conductual”, *Boletín de la CNMV*, trimestre I, 2018.

CAMACHO CLAVIJO, S., “El crowdfunding. Especial referencia a las plataformas de financiación participativa”, en *Mercado Digital. Principios y reglas jurídicas* (NAVAS NAVARRO, S. y CAMACHO CLAVIJO, S., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016.

- “Las modalidades de financiación participativa o *crowdfunding* y su distinción respecto de figuras afines: *equity-crowdfunding* emisión de valores y obligaciones, *crowdlending* y mecenazgo participativo”, en *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-* (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., y PAÑEDA USUNÁRIZ, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018.

CANALEJAS MERÍN, J. F. y ALMARCHA JAIME, J., “Un nuevo esquema de supervisión en el Anteproyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero (*regulatory sandbox*)”, *Diario La Ley*, núm. 9427, 2019.

CANALEJAS MERÍN, J. F., “Las obligaciones de gobernanza de producto en la MiFID II y su transposición al Derecho español”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 24, 2019.

CANDELARIO MACÍAS, M. I., “¿A vueltas sobre el derecho de información como herramienta gerencial y de supervisión social?”, *Cuadernos de la Maestría en Derecho*, núm. 1, 2011.

CAPON, N., y FITZSIMONS, G. J., “An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision”, *Journal of Financial Services Research*, núm. 10, 1996.

CARRASCO PERERA, A., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. Comentario y crítica de una reforma”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 13, 2015.

- “La financiación participativa a través de plataformas de crowdfunding”, *Centro de Estudios de Consumo*, núm. 12, 2014.
- *Guía de obligaciones de información al inversor en el marco de la directiva MiFID*, Centro de Estudios de Consumo, 23 de julio de 2013, disponible en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2013/07/PROTOCOLO-MIFID-FINAL.pdf>.
- *La perversión del paradigma de la información (¡mas información!) protectora del consumidor financiero*, 9 de junio de 2015, disponible en http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/06/La-perversión-del-paradigma-de-la-información-más-información-protectora-del-consumidor-financiero-a-propósito-de-un-reciente-trabajo-de-Fernández-de-Araoz_Angel.pdf.

CARRASCO PERERA, A., y LYCZKOWSKA, K., “Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MIFID”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 10, 2014.

— *Las participaciones preferentes son “productos complejos”, pero eso nada importa*, 2 de septiembre de 2013, disponible en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2013/09/Las-participaciones-preferentes-son-productos-complejos-pero-eso-nada-importa-1.pdf>.

CARRASCOSA MORALES, A., “La Directiva MiFID y la comercialización de productos financieros”, *Jornadas del Grupo de Responsables de Formación de Entidades Financieras (GREF)*, La Coruña, 16 de junio de 2006, disponible en http://www.gref.org/nuevo/socios/docs2p_priv/cnmv_jun06.ppt.

CARTEI, G., “The impacts of Mifid II Product governance requirements on financial intermediaries and a possible fintech solution to face POG requirements”, *New Challenges in Corporate Governance: Theory and Practice*, 2019.

CASEY, J-P, y LANNOO, K., *The MiFID Revolution*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2009.

CASTELLUCCIO III, J. A., “Sarbanes-Oxley and Small Business: Section 404 and the Case for a Small Business Exemption”, *Brooklyn Law Review*, núm. 71, 2005.

CASTILLA CUBILLAS, M., “Permutas financieras, riesgos en los préstamos hipotecarios a interés variable y test de conveniencia”, *Derecho de los Negocios*, núm. 245, 2011.

CAVANILLAS MÚGICA, S., “El Real Decreto Legislativo 1/2007, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 1, 2008.

CERVERA MARTÍNEZ, M., “Aproximación a la protección del consumidor en los nuevos contratos inteligentes o smart contracts”, *Actualidad Civil*, núm. 6, 2019.

CHAZ SARDI, M. C., y EL ALABI, E., *Sesgos de Comportamiento en el Proceso de Toma de Decisiones: Alguna Evidencia Experimental sobre “Loss Aversion” y “Mental Accounting”*, disponible en <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas de Economa/iees03j3591112.pdf>.

CHIRICO, A., “Suitability and Appropriateness under MIFID: ‘Faithful watchdogs’ or ‘terrible twins’?”, *ECMI Policy Brief*, núm. 9, 2007.

CHOI, S. J., “A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries”, *Berkeley Business Law Journal*, núm. 1, vol. 1, 2004.

CHRISTENSEN, C. M., RAYNOR, M. E., y MCDONALD, R., “What Is Disruptive Innovation?”, *Harvard Business Review*, diciembre, 2015, disponible en <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>.

CHRISTENSEN, C. M., y BOWER, J. L., “Disruptive Technologies: Catching the Wave”, *Harvard Business Review*, núm. 1, vol. 73, 1995.

CLIFFORD CHANCE LLP, *Guideline on the application of the suitability and appropriateness requirements under the FSA rules implementing MiFID in the UK*, disponible en http://www.mifidconnect.com/mifidconnect/downloads/suitability_guideline_100807.pdf.

CLIMENT, F., y MENEU, V., *Contratos por diferencias (CFDs)*, Interdin Bolsa, Barcelona, 2008.

CODES CALATRAVA, A., “Blockchain y regulación de valores”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain*, (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

COLAERT, V., “European banking, securities, and insurance law: Cutting through sectoral lines?”, *Common Market Law Review*, vol. 52, núm. 6, 2015.

— “The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?”, *Journal of Financial Regulation*, 2016, núm. 2.

— *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, 26 de septiembre de 2019, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3455413.

CONESA, C., GORJÓN, S., y RUBIO, G., *Un nuevo régimen de acceso a las cuentas de pago: la PSD2*, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/18/NOVIEMBRE/Un_nuevo_regimen_de_acceso_a_las_cuentas_de_pago_la_PSD2.pdf,

CONTRERAS, M., *Por qué China se plantea prohibir el minado de criptomonedas*, 2019, disponible en https://www.economiadigital.es/tecnologia-y-tendencias/por-que-china-se-plantea-prohibir-el-minado-de-criptomonedas_617405_102.html.

CORDELL, D. M., “Risk tolerance in two dimensions”, *Journal of Financial Planning*, vol. 15, núm. 5, 2002.

COX, R. y DE GOEIJ, P., *What Do Investors Learn from Advertisements?*, 8 de septiembre de 2017, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3034144>.

CRAWFORD, V. P. y SOBEL, J., “Strategic Information Transmission”, *Econometrica*, vol. 50, núm. 6, 1982.

CRONQVIST, H., *Advertising and Portfolio Choice*, 26 de julio de 2006, disponible en <https://ssrn.com/abstract=920693>.

CRUCIANI, C., *Investor decision-making and the role of the financial advisor*, Palgrave MacMillan, Suiza, 2017.

CUENA, A., *El fenómeno Fintech, debate en la CNMC*, 12 de febrero de 2019, disponible en <https://blog.cnmc.es/2019/02/12/el-fenomeno-fintech-a-debate/>

D'HONDT, C., y GIRAUD, J-R., *MiFID: the (in)famous European Directive?*, marzo 2007, disponible en <https://www.koris-intl.com/wp-content/uploads/MiFID-the-infamous-European-Directive.pdf>.

DANIEL, K., HIRSHLEIFER, D., y TEOH, S. H., “Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, núm. 1, 2002.

DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Civitas, Madrid, 1997.

DE LA ENCARNACIÓN, A. M., “El alojamiento colaborativo: viviendas de uso turístico”, *REALA, Nueva Época*, núm. 5, 2016.

DE LA FUENTE, R., *Criptomonedas vs. CFDs de Criptomonedas*, 9 de mayo de 2018, disponible en <https://blog.ibroker.es/cryptomonedas-vs-cfds-criptomonedas/>;

DE LA MAZA GAZMURI, I., *Los límites del deber precontractual de información*, Cizur Menor, Navarra, 2010.

DE LA VEGA GARCÍA, F., “Diversidad jurídica en el tratamiento del crowdfunding”, *Revista Lex Mercatoria*, núm. 5, 2017.

DE LOS MOZOS, J. L., *El principio de la buena fe*, Bosch, Barcelona, 1965.

DE VERDA Y BEAMONTE, J. R., “Algunas reflexiones en torno a la excusabilidad y reconocibilidad del error en los contratos”, en *Estudios en homenaje a la profesora Teresa Puente*, vol. II, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, Valencia, 1996.

DEBONDT, W.F., y THALER, R.H., “Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective”, *National Bureau of Economic Research*, working paper, núm. 4777, 1994, disponible en <https://www.nber.org/papers/w4777.pdf>.

DÍAZ ALABART, S., y ÁLVAREZ MORENO, M. T., “La Directiva 2014/17, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con consumidores para bienes inmuebles de uso residencial”, en *La protección del consumidor en los créditos hipotecarios* (DÍAZ ALABART, S., Dir., REPRESA POLO, M. P., Coord.), Editorial Reus, Madrid, 2015.

DIAZ RUIZ, E., “Crowdfunding o financiación participativa”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016.

DÍEZ PICAZO, J. L., *La doctrina de los actos propios: un estudio crítico sobre la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Civitas - Thomson Reuters, Navarra, 2014.

— *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Tomo I: Introducción teoría del contrato*, Thomson Civitas, Navarra, 2007.

DOMINGO, C., *Todo lo que querías saber sobre bitcoin, criptomonedas y blockchain y no te atreías a preguntar*, Ed. Planeta, Barcelona, 2018.

DONCEL, L., *La CNMV recomienda a los inversores minoristas no comprar bitcoins*, 24 de enero de 2018, disponible en https://elpais.com/economia/2018/01/24/actualidad/1516812109_393178.html.

DUPLESSIS, R., “Capital Formations”, en *The Culture of Capital. Property, Cities, and Knowledge in Early Modern England* (TURNER, H. S. Ed.), Routledge, New York, 2002.

DUSHNITSKY, G., GUERINI, M., PIVA, E., ROSSI-LAMASTRA, C., “Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries”, en *California Management Review*, núm. 2, vol. 58, 2016.

EAGLETON, C., y WILLIAMS, F., “Historia del dinero”, Paidós, Barcelona, 2009.

ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “Smart contracts y problemas jurídicos de los pagos con tecnologías blockchain”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID, A. Dir.), Aranzadi, Navarra, 2018.

EIDENMÜLLER, H., FAUST, F., GRIGOLEIT, H. C., JANSEN, N., WAGNER, G., ZIMMERMANN, R., “El marco común de referencia para el Derecho privado europeo (cuestiones valorativas y problemas legislativos)”, *Anuario de Derecho Civil*, núm. 4, vol. 62, 2009.

EKELUND, R. B. Jr. y HÉBERT, R., *Secret Origins of Modern Microeconomics. Dupuit and the Engineers*, The University of Chicago Press, Estados Unidos, 1999.

ELIZONDO, M., “España entrega el futuro de sus ICO a países más avanzados”, 21 de septiembre de 2018, disponible en https://www.lespanol.com/economia/20180921/espana-entrega-futuro-icos-paises-avanzados/339467477_0.html

EMBED IRUJO, J. M., “La cuenta corriente bancaria”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 65, 1997.

ENRIQUES, L., y GILOTTA, S., “Disclosure and Financial Market Regulation”, en *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (MOLONEY, N., FERRAN, E., y PAYNE, J., Eds.), Oxford University Press, Reino Unido, 2015.

ESPAÑA ALBA, V. M., *Criptodivisas: Bitcoin y el blanqueo de capitales*, 31 de marzo de 2016, disponible en <https://elderecho.com/criptodivisas-bitcoin-y-el-blanqueo-de-capitales>.

ESPAR, O., “Blockchain y smart contracts. Su impacto en los contratos de financiación de empresas y los obstáculos a su implementación”, *Diario la Ley*, núm. 9448, 2019.

ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “La clasificación y la evaluación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores”, *Ekonomiaz*, núm. 66, 2007.

ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., “Reflexiones sobre la defensa de la competencia y las plataformas de economía colaborativa”, *La Ley Mercantil*, núm. 48, 2018.

ESTUPIÑÁN CÁCERES, R., y FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., “La información precontractual a través del Documento de Datos Fundamentales (KID) ¿Se acomoda a nuestra Era Digital?”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019.

EUROPA PRESS, *La CNMV recomienda a los minoristas no comprar bitcoins*, 24 de enero de 2018, disponible en <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/8889839/01/18/Economia-Finanzas-La-CNMV-recomienda-a-los-minoristas-no-comprar-bitcoins.html>.

FANTO, J. A., “Comparative Investor Education”, *Brooklyn Law Review*, núm. 3, vol. 64, 1998.

FARRELL, M., *Bitcoin prices surge post-Cyprus bailout*, 28 de marzo de 2013, disponible en <https://money.cnn.com/2013/03/28/investing/bitcoin-cyprus/index.html>.

FELIU REY, J., “Smart contract: concepto, ecosistema y principales cuestiones de Derecho privado”, *La Ley Mercantil*, núm. 47, 2018.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, núm. 8549, 2015.

FERNÁNDEZ TORRES, I., “Retos y efectos del paquete de medidas de la MiFID II desde la perspectiva de la protección del inversor”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 312, 2019.

FERNÁNDEZ, M., *Si quiere perder dinero esta es la mejor forma*, 23 de mayo de 2019, disponible en https://elpais.com/economia/2019/05/23/actualidad/1558621638_612978.html.

FERRANDO VILLALBA, L., “Extensión y límites del deber de informar al inversor en MiFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 13, 2013.

— “Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe (a propósito de la STS de 18 de abril de 2013)”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm.10, 2014.

— “Anulación de los contratos de swap por defectuosa información al cliente”, en *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Universidad de Valencia, Valencia, 2010.

FERRARINI, G., “Best execution and competition between trading venues—MiFID’s likely impact”, *Capital Markets Law Journal*, núm. 4, vol. 2, 2007.

— “Market transparency and best execution: bond trading under MiFID”, en *Perspectives in Company Law and Financial Regulation* (TISON, M., DE WULF, H., VAN DER ELST, C., y STEENNOT, R., Eds.), Cambridge University Press, Reino Unido, 2009.

FERRARINI, G., y MOLONEY, N., “Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II”, *European Business Organization Law Review*, núm. 4, vol. 13, 2012.

FIELD, L. y PÉREZ, D., “El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el Informe Larosièrè”, *Estabilidad Financiera*, núm. 16, 2009.

FISCH, J. E. y WILKINSON-RYAN, T., “Why do retail investors make costly mistakes? An experiment on Mutual Fund choice”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 162, 2014.

FLORES SEGURA, M., “La tipología de inversores en las operaciones de financiación participativa o crowdfunding”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 150, 2018.

FONTELA, E., y GUZMÁN, J., “Círculos viciosos y virtuosos del desarrollo económico”, *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 21-2, 2013.

FORTUÑO, M., *El anclaje y su importancia como sesgo psicológico para el inversor*, 15 de septiembre de 2016, disponible en <https://www.euribor.com.es/bolsa/el-anclaje-y-su-importancia-como-sesgo-psicologico-para-el-inversor/>.

FUENTES NAHARRO, M., “MIFID II: hacia un reforzamiento de la protección del inversor”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño. Reformas pendientes y andantes*, (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.

GALACHO ABOLAFIO, A. F., “«Crowdfunding y shadow banking»: plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 145, 2017.

GALEOTE MUÑOZ, M. P., “Equity crowdfunding: agentes y relaciones”, *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 41, 2016.

GÁLVEZ PASCUAL, J., “La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o swap”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 9, 2013.

GANCEDO-RODRÍGUEZ, F. N., “La información a inversores en la administración de valores negociables”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 9, 2011.

GARCÍA DE LA CRUZ, R., “La irrupción del *sandbox* regulatorio: propuestas para las *fintech* españolas”, *Cuadernos de información económica*, núm. 264, 2018.

GARCÍA ESTÉVEZ, P., “Entendiendo los futuros financieros”, *Partida doble*, núm. 201, 2008.

GARCÍA MEXÍA, P., “Del ciberderecho al criptoderecho. La criptorregulación”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

GARCÍA RODRÍGUEZ, A., “Initial Coin Offerings. El nuevo método de financiación nacido de la globalización y la revolución tecnológica”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2018.

GARCÍA VICENTE, J. R., “Comentario al artículo 60 TRLGDCU”, en *Comentario del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias* (BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., Coord.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2009.

GARCÍA-OCHOA MAYOR, D., y NARVÁEZ BARBA, I., “Economía colaborativa y financiación”, *Diario La Ley*, núm. 8807, 2016.

GARCÍA, D., y GARRIDO, J., *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas*, julio de 2019, disponible en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5343_La_mitad_de_la_Bolsa_española_ya_está_en_manos_de_los_no_residentes.

GATON, M., *Invertir en criptomonedas a través de CFDs*, 5 de abril de 2019, disponible en <https://www.criptolog.com/invertir-en-criptomonedas-a-traves-de-cfds/>.

GENTILE, M., LINCIANO, N., LUCARELLI, C., y SOCCORSO, P., “Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise”, *Quaderni di finanza*, núm. 82, 2015, disponible en <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf82.pdf/58dc22f8-504b-4bad-9679-610306359dfc>

GFSC, *Distributed Ledger Technology Regulatory Framework (DLT framework)*, 1 de enero de 2018, disponible en <https://www.fsc.gi/dlt>.

GIMÉNEZ ZURIAGA, I., “Reflexiones sobre el alcance de la mejor ejecución de órdenes bajo la directiva europea MiFID”, en *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos* (MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R., y ZAPATA CIRUGEDA, F. J., Dirs.), Fundación de Estudios Financieros, 2010.

GIMENO, M., “Aproximación a la naturaleza jurídica del crowdfunding”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 291, 2014.

GITLIN, G., *17% of Bitcoin owners trust the federal government. Can you trust Bitcoin?*, disponible en <https://www.surveymonkey.com/curiosity/17-of-bitcoin-owners-trust-the-federal-government-can-you-trust-bitcoin/>.

GÖB, W., “Disclosure of costs and charges under Article 24 MiFID II”, *Journal of Securities Operations & Custody*, núm. 1, vol. 10, 2017.

GOLDMAN, Z. K., MARUYAMA, E., ROSENBERG, E., SARAVALLE, E. y SOLOMON-STRAUSS, J., *Terrorist use of virtual currencies*, mayo de 2017, disponible en <https://www.lawandsecurity.org/wp-content/uploads/2017/05/CLSCNASReport-TerroristFinancing-Final.pdf>.

GOMÁ LANZÓN, I., *¿Se puede constituir una sociedad con bitcoins?*, 9 de junio de 2014, disponible en <https://hayderecho.com/2014/06/09/se-puede-constituir-una-sociedad-con-bitcoins/>.

GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, La Ley, Madrid, 1994.

GÓMEZ NIETO, B., “El consumidor ante la infoxicación en el discurso periodístico”, *Estudios sobre el Mensaje Periodístico*, núm. 1, vol. 22, 2016.

GÓMEZ POMAR, F., “The Empirical Missing Links in the Draft Common Frame of Reference”, *Revista para el Análisis del Derecho InDret*, núm. 1, 2009

GONZÁLEZ CABRERA, I. y FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., “Crowdfunding y la protección del inversor no acreditado”, *La Ley Mercantil*, núm. 49, 2018.

GONZÁLEZ GRANADO, J., *¿Es bitcoin el uber de los notarios?*, 2 de febrero de 2015, disponible en <https://tallerdederechos.com/es-bitcoin-el-uber-de-los-notarios/> y

— *¿Enviará blockchain de vacaciones a los notarios?*, 4 de abril de 2016, disponible en <https://notariabierta.es/enviara-blockchain-vacaciones-los-notarios/>.

— *Eficacia probatoria de la blockchain. Criptografía y artículo 1227 del Código Civil*, 25 de abril de 2016, disponible en <https://tallerdederechos.com/eficacia-probatoria-de-la-blockchain-criptografia-y-articulo-1227-del-codigo-civil/> y

GONZÁLEZ-MENESES, M., *Entender Blockchain. Una introducción a la Tecnología de Registro Distribuido*, Aranzadi, Navarra, 2017.

GONZÁLEZ, J. I., “La iliquidez de las carteras de los fondos de inversión”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 5, 2009.

GORJÓN, S., *Divisas o Monedas Virtual: El caso de Bitcoin*, Banco de España, Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago, enero de 2014.

GRACIA LABARTA, C., “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2014.

GRAY, J. y HAMILTON, J., *Implementing Financial Regulation. Theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd, Reino Unido, 2006.

GREYER, D. M., SCHWARTZ, A., y WILDE, L. L., “The irrelevance of information overload: an analysis of search and disclosure”, *Southern California Law Review*, vol. 59, 1986.

GRINBERG, E., *Impact of Sarbanes Oxley Act 2002 on Small Firms*, 16 de octubre de 2007, disponible en http://digitalcommons.pace.edu/honorscollege_theses/56.

GUIBERT ECHENIQUE, S., “La revolución *Fintech*, pagos móviles y desafíos para la banca”, *Diario La Ley*, núm. 8825, 2016.

GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, B., *Estudios fundamentales sobre el Derecho Civil español. Tratado de las Obligaciones*, tomo IV, Lex Nova, Valladolid, 1869.

HASTINGS, J. S., MADRIAN, B. C., y SKIMMYHORN, W. L., “Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper núm. 18412, 2012.

HAYEK, F. A., *La desnacionalización del dinero*, Filio, Barcelona, 1996.

HEINEMANN, F., y MATHIAS, J., *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Report to European Financial Services Round Table, 2002, disponible en https://www.researchgate.net/publication/237302779_The_Benefits_of_a_Working_European_Retail_Market_for_Financial_Services.

HERNÁNDEZ PAULSEN, G., *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Marcial Pons, Madrid, 2014.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., “El documento con los datos fundamentales como instrumento esencial de información para el inversor minorista en instituciones de inversión colectiva”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 10, 2012.

- “El plazo de reflexión en la contratación de préstamos hipotecarios: instrumentos para su garantía”, *InDret Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 4, 2017.
- “La transparencia como instrumento de protección de los inversores en PYMEs y start-ups a través de plataformas electrónicas de financiación participativa (crowdfunding de inversión)”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 16, 2015.
- Los límites de inversión como protección del inversor en equity crowdfunding”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016.

HIJAS CID, E., “*Bitcoins*: algunas cuestiones jurídicas”, *El Notario del Siglo XXI*, núm. 66, 2016.

HIRSCHMAN, A. O., *Rival Views of Market Society and Other Recent Essays*, Harvard University Press, Estados Unidos, 1992.

HOBZA, M., “Independent Investment Advice under MiFID II”, *Prague Law Working Papers Series*, vol. II, núm. 2, 2017.

HOFFMANN, A. O. I., “Customer intention to adopt a fee-based advisory model. An empirical study in retail banking”, *International Journal of Bank Marketing*, vol. 30, núm. 2, 2012.

HOWELLS, G., “The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information”, *Journal of Law and Society*, núm. 3, vol. 32, 2005.

<http://www.marcprensky.com/writing/Prensky - Digital Natives, Digital Immigrants - Part1.pdf>.

HUERTA DE SOTO, J., “La teoría austriaca del ciclo económico”, *Cuadernos de Economía*, núm. 22, 1980.

HUHMANN, B., y BHATTACHARYYA, N., “Does Mutual Fund Advertising Provide Necessary Investment Information?”, *International Journal of Bank Marketing*, núm. 4, vol. 23, 2005.

HÜSSER, A., y WIRTH, W., “Gravitation Toward Prior Performance in Mutual Fund Advertisings: Do Consumer Investors' Processing Abilities Account for Biased Information Processing?”, *The Journal of Consumer Affairs*, núm. 2, vol. 47, 2013.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., *Blockchain: primeras cuestiones en el ordenamiento español*, Dykinson, Madrid, 2018.

— *Derecho de Blockchain y de la tecnología de registros distribuidos*, Aranzadi, Madrid, 2018.

— “Cuestiones jurídicas en torno a la cadena de bloques («*blockchain*») y a los contratos inteligentes («*smart contracts*»)”, *ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 101, 2017.

INDERST, R., y OTTAVIANI, M., “Competition through Commissions and Kickbacks”, *American Economic Review*, *American Economic Review*, vol. 102, núm. 2, 2012.

— “Financial Advice”, *Journal of Economic Literature*, vol. 50, núm. 2, 2012.

INFANTE RUIZ, F. J., “Entre lo político y lo académico: un *Common Frame of Reference* de derecho privado europeo”, *Revista para el Análisis del Derecho InDret*, núm. 2, 2008.

INJODEY, J. I., y ALEX, D., “Risk Tolerance of Investors: Developing a Psychometric Tool”, *Research Journal of Finance and Accounting*, vol. 2, núm. 2, 2011.

IÑIGUEZ ORTEGA, P., “Los deberes de información de las entidades comercializadoras de servicios financieros «MiFID» II como medio de protección del inversor no profesional”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm.145, 2017.

ISELI, T., WAGNER, A. F., y WEBER, R. H., “Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 1, núm. 4., 2007.

JARNE MUÑOZ, P., “El espacio controlado de pruebas (*regulatory sandbox*) en el Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero”, *Actualidad Civil*, núm. 11, 2018.

JONES, B., “Dying for information?”, *Management Review*, núm. 7, vol. 86, 1997.

JORDAN, J., *Behavioral Finance Und Werbung Für Investmentfonds: Beeinflussung Der Risiko-Rendite-Wahrnehmung Privater Anleger*, Deutscher Universitätsverlag, Alemania, 2004.

JOVANOVIC, F. y LE GALL, P., “Does God Practice a Random Walk? The ‘Financial Physics’ of a Nineteenth-Century Forerunner, Jules Regnault”, *European Journal of the History of Economic Thought*, núm. 3, vol. 8, 2001.

JUNGE, R., EIDINGER, P., “Crowdfunding”, en *Crowdfunding – ein Finanzierungsmodell für Kulturprojekte?*, Norderstedt, Science Factory, 2013.

KAHNEMAN, D., “Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics”, *The American Economic Review*, vol. 93, núm. 5, 2003.

KENNEDY, J. F., *Discurso pronunciado ante el Congreso de los Estados Unidos*, 15 de marzo de 1962, disponible en <https://www.jfklibrary.org/asset-viewer/archives/JFKPOF/037/JFKPOF-037-028>.

KERSTING, F., y OBST, D., *Economía conductual*, 10 de abril de 2016, disponible en <https://www.exploring-economics.org/es/orientacion/behavioral-economics/>.

LAFONT DÉNIZ, R., “Hacia una identidad digital basada en blockchain dentro de la Administración Pública”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales* (VILARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018.

LARA GONZÁLEZ, R., y ECHAIDE IZQUIERDO J. M., *Consumo y Derecho. Elementos jurídico-privados de Derecho del Consumo*, Esic, Madrid, 2006.

LARGO GIL, R., “El folleto como instrumento de transparencia en las ofertas públicas y en la admisión a cotización de valores en un mercado regulado”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 150, 2018.

LAROSIÈRE, J., *Report: The high-level group on financial supervision in the EU*, 25 de febrero de 2009, disponible en

https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_es.pdf?flc7edf9533e93b9b6201b53a588bc6c.

LASARTE, C., “Derecho de obligaciones”, Marcial Pons, Madrid, 2019.

— *Curso de Derecho Civil Patrimonial*, Tecnos, Madrid, 2015.

LEE, R., y MASON, A., “El costo de envejecer”, *Finanzas y Desarrollo*, 2017.

LEGERÉN-MOLINA, A., “Retos jurídicos que plantea la tecnología de la cadena de bloques. aspectos legales de *blockchain*”, *Revista de Derecho Civil*, núm. 1, vol. 6, 2019.

LIN, T. C. W., “Reasonable Investor(s)”, *Boston University Law Review*, vol. 95, 2015.

LINCIANO, N., y SOCCORSO, P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, *CONSOB Discussion Paper*, núm. 4, 2013.

LIPTON, M., y MAZUR, R. B., “The chinese wall solution to the conflict problems of securities firm”, *New York University Law Review*, núm. 3, vol. 50, 1975.

LLOPIS BENLLOCH, J. C., *Bitcoin como medio de pago en la compra de bienes*, 19 de diciembre de 2017, disponible en <http://www.notariallopis.es/blog/i/1425/73/bitcoin-como-medio-de-pago-en-la-compra-de-bienes>.

LLOPIS VAÑÓ, F., “Nuevos modelos de negocio en blockchain”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILLARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018.

LÓPEZ ALONSO, L., y GUILLEN MONGE, P., “Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión”, *Actualidad Civil*, núm. 4, 2017.

LÓPEZ MORALES, T., *Qué es un minero de bitcoin... y por qué llegas tarde al negocio*, 2017, disponible en https://retina.elpais.com/retina/2017/07/28/tendencias/1501236974_154734.html.

LÓPEZ ORTEGA, R., “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 144, 2016.

LÓPEZ ZAFRA, J. M., *Retorno al patrón oro*, Deusto, Barcelona, 2014.

LUSARDI, A., y MITCHELL, O. S., “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper núm. 18952, 2013.

LYONS, T., COURCELAS, L., TIMSIT, K., *Scalability, interoperability and sustainability blockchains*, 2019, disponible en

M. M., *Alrededor de 1 billón de dólares perdidos por ICO falsas*, 20 de mayo de 2018, disponible en <https://guiabitcoin.com/news/alrededor-1-billon-dolares-perdidos-icos-falsas>.

MADRID PARRA, A., “Dinero electrónico revisitado”, en *Derecho Mercantil y Tecnología* (MADRID, A. Dir.), Aranzadi, Navarra, 2018.

MAGAS, J., *Las cinco áreas mineras de cripto más grandes: ¿Qué granjas están impulsando la nueva fiebre del oro?*, 2017, disponible en <https://es.cointelegraph.com/news/top-five-biggest-crypto-mining-areas-which-farms-are-pushing-forward-the-new-gold-rush>.

MAJAMALU, *La liquidez y el precio del bitcoin*, 3 de diciembre de 2012, disponible en <https://elbitcoin.org/la-liquidez-y-el-precio-del-bitcoin/>.

MAK, V., “The Myth of the ‘Empowered Consumer’. Lessons from Financial Literacy Studies”, *Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series*, núm. 3, 2013, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2077539.

MALMENDIER, U., y NAGEL, S., “Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk-taking?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, 2011.

MARÍN LÓPEZ, M. J., “La condición de consumidor en los contratos con doble finalidad (personal y empresarial). la STS de 5 de abril de 2017”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 22, 2017.

MARINELLI, N., y MAZZOLI, C., “The role of risk in the investment decision process: traditional vs. behavioral finance”, en *Risk tolerance in financial decision making*, Palgrave MacMillan, Nueva York, 2011.

— *An insight into the suitability practice: the standard questionnaire dilemma*, 10 de enero de 2011, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1853230.

MARK, D., ZAMFIR, V., SIRER, E. G., *A Call for a Temporary Moratorium on The DAO*, 26 de mayo de 2016, disponible en <https://docs.google.com/document/d/10kTyCmGPhvZy94F7VWyS-dQ4lsBacR2dUgGtV98C40/mobilebasic?pli=1#ftnt3>.

MARQUÉS SEVILLANO, J. M., y SANCHIS ARELLANO, A., “Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera”, *Estabilidad Financiera*, núm. 17, 2009, disponible

en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/Noviembre/ief0417.pdf>.

MARTÍN GARCÍA, M^a. L., *La publicidad. Su incidencia en la contratación*, Dykinson, Madrid, 2002.

MARTÍN-ACEÑA, P., MARTÍNEZ-RUIZ, E., y PONS, M. A., “Siglo XXI: recesión y crisis financiera”, en *Las crisis financiera en la España contemporánea*, Ed. Crítica, Barcelona, 2013.

MAYER-SCHÖNBERGER, V., y CUKIER, C., *Big data. La revolución de los datos masivos*, Turner Publicaciones, Madrid.

MAYORGA TOLEDANO, M. C., “Información, diligencia y responsabilidad contractual: clientes minoristas versus participaciones preferentes”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 2, 2013.

— “La protección del inversor minorista en el Reglamento UE 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 16, 2015.

MAZA, L.Á., y SANCHIS, A.: “La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas”, *Boletín Económico del Banco de España*, 2003, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/03/Fic/be0312-art3.pdf>

MCAFEE, A., y BRYNJOLFSSON, E., “*Big data: The Management Revolution*”, *Harvard Business Review*, octubre 2012.

MEDINA DE LEMUS, “El derecho de bienes y objeto del Derecho”, en *Derecho Civil de Bienes, Derechos Reales e Inmobiliario Registral*, tomo I, Dykinson, Madrid, 2003.

MENÉNDEZ-BARZANALLANA ASENSIO, R., La cuarta dimensión de la ley de Moore, 13 de marzo de 2011, disponible en <https://www.um.es/docencia/barzana/DIVULGACION/ELECTRONICA/Ley-Moore-cuarta-dimension.html>.

MENGER, C., “El origen del dinero”, *The Economic Journal*, 1892.

MERCADAL VIDAL, F., “Los deberes precontractuales de información en la contratación de servicios de inversión. (Reflexiones en torno a las sentencias del Pleno de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 8 y 10 de septiembre de 2014)”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 295, 2015.

MERCADAL VIDAL, F., y HERNÁNDEZ PAULSEN, G., “La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros: comentario de la Sentencia del Tribunal de Justicia de La Unión Europea (Sala cuarta) de 30 de mayo de 2013”, *Diario La Ley*, núm. 8138, 2013.

MERCHÁN MURILLO, A., “Identidad electrónica: necesidad de un entorno transfronterizo de confianza”, en *Derecho mercantil y tecnología* (MADRID PARRA, A., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018.

MESTRES, J., “El envejecimiento de la población y su impacto macroeconómico”, *Informe Mensual*, núm. 428, 2018, disponible en https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/monthly_reports/_im_cast_nove mbre.pdf.

MFSA, *The Virtual Financial Assets Act*, 1 de noviembre de 2018, disponible en <http://www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lom&itemid=12872 &l=1>.

MIGUEZ, S., SARRIA, J. H., FAUSTINO, Á., FERRER, J., *Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II*, 2016, disponible en <https://www.ieb.es/ww2017/wp-content/uploads/2017/05/InformMIFID.pdf>.

MOLINERA ORTIZ, L., *Los nuevos servicios complementarios a los pagos por Internet. La excesiva cautela de algunos consumidores hacia este tipo de servicios ¿razonable o infundada?*, 9 de febrero de 2016, disponible en <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10853-los-nuevos-servicios-complementarios-a-los-pagos-por-Internet-la-excesiva-cautela-de-algunos-consumidores-hacia-este-tipo-de-servicios-iquest;razonable-o-infundada/>

MOLONEY, N., “Building a Retail Investment Culture through Law: The 2004 Markets in Financial Instruments Directive”, *European Business Organization Law Review*, núm. 6, 2005.

— *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Reino Unido, 2010.

MONTORO RUEDA, R. M., “Sobre la idea de cosa en el derecho: su significación y caracteres como objeto de los derechos y deberes del hombre”, *Anuario de Derechos Humanos. Nueva Época*, vol. 11, 2010.

MORALES BARROSO, J., “¿Qué es blockchain?”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

MORALES MORENO, A. M., *El error en los contratos*, Ceura, Madrid, 1988.

MORENO SERRANO, E., “Hacia una crowdfunding de doble vía”, en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (ALONSO LEDESMA, C., Dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.

— “Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del *crowdfunding*”, en *Las plataformas de financiación participativa -crowdfunding-* (MARTÍNEZ ECHEVARRÍA, A., y PAÑEDA USUNÁRIZ, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018.

MORENO-LUQUE CASARIEGO, C., “Protección previa a la contratación de bienes y servicios”, en *Derecho de los consumidores y usuarios* (DE LEÓN ARCE, A. y GARCÍA GARCÍA, L. M., Coord.), tomo I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2007.

MORET MILLÁS, V., “Un nuevo escenario jurídico para la ciberseguridad en España: el Real Decreto-Ley 12/2018, de Seguridad de las redes y sistemas de información”, *Diario La Ley*, núm. 9270, 2018.

MUÑIZ ESPADA, E., “Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 739, 2013.

MUÑOZ PÉREZ, A. F., “«Criptomonedas», el «dinero mágico». Aspectos jurídicos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017.

MUÑOZ VELA, J. M., “La UE regula la gestión de riesgos por los proveedores de servicios digitales”, *Diario La Ley*, núm. 15, 2018.

NÁJERA PASCUAL, A., “*Fintech*: ¿es regular la mejor solución?”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 932, 2017.

NAKAMOTO, S., *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008, disponible en <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

NATIONAL PARK SERVICE, *Joseph Pulitzer*, 26 de febrero de 2015, en <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>;

NAVAS NAVARRO, S., “Mercado de capitales y tecnología”, en *Mercado Digital. Principios y reglas jurídicas* (NAVAS NAVARRO, S. y CAMACHO CLAVIJO, S., Dir.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2016.

— “Un mercado financiero floreciente: el del dinero virtual no regulado”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 13, 2015.

NICK CHATER, N., HUCK, S., y INDERST, R., *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective – Final Report*, noviembre

de 2010, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail_investment_services_2010_en.pdf.

NIEMEYER, J., “An economic analysis of securities market regulation and supervision: Where to go after the Lamfalussy report?”, *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, núm. 482, 2001, disponible en <https://www.researchgate.net/publication/5095454> Where to Go after the Lamfalussy Report - An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision.

NIETO GIMÉNEZ-MONTESINOS, M. A., HERNÁNDEZ MOLERA, J., “Monedas virtuales y locales: las paramonedas, ¿nuevas formas de dinero?”, *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 35, 2018.

NOGUEIRA BLANCO, J., “Reglamento General de Protección de Datos (RGPD) y *BIG DATA*”, *Actualidad Civil*, núm. 5, 2018.

NOSIĆ, A. y WEBER, M., “How risky do I invest: The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence”, *Decision Analysis*, vol. 7, 2010.

O’CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Código Civil comentado y con jurisprudencia*, La Ley, Madrid, 2001.

OECHSSLERA, J., ROIDERA, A., y SCHMITZB, P. W., “Cognitive abilities and behavioral biases”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 72, núm. 1, 2009.

ORGAZ, C. J., *3 diferencias entre el bitcoin y libra, la moneda digital de Facebook (y por qué hay países que se sienten amenazados)*, 16 de julio de 2019, disponible en <https://www.bbc.com/mundo/noticias-49010886>.

ORIVE, A., “De la racionalidad neoclásica a la racionalidad situada”, *Estudios Políticos*, núm. 9, 2006.

PAGADOR LÓPEZ, J., “Impugnación por vicios del consentimiento y condiciones generales de la contratación”, *Diario La Ley*, tomo 2, 1999.

PALÁ LAGUNA, R. y CUERVO-ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2014.

— “La supervisión administrativa de la CNMV en relación con las plataformas de financiación participativa”, *Anuario de Capital Riesgo*, 2016.

PALOMO, R. C., *Libra: la moneda virtual de facebook que popularizará la tecnología blockchain*, 16 de julio de 2019, disponible en <https://www.eleconomista.es/opinion-blogs/noticias/9997744/07/19/Libra-la-moneda-virtual-de-facebook-que-popularizara-la-tecnologia-blockchain.html>.

PAÑEDA USUNÁRIZ, F., “La protección del inversor en la Ley 5/2015 reguladora del crowdfunding”, *Revista Consumo y Empresa*, núm. 6, 2017.

— “A vueltas con la regulación y el control administrativo”, en *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación* (LÁZARO SÁNCHEZ, E. J., y DE LA VEGA GARCÍA, F., Dirs.), Aranzadi-Thomson Reuters, Navarra, 2018.

PAREDES PÉREZ, J. I., “La noción de consumidor a efectos de la aplicación de los foros de protección del Reglamento de Bruselas I bis a litigios relativos a instrumentos financieros y de inversión”, *La Ley Unión Europea*, núm. 75, 2019.

PASCUA MATEO, F., “Criptomonedas”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P. Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

PASTOR SEMPERE, M. C., “Blockchain, un nuevo patrón tecnológico”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales* (VILLARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, M. C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018.

— “Criptodivisas: ¿una disrupción jurídica en la eurozona?”, *Revista de Estudios Europeos*, núm. 70, 2017.

— “Criptomonedas y otras clases de Tokens: aspectos mercantiles”, en *Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILLARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018.

— “Dinero electrónico y criptodivisas: concepto, marco legal, y nuevas funcionalidades”, en *Derecho mercantil y tecnología*, (MADRID PARRA, A., Dir.), Thomson Reuters, Madrid, 2018.

— “La protección del inversor en tokens vendidos a través de ofertas iniciales de monedas (ICO, también llamadas ventas de tokens)”, en *Vías extrajudiciales de protección del inversor e instrumentos en la financiación de empresas*, (BELANDO GARÍN, B., y BOLDÓ RODA, C., Dirs.), Aranzadi, Navarra, 2018.

PERETE RAMÍREZ, C., “Blockchain, privacidad y protección de datos de carácter personal”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

PÉREZ BES, F., “Identidad y blockchain”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

PÉREZ CAMBERO, R., “Cómo adecuarse a las exigencias del Reglamento General de Protección de Datos”, *Actualidad Administrativa*, núm. 11, 2017.

PÉREZ GUERRA, C., “El deber de información en la contratación de productos estructurados”; *La Ley Mercantil*, núm. 40, 2017.

PÉREZ, I., *Estafas comunes con Bitcoin y criptomonedas*, disponible en <https://www.criptonoticias.com/criptopedia/estafas-comunes-bitcoin-criptomonedas/>.

PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., “Obligación de información y evaluación en la adquisición de productos de inversión según la normativa pre MIFID: suficiencia de la información verbal y no necesidad de evaluación formal si la entidad ya conocía el perfil del inversor”, *Revista Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 110, 2019.

PICARD, N., y DE PALMA, A., *Evaluation of MiFID questionnaires in France. Study for the Autorité des Marchés Financiers*, 27 de noviembre de 2010, disponible en https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F09db90a-b5b1-4c8d-85ac-de898f1bdb1f.

PICHLER, F. y TEZZA, I.; “Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review”, en *Crowdfunding for SMEs. A European perspective*, Verona, Palgrave MacMillan, 2016.

PINO ABAD, M., “El deber de información de las entidades financieras y la protección jurídica del usuario inversor de swap”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 151, 2018.

POBORTSCHA, A., “Mejor ejecución de órdenes en el mercado de valores”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 114, 2009.

POLLOCK, D., *Falsas ICO, estafas comunes de criptos y cómo evitarlas*, 3 de noviembre de 2017, disponible en <https://es.cointelegraph.com/news/fake-icos-common-crypto-scams-and-how-to-avoid-them>.

POLO, E., *La protección del consumidor en el Derecho privado*, Civitas, Madrid, 1980.

PONCE DE LEÓN, P. J., “Blockchain, un nuevo patrón tecnológico”, en *AAVV Blockchain: aspectos tecnológicos, empresariales y legales*, (VILARROIG MOYA, R., y PASTOR SEMPERE, C., Dir.), Aranzadi, Madrid, 2018.

PREDA, A., “The Investor as a Cultural Figure of Global Capitalism”, en *The sociology of financial markets* (CETINA, K. K., y PREDA, A., Ed.), Oxford, Reino Unido, 2005.

PRENAFETA RODRÍGUEZ, J., *¿Debe cumplir la emisión de criptomonedas y tokens la normativa de mercado de valores?*, 21 de mayo de 2018, disponible en

<https://www.abogacia.es/2018/05/21/debe-cumplir-la-emision-de-criptomonedas-y-tokens-la-normativa-de-mercado-de-valores/>.

PRENSKY, M., “Digital Natives, Digital Immigrants”, *On the Horizon*, vol. 9, núm. 5, 2001, disponible en *Programme of the Danish Presidency of the Council of the European Union 2012*, disponible en https://wbc-rti.info/object/document/7192/attach/1Europeatwork_DanishPresidency_2012.pdf.

PROUDHON, P.-J., *Manuel du spéculateur à la Bourse*, Garnier-frères, Paris, 1854.

PRZYBYLSKI, A. K.; MURAYAMA, K.; DeHAAN, C. R.; GLADWELL, V., “Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out”, *Computers in Human Behavior*, vol. 29, núm. 4, 2013.

PUENTE GONZÁLEZ, I. A., “Criptomonedas: naturaleza jurídica y riesgos en la regulación de su comercialización”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 22, 2018.

PULIDO BEGINES, J. L., “El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, 2013.

PUYOL MONTERO, J., *Aproximación jurídica y económica al Big data*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2015.

RABADÁN FORNIÉS, M.: “La inversión en fondos como destino del ahorro de las familias españolas. Perspectivas”, en *Ahorro Familiar en España* (GARCÍA COTO, D. J., Dir.), Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación, núm. 39, disponible en <https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/174-39-ahorro-familiar-en-espana.html>.

RAGUSA, A. T., “Technologically-mediated communication: student expectations and experiences in a FOMO society”, *International Journal of Educational Technology in Higher Education*, 14:39, 2017.

RECALDE CASTELL, A., “Acotación del Derecho de los mercados de «valores» e «instrumentos financieros» en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, 2010.

— “Los valores negociables”, en *Derecho del Mercado Financiero* (ALONSO UREBA, A., MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ, J., Dirs.), tomo I, vol. 2, Civitas, Madrid, 1994.

RÍOS LÓPEZ, Y., “La tutela del consumidor en la contratación inteligente. Los smart contracts y la blockchain como paradigma de la Cuarta Revolución industrial”, *Revista Consumo y Empresa*, núm. 9, 2019.

ROCHA, J., *The Millennial's disruption index*, 21 de agosto de 2015, disponible en <http://newfrontier.eu/blog/the-millennial-s-disruption-index>;

RODRÍGUEZ CABRERO, G., “Economía política de la sociedad de consumo y el Estado de Bienestar”, *Política y Sociedad*, vol. 39, núm. 1, 2002.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos”, *Pensar en Derecho*, núm. 3, 2013.

— “Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 15, 2014.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “Estudio jurídico de la ética profesional en el mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm.129, 2013.

— “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor en su relación con las entidades prestadoras de servicios de inversión”, en *La protección de los consumidores en tiempos de cambio. Ponencias y comunicaciones del XIII Congreso de la Asociación Sainz de Andino*, (MIRANDA SERRANO, L. M., Dir.), Iustel, Madrid, 2015.

— *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, Universidad de Granada, Granada, 2011.

ROMERO GARCÍA-MORA, G., “La condición de consumidor en los casos de actividad inversora. La discordancia entre la reciente doctrina del TJUE (STJUE 3 octubre 2019, Petruchová, as. C-208/18) y la jurisprudencia del TS”, *Diario La Ley*, núm. 9528, 2019.

ROSALES, F., *Notarizar con blockchain*, 26 de abril de 2016, disponible en <https://www.notariofranciscorosales.com/notarizar-con-blockchain/>.

ROSZKOWSKI, M. J., DAVEY, G., y GRABLE, J. E., “Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance”, *Journal of Financial Planning*, vol. 18, núm. 4, 2005.

ROUSSEAU, P. y SYLLA, R., “Financial Systems, Economic Growth, and Globalization”, *National Bureau of Economic Reserach*, núm. 8323, 2001.

RUIZ-GALLARDÓN GARCÍA DE LA RASILLA, M., “Fe pública y «tokenización» de activos en *blockchain*”, en *Criptoderecho. La regulación de Blockchain* (GARCÍA MEXÍA, P., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2018.

SAHM, C. R., “Stability of Risk Preferences”, *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 66, 2007.

SAMANIEGO, J. F., *ICO o la nueva financiación basada en las criptomonedas*, 30 de abril de 2018, disponible en <https://hablemosdeempresas.com/empresa/que-es-una-ico/>.

SAMSON, A., *The Behavioral Economics Guide*, 2014 a 2018, disponibles en <https://www.behavioraleconomics.com/the-be-guide/the-behavioral-economics-guide-2014/>.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La articulación conceptual del Derecho del Mercado de Valores. Mitos y Teorías”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008.

— “La protección del inversor en el mercado de capitales”, en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008.

— “Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 62, 1992, y *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores* (SAENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLOREZ, A., Ed.), Thomson-Civitas, Navarra, 2008.

— “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, en *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Aranzadi, Navarra, 2008.

— “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 24, 2005.

SÁNCHEZ ARANDA, A., “De la autonomía de la voluntad al imperativo estatal en la protección de consumidores en España. Un estudio histórico-jurídico”, en *Derecho y consumo. Aspectos penales, civiles y administrativos* (MORILLAS CUEVA, L., Dir., y SUÁREZ LÓPEZ, J. M., Coord.), Dykinson, Madrid, 2013.

SÁNCHEZ MONJO, M., “*Fintech*: panorama actual y tendencias regulatorias”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 19, 2016.

SÁNCHEZ, J. M., “Facebook, Twitter, Instagram y WhastApp: a la caza del usuario”, *ABC*, 19 febrero 2018, disponible en https://www.abc.es/tecnologia/moviles/aplicaciones/abci-facebook-twitter-instagram-y-whastapp-cuantos-seguidores-tienen-201802150936_noticia.html.

— *Libra, la moneda de Facebook: luces y sombras de una tecnología aún desconocida*, 1 de julio de 2019, disponible en https://www.abc.es/tecnologia/redes/abci-libra-moneda-facebook-luces-y-sombras-tecnologia-desconocida-201906220205_noticia.html.

SANDELL, R., “El envejecimiento de la población: una oportunidad para la reforma de las políticas públicas (DT)”, *Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos*, working paper núm. 20, 2003, disponible en http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/DT20-2003;

SANDOVAL, J., *DAO sufre advertido ataque que sustrae 60 millones de dólares y amenaza su continuidad*, 2017, disponible en <https://www.criptonoticias.com/seguridad/dao-sufre-advertido-ataque-sustrae-60-millones-dolares-amenaza-continuidad/>.

SARTORI, F., y PARRINELLO, F., “Minimalist design principles for prospectus, key information document and PRIIPS’ regulation”, *Law and Economics Yearly Review*, vol. 5, parte 2, 2016.

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*, núm. 12, 2013.

— “La regulación de los conflictos de intereses en la MiFID”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 3, 2008

SCHAARSCHMIDT, T., “FOMO o el miedo a perderse algo”, *Mente y Cerebro*, núm. 93, 2018.

SCHAEKEN WILLEMAERS, G., “Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPS Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2”, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2014, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2494842

SERRA RODRÍGUEZ, A., “La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado”, en *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor* (BELANDO GARÍN, B., Dir., ANDRÉS SEGOVIA, B., Coord.), Aranzadi, Navarra, 2017.

SERRANO GARCÍA, J. B., *El inversor tranquilo*, Ed. Díaz de Santos, Madrid, 2013.

EYHUN, H. N., “Insider trading and the effectiveness of chinese walls in securities firms”, *Journal of Law, Economics & Policy*, núm. 2, vol. 4 2008.

SHUM, P., y FAIG, M., “What explains household stock holdings”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, núm. 9, 2006.

SIMÓN DOMÍNGUEZ-BLANCO, G., *Manual de inversión en CFD's*, Inversor Ediciones S.L, Madrid, 2012.

SMITH, L., *How the Chinese Wall Works on Wall Street*, 7 de febrero de 2019, disponible en <https://www.investopedia.com/articles/analyst/090501.asp>.

SORRENTINO, F., *Millennials & Fintech Are Top Of Mind For Traditional Banks*, 20 de noviembre de 2015, disponible en <https://www.forbes.com/sites/franksorrentino/2015/11/20/heard-at-the-2015-aba-national-convention/>.

STOLPER, O. A., y WALTER, A., “Financial literacy, financial advice, and financial behavior”, *Journal of Business Economics*, vol. 87, núm. 5, 2017.

SUNSTEIN, C. R., y THALER, R. H., “Libertarian Paternalism is not an Oxymoron”, *University of Chicago Law Review*, núm. 4, vol. 70, 2003.

SYLLA, R. A., “Emerging Markets in History: The United States, Japan, and Argentina”, en *Global Competition and Integration* (SATO, R. Ed.), Kluwer, Boston, 1999.

TAMMET, D., *La conquista del cerebro*, Blackie Books, Barcelona, 2009.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Las normas de protección de la clientela en el mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 63, 1996.

— *Competencia o colaboración entre bancos y fintech*, 13 de junio de 2018, disponible en <http://ajtapia.com/2018/06/competencia-o-colaboracion-entre-bancos-y-fintech/>

— *Derecho del mercado de valores*, Cálamo, Barcelona, 2003.

TAPSCOTT, D., y TAPSCOTT, A., “La revolución *blockchain*”, Ediciones Deusto, Barcelona, 2017.

IANSTITI, M., LAKHANI, K. R., "The Truth About *Blockchain*", *Harvard Business Review*, enero-febrero, 2017.

HALER, R. H., “Toward a positive theory of consumer choice”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, núm. 1, 1980.

THALER, R. H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W. W. Norton & Company, New York, 2015.

The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer, 23 de abril de 2015, en <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675>;

TORRAS COLL, J. M., “Posibilidades de dispensa jurisdiccional —tutela penal—. Comercialización de las participaciones preferentes”, *Diario La Ley*, núm. 8132, 2013.

URBANO, C., “Algunas reflexiones a propósito de la «infoxicación»”, *Anuario ThinkEPI*, vol. 4, 2010.

VALLADARES MARTÍNEZ, M., y TRIMBOLI TATOLI, S., “Mejora de la protección del inversor y cambio de modelo de negocio”, *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, núm. 8, 2018.

VALPUESTA GASTAMINZA, E., “El cambio de paradigma en la protección del «cliente de productos financieros» [Reglamento (UE) PRIIPS y OM 2316/2015_]: sujeto protegido y técnica de protección”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 154, 2009.

- “Incumplimiento de la normativa comunitaria MiFID en cuanto a los deberes de información y evaluación del cliente: consecuencias en el ámbito contractual según la jurisprudencia española”, *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 8, núm. 1, 2016.
- “La propuesta de normativa común de compraventa europea (CESL), un paso más hacia la unificación del Derecho de contratos en la Unión Europea, lastrado por la protección al consumidor”, *Cuadernos de Derecho Transnacional*, núm. 1, vol. 5, 2013.

VARGAS VARGAS, M., *La sociedad anónima en el Derecho angloamericano*, Santiago de Chile, Editorial Jurídica de Chile, 1964.

VELLUZZI, V., “«Interpretación sistemática»: ¿un concepto realmente útil? Consideraciones acerca del sistema jurídico como factor de interpretación”, *Cuadernos de filosofía del derecho*, núm. 21, 1998.

VERCHER MOLL, J., “La perspectiva del inversor-consumidor del mercado de valores, en particular, el servicio de reclamaciones y el defensor del cliente”, en *La supervisión del mercado de valores: la perspectiva del inversor-consumidor* (BELANDO GARÍN, B., Dir., y ANDRÉS SEGOVIA, B., Coord.), Aranzadi, 2017.

VIÑUELAS SANZ, M., “Los préstamos participativos”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 305, 2017.

VIRGIN, *How Marillion pioneered crowdfunding in music*, disponible en <https://www.virgin.com/music/how-marillion-pioneered-crowdfunding-music>.

VISSING-JORGENSEN, A., “Perspectives on behavioral finance: does «irrationality» disappear with wealth? Evidence from expectations and actions”, *NBER Macroeconomics Annual*, núm. 18, 2003.

WAGNER, W. H., y MARK, E., “If Best Execution Is a Process, What Does That Process Look Like?”, *Institutional Investor*, vol. 41, 2007.

WEBER, E. U., BLAIS, A. R., y BETZ, N. E., “A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors”, *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 15, 2000.

WEBER, M., WEBER, E. U., y NOSIĆ, A., “Who takes risks when and why: Determinants of changes in investor risk taking”, *Review of Finance*, vol. 17, 2012.

WEST, J. K., *Disruptive Innovation*, 3 de julio de 2015, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2625531>.

WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1986

WYCKOFF, R. D., “It’s not the Kind of a Chart But Your Ability to Interpret That Counts”, *Stock Market Technique*, núm. 2, vol. 3, 1934.

YOUNG, T. E., “Crowdfunding the Statue of Liberty”, en *The everything guide to crowdfunding*, Massachusetts, Adams Media, 2013.

ZUNZUNEGUI F., “Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2015, disponible en http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf

— “Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 141, 2016.

— “Hacia un estatuto del inversor”, *Anuario euro-peruano de derecho del comercio*, núm. 2-3, 2005-2006.

RECURSOS ELECTRÓNICOS

ABE, AESPJ y AEVM, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers’ Product Oversight & Governance Processes* (JC-2013-77), 2013, disponible en https://eiopa.europa.eu/Publications/Administrative/JC-2013-77_POG_-_Joint_Position_.pdf.

AEB, *EBA Opinion on ‘virtual currencies’* (EBA/Op/2014/08), 4 de julio de 2014, disponible en <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

AEFI, *Decálogo para la implantación de un Sandbox en España*, marzo de 2018, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/03/Decalogo_Sandbox.pdf,

- *Estadísticas del sector insurtech*, noviembre 2018, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/12/Infografia_Estadisticas_Insurtech_AEFI_2018.pdf.
- *Libro Blanco de la Regulación Fintech en España*, disponible en https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/06/AEFI_LibroBlanco_02_10_2017.pdf.

AEVM, *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID* (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018.

- *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options* (ESMA35-43-1000), 27 de marzo de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1000_additional_information_on_the_agreed_product_intervention_measures_relating_to_contracts_for_differences_and_binary_options.pdf.
- *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias* [ESMA/2015/1886 ES (rev)], 22 de marzo de 2016, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_es.pdf.
- *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID* (ESMA/2012/387), 25 de junio de 2012, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/directrices-relativas-determinados-aspectos-de-los-requisitos-de-idoneidad-de-la-mifid>.
- *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II* (ESMA35-43-1163 ES), 6 de noviembre de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_es.pdf.
- *Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados* (ESMA/2015/1787), 4 de febrero de 2016, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_es.pdf.
- *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID* (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018.
- *Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II* (ESMA35-43-620 ES), 5 de febrero de 2018.
- *Draft guidelines on complex debt instruments and structured deposits* (ESMA/2015/610), 24 de marzo de 2015, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-610_cp_mifid_guidelines_complex_products.pdf
- *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* (ESMA/2014/1569), 14 de diciembre de 2014, disponible en

- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.
- *ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICO)* (ESMA50-157-829), 13 de noviembre de 2017, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/esma-alerts-investors-high-risks-initial-coin-offerings-icos>.
 - *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, (ESMA50-157-1391), 9 de enero de 2019, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.
 - *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* (ESMA35-43-349), 4 de diciembre de 2019, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>.
 - *Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* (ESMA/2014/332), 27 de marzo de 2014, disponible en <https://www.esma.europa.eu/document/structured-retail-products-good-practices-product-governance-arrangements>
 - *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, (ESMA50-1121423017-285), 7 de febrero de 2017, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf.
 - *MiFID Supervisory Briefing: Appropriateness and execution-only* (ESMA/2012/851), 19 de diciembre de 2012, disponible en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-851.pdf>.
 - *Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 3 de noviembre de 2009, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf.
 - *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, (ESMA22-106-1338), 19 de octubre de 2018, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_msg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf

AEVM, ABE, AESPJ, ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/Other%20Documents/Virtual%20Currencies%20Warning.pdf>.

AMF, *Summary of spot inspections on mifid i/mifid ii clients' knowledge and experience*, 18 de octubre de 2018, disponible en https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Controles-SPOT/synthese-spot-octobre-2018,

ASOCIACIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y FONDOS DE PENSIONES, *Ahorro Financiero de las Familias Españolas*, 2014, disponible en www.inverco.es/archivosdb/1412-ahorro-financiero-de-las-familias-espanolas.pdf;

BANCO DE ESPAÑA, *¡Ahora SEPA!*, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Folletos/Fic/FolletoSEPA_Febrero2011.pdf.

— *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre de 2002, disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/02/Fic/IEFmnov02.pdf>.

— *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. *InfoDev*, 1 de enero de 2013, disponible en <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfundings-potential-for-the-developing-world>.

BBVA, *Finanzas conductuales: exceso de confianza*, 20 de febrero de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-779462/finanzas-exceso-confianza>;

— *Finanzas conductuales: ilusión de control*, 14 de mayo de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-787104/ilusion-control>;

— *Finanzas conductuales: sesgo de anclaje*, 5 de marzo de 2019, disponible en <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/actualidad/noticias/tcm:864-780481/finanzas-sesgos-anclaje>;

— BBVA, *Los 'millennials' transforman el 'fintech'*, 12 de julio de 2019, disponible en <https://www.bbva.com/es/los-millennials-transforman-el-fintech/>;

BCE, *Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, septiembre de 2017.

— *Impact of digital innovation on the processing of electronic payments and contracting: an overview of legal risks*, núm. 16, octubre 2017.

— *Virtual currency schemes – a further analysis*, febrero 2015, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>.

— *Virtual currency schemes*, octubre 2012, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

BEI, *Blockchain, Fintechs and their relevance for international financial institutions*, 24 de enero de 2019, disponible en <https://www.eib.org/en/publications/economics-working-paper-2019-01>.

BM, *Personas que usan Internet (% de la población)*, disponible en <https://datos.bancomundial.org/indicador/it.net.user.zs?end=2017&start=1960&view=c hart>.

BME, *Comentarios a la Propuesta de la Comisión de un Reglamento sobre los servicios europeos de crowdfunding*, 11 de mayo de 2018, disponible en http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113/feedback/F11565_es.

— *Reglamento MEFF*, 3 de enero de 2018, disponible en http://www.meff.es/docs/esp/normativa/circulares/2017/20171221_REGLAMENTO.pdf.

CBOE, *New CFE Products Being Added in March 2019*, disponible en http://markets.cboe.com/resources/product_update/2019/New-CFE-Products-Being-Added-in-March-2019-Update.pdf.

CERV, *A European regime of investor protection the harmonization of conduct of business rules* (CESR/01-014d), abril de 2002, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/01_014d.pdf.

— *Best Execution under MiFID. Questions & Answers* (CESR/07-320), mayo de 2007, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf.

— *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments* (CESR/05-290b), abril de 2005, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_290b.pdf.

— *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 14 de mayo de 2009, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf,

CESE, *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea* [COM(2014) 172 final], 16 de diciembre de 2014, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52014AE4004>.

CME, *CME Group Announces Launch of Bitcoin Futures*, 31 de octubre de 2017, disponible en https://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2017/10/31/cme_group_announceslaunchofbitcoinfutures.html.

CNMC, *¿Qué es Fintech? Las claves de la nueva tendencia del mercado financiero*, 13 de noviembre de 2018, disponible en <https://blog.cnmc.es/2018/11/13/que-es-fintech-las-claves-de-la-nueva-tendencia-del-mercado-financiero/>.

— *Estudio sobre el impacto en la competencia de las nuevas tecnologías en el sector financiero (fintech)* [E/CNMC/001/18], 13 de septiembre de 2018.

CNMV y BdE, *Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO)*, 8 de febrero de 2018, disponible en https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/18/presbe2018_07.pdf.

CNMV, *Comunicado difundido por la Securities and Exchange Commission con consideraciones de su presidente sobre las criptomonedas y las denominadas “ofertas iniciales de criptomonedas (“Initial Coin Offerings” o “ICO”)*, 15 de enero de 2018, disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B14a617e8-7f18-40e0-9f1b-2061d924f5f4%7D>.

- *Comunicado sobre operaciones de captación de fondos a través de “Initial Coin Offerings” (ICO)*, 26 de marzo de 2019.
- *Consideraciones de la CNMV sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero*, 8 de febrero de 2018, disponible en https://www.cnmv.es/lultimo/comunicadoCNMV_ICO_ES_final.pdf.
- *Criterios en relación con las ICO*, 20 de septiembre de 2018, disponible en <http://cnmv.es/DocPortal/Fintech/CriteriosICO.pdf>.
- *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, 11 de julio de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaConvenienciaIdoneidad.pdf
- *Guía informativa de la CNMV. Qué debes saber de futuros y opciones*, julio de 2006, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/GUIA_OPCYFUT.PDF.
- *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*, 14 octubre de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaInstrumComplejosNOComplejos.PDF.
- *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*, 23 de diciembre de 2010, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf.
- *Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora*, 27 de junio de 2017, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GuiaTecnica_2017_4.pdf.
- *Líneas estratégicas de la CNMV 2019-2020. Plan de actividades 2019*, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2019.pdf.
- *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*, 2017, disponible

- en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Toma_decisiones_inversion.pdf.
- *Preguntas y respuestas dirigidas a empresas Fintech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*, 12 de marzo de 2019, disponible en <https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFintech.pdf>.
 - *Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II*, 27 de enero de 2020, disponible en https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MiFIDII_27ene2020.pdf.
 - *Preguntas y respuestas sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPs)*, 13 de julio de 2018, disponible en https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_PRIIPS.pdf.
 - *Proveedores de Datos*, disponible en http://cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/MiFID-Proveedores-Datos.aspx.
 - *Psicología económica para inversores*, disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Guias.aspx>
 - *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Toma_decisiones_inversion.pdf.
 - *Régimen transfronterizo del folleto (pasaporte europeo)*, disponible en https://cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ7.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, *Aplicación de las normas de conducta de conformidad con el artículo 11 de la Directiva relativa a los servicios de inversión (93/22/CEE)*, [COM(2000) 722 final], 14 de noviembre del 2000, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52000DC0722&from=CS>.

COMISIÓN ECONÓMICA EUROPEA, *The Development of a European Capital Market*, noviembre de 1966, disponible en <http://aei.pitt.edu/31823/>.

COMISIÓN EUROPEA, *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción* [COM (1999) 232 final], 11 de mayo de 1999, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM%3A124210>.

- *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Packaged retail investment products. Impact assessment* [COM(2009) 204], 30 de abril de 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009SC0556&from=EN>.
- *Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative*, disponible en

- https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/priips/docs/consultation_paper_en.pdf.
- *Consultation Document - Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, 2013, disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.
 - *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products* (MARKT/2014/060/G for the implementation of the Framework Contract n° EAHC-2011-CP-01), 2015, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consumer-testing-study-2015_en.pdf.
 - *Consumer vulnerability across key markets in the European Union*, enero de 2016, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consumers-approved-report_en.pdf.
 - *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, Consultation Document, 3 de octubre de 2013, disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.
 - *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union* [SWD(2016) 154 final], 3 de mayo de 2016, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>.
 - *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, abril de 2018, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf.
 - *July infringements package: key decisions*, 19 de julio de 2018, disponible en https://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-4486_en.htm.
 - *Libro Verde: Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por Internet o pagos móviles* [COM(2011) 941 final], 11 de enero de 2012, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0941&from=EN>.
 - *Orientaciones sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIP)*, 7 de julio de 2017, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0707\(02\)&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0707(02)&from=ES)
 - *Plan de acción en materia de tecnología financiera: por un sector financiero europeo más competitivo e innovador*, Comunicación de la Comisión Al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Consejo Económico y Social Europeo y al Comité Europeo de las Regiones [COM(2018) 109 final], 8 de marzo de 2018.

- *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments*, COM(2011) 656 final, SEC(2011) 1227 final, 20 de octubre de 2011, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/2/2011/EN/SEC-2011-1226-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.
- *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros, el Reglamento (UE) núm. 596/2014, sobre el abuso de mercado, y el Reglamento (UE) núm. 909/2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, en lo que respecta a determinadas fechas*, 10 de febrero de 2016, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2016:0057:FIN:ES:PDF>.
- *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión [COM(2012) 352 final]*, 3 de julio de 2012, disponible en <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/ES/1-2012-352-ES-F1-1.Pdf>.
- *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas [COM(2018) 113 final]*, 8 de marzo de 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.
- *Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el respeto de la vida privada y la protección de los datos personales en el sector de las comunicaciones electrónicas y por el que se deroga la Directiva 2002/58/CE [COM(2017) 10 final]*, 10 de enero de 2017, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017PC0010&from=ES>.
- *Una Agenda Europea para la economía colaborativa [COM(2016) 356 final]*, 2 de junio de 2016, disponible en <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/16881>

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*, septiembre de 2012, disponible en https://www.bis.org/publ/bcbs230_es.pdf;

- *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, junio de 2006, disponible en <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>.

CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA, *Financial Stability Implications from Fintech*, 27 de junio de 2017, disponible en <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>;

- *Monitoring of Fintech*, disponible en <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/>

CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, *Resolución del Consejo, de 14 de abril de 1975, relativa a un programa preliminar de la Comunidad Económica Europea para una política de protección e información de los consumidores*, disponible en <https://op.europa.eu/es/publication-detail/-/publication/26d73eca-e878-4d14-8d1b-0c6fdc73b323/language-es>.

DEFENSOR DEL PUEBLO, *La situación demográfica en España. Efectos y consecuencias*, 2019, disponible en https://www.defensordelpueblo.es/wp-content/uploads/2019/09/Separata_situacion_demografica.pdf.

ECOFIN, *Economic and Financial Affairs* [9171/07 (Presse 97)], 8 de mayo de 2007, disponible en https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/94033.pdf.

EIOPA, *Report on best practices on licencing requirements, peer-to-peer insurance and the principle of proportionality in an insurtech context*, 2019, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/EIOPA%20Best%20practices%20on%20licencing%20March%202019.pdf#search=insurtech>.

EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID* (JC 2018 60), 8 de noviembre de 2018, disponible en <https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20targeted%20amendments.pdf>.

EY, *Initial coin offerings (ICO)*, diciembre de 2017, disponible en <https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/%24File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf>

— *Landscaping UK fintech*, 6 de agosto de 2014, disponible en <https://www.gov.uk/government/publications/landscaping-uk-fintech>.

FCA, *Business Plan 2019/2020*, 17 de mayo de 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/our-business-plan-2019-20>.

— *Consumer warning about the risks of Initial Coin Offerings (ICO)*, 19 de septiembre de 2017, disponible en <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

— *Cryptoassets: Ownership and attitudes in the UK. Consumer survey research report*, marzo de 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/cryptoassets-ownership-attitudes-uk-consumer-survey-research-report.pdf>.

— *Extension of certain MiFID II inducement provisions to firms providing investment advice and portfolio management to retail clients*, 23 de marzo de 2018, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/impact-assessments/mifid-ii-inducements.pdf>.

- *Financial Conduct Authority fines Credit Suisse and Yorkshire Building Society for financial promotions failures*, 16 de junio de 2014, disponible en <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/financial-conduct-authority-fines-credit-suisse-and-yorkshire-building-society>.
- *Guidance on Cryptoassets*, 23 de enero de 2019, disponible en <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3-guidance-cryptoassets>.
- *How and why consumers buy cryptoassets*, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/how-and-why-consumers-buy-cryptoassets.pdf>
- *Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1*, diciembre de 2014, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf>.
- *Supervising retail investment advice: inducements and conflicts of interest*, septiembre de 2013, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc13-05.pdf>.

FCEV, *Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection* (Fesco/00-124b), febrero de 2001, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/00_124b.pdf.

FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICO)*, 16 de febrero de 2018, disponible en <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>.

- 2310. Recommendations to Customers (Suitability), disponible en <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/retired-rules/2310>.

FMA, *Fact Sheet on Initial Coin Offerings*, 1 de octubre de 2018, disponible en <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-factsheet-ico.pdf>.

FSA, *Best Execution*, Anexo B, abril de 2001, disponible en https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121003062816/http://www.fsa.gov.uk/library/publications_by_date/2001.

- *Payments to platform service providers and cash rebates from providers to consumers* (CP12-12), 26 de junio de 2012, disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/fsa-cp12-12.pdf>.

IAIS, *Insurance Core Principles*, noviembre de 2015, disponible en <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles/file/58067/insurance-core-principles-updated-november-2015>

INEs, *España en cifras 2018*, disponible en https://www.ine.es/prodyser/espa_cifras/2018/.

IOSCO, *Communication on Concerns Related to Initial Coin Offerings (ICO)* (IOSCO/MR/01/2018), 18 de enero de 2018.

- *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, noviembre de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>.
- *Objectives and Principles of Securities Regulation*, junio de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>;
- *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre 1998.
- *Regulation of Retail Structured Products*, diciembre de 2013, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>.
- *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febrero de 2014, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>

KPMG y FUNCAS, *Fintech, innovación al servicio del cliente*, noviembre de 2017, disponible en <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2017/11/fintech-innovacion-servicio-cliente.pdf>;

NACIONES UNIDAS, *Resolución 39/248 de Protección del consumidor*, adoptada en la 106ª Sesión Plenaria, 9 de abril de 1985, disponible en <https://undocs.org/sp/A/RES/39/248>.

OBSERVATORIO IBEROAMERICANO DE PROTECCIÓN DE DATOS, *Hacia la implantación de garantías para la privacidad en los tratamientos de Big data*, 23 de agosto de 2014, disponible en <http://oiprodat.com/declaracion-de-mexico-d-f/>.

OCDE, *Reports Consumer Policy in Member Countries*, 1972.

- *Blockchain Technology and Corporate Governance. Technology, Markets, Regulation and Corporate Governance* (DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1), 6 de junio de 2018, disponible en [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD\(2018\)1/REV1&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1&docLanguage=En),
- *Initial Coin Offerings (ICO) for SME Financing*, 15 de enero de 2019, disponible en <https://www.oecd.org/finance/initial-coin-offerings-for-sme-financing.htm>

PARLAMENTO EUROPEO, *Cómo puede cambiar nuestra vida la tecnología de la cadena de bloques* (PE 581.948), febrero de 2017.

- Protección del consumidor: mejora de la educación y la sensibilización del consumidor en materia de crédito y finanzas [2007/2288(INI)], 18 de noviembre

de 2008, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008IP0539&from=EN>.

— *Virtual currencies and terrorist financing: assessing the risks and evaluating responses* (PE 604.970), mayo de 2018, disponible en [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/604970/IPOL_STU\(2018\)604970_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/604970/IPOL_STU(2018)604970_EN.pdf)

PWC, *4th ICO / STO Report. A Strategic Perspective*, marzo de 2019, disponible en <https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/ch-20190308-strategyand-ico-sto-report-q1-2019.pdf>.

SEC, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, disponible en <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

STUDY GROUP ON A EUROPEAN CIVIL CODE, *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law*, 2009, disponible en https://www.law.kuleuven.be/personal/mstorme/2009_02_DCFR_OutlineEdition.pdf.

UNIVERSO CROWDFUNDING, *Financiación Participativa (Crowdfunding) en España*, 2018, disponible en <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/>.

WORLD ECONOMIC FORUM, *A Blueprint for Digital Identity. The Role of Financial Institutions in Building Digital Identity*, agosto de 2016, disponible en http://www3.weforum.org/docs/WEF_A_Blueprint_for_Digital_Identity.pdf.