



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Grado en Programa Conjunto en Derecho y Administración de
Empresas

Deberes de Información y Transparencia en las Entidades
Financieras. Especial referencia a la Contratación de
Fondos de Inversión

Presentado por:

Mario Díez Blanco

Tutelado por:

Marina Echebarría Sáenz

Valladolid, 19 de junio de 2024

RESUMEN

El objeto del presente trabajo es analizar los deberes de información en la labor de las entidades de crédito e intermediarios financieros.

Se procederá a analizar a través de qué medios normativos se protege a los contratantes con las entidades de crédito pues en muchas ocasiones gozan de escaso conocimiento técnico y poder de negociación, perfilando de forma específica las exigencias de información que se dan respecto de estas entidades financieras en aquellos casos en que el usuario lo que pretende es acceder a mercados financieros.

Se hará mención a diferentes casos polémicos en las que se han incumplido sistemáticamente los deberes de información exigidos.

Asimismo, se desarrollará detalladamente cómo se traslada el deber de información al ámbito de los fondos de inversión, caracterizados por la pluralidad de partes que intervienen en la contratación de estos servicios.

PALABRAS CLAVE

Deber de transparencia, mercados financieros, entidades de crédito, tarjetas revolving, cláusulas suelo, contratos de adhesión, condiciones generales de contratación, consumidores y usuarios, MIFiD, ley de mercado de valores, ley de instituciones de inversión colectiva, fondos de inversión, folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor.

ABSTRACT

The purpose of this work is to analyze the information duties in the work of credit institutions and financial intermediaries.

We will proceed to analyze through what regulatory means the contracting parties with the credit institutions are protected since in many cases they have little technical knowledge and negotiating power, specifically outlining the information requirements that arise with respect to these financial entities in those cases in which the user wants to access financial markets.

Mention will be made of different controversial cases in which the required information duties have been systematically breached.

Likewise, it will be developed in detail how the duty of information is transferred to the field of investment funds, characterized by the plurality of parties involved in the contracting of these services.

KEYWORDS

Duty of transparency, financial markets, credit institutions, revolving cards, floor clauses, adhesion contracts, general contract conditions, consumers and users, MIFiD, securities market law, collective investment institutions law, investment funds, brochure informative, document with fundamental data for the investor.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCION.....	3
2.	CUESTIONES PREVIAS ACERCA DEL DEBER DE INFORMACION	4
2.1	Concepto, Fundamento.....	4
2.2	Requisitos en el mercado de valores.....	6
3.	PROTECCION GENERAL DEL USUARIO DE SERVICIOS FINANCIEROS ...	8
3.1	Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación (LCGC) 8	
3.2	Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (TRLGDCU).....	10
3.3	Conflictos en los que se ha producido una vulneración de la norma: Tarjetas revolving y cláusulas suelo.....	13
4.	PROTECCION ESPECIAL EN EL MERCADO DE VALORES.....	21
4.1	Régimen de protección del Inversor	21
4.2	Normativa protectora del usuario de servicios financieros	21
4.2.1	Clasificación de los clientes en minoristas o profesionales: la Evaluación de Conveniencia	23
4.2.2	Deberes de información clara, correcta y precisa, con suficiente antelación	26
4.2.3	Deberes de conducta en interés de sus clientes.....	27
4.2.4	Otras novedades interesantes introducidas por MiFID II:.....	28
4.3	Casos en los que se ha vulnerado la norma: las participaciones preferentes	28
5.	APLICACIÓN EN EL MARCO DE LOS FONDOS DE INVERSION.....	32
5.1	Concepto de institución de inversión colectiva	32
5.2	Deber de Información en la Sociedad Gestora del Fondo	35
5.2.1	Elaboración de documentos periódicos	35
5.2.2	En caso de la modificación del reglamento de un fondo de inversión	47
5.2.3	En caso de la modificación de las participaciones significativas de la SGIIC47	
5.2.4	Sobre el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo	48
5.2.5	Deberes de información especial en el marco de acuerdos de gestión de activos con entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones de empleo.....	49
5.2.6	Acerca de las operaciones vinculadas.....	50
5.2.7	En relación a la comercialización y publicidad de los productos financieros	52
5.2.8	Otros.....	53
6.	VALORACION	55
7.	BIBLIOGRAFIA.....	59

1. INTRODUCCION

En las últimas décadas, no han sido pocos los casos y polémicas surgidas entorno a la labor de las entidades de crédito e intermediarios financieros.

A consecuencia de ello, se ha pasado de un modelo en el que predominó la desregulación de esta clase de servicios a una situación en la que progresivamente se han ido incrementando los deberes y cargas exigibles respecto de esta clase de entidades. Una de ellas es el objeto del presente trabajo precisamente, el deber de información.

El motivo principal a la hora de elegir este tema es la aparente posición de inferioridad de la que adolecen las partes que suscriben contratos con esta clase de entidades, ya que, en muchas ocasiones son particulares que, por regla general, carecen de conocimiento acerca de cómo funcionan los productos que contratan. Esto puede ser perjudicial en un marco de negocios en los que existe una clara contraposición entre los intereses de las grandes sociedades frente a los de pequeños ahorradores.

De esta forma el trabajo se estructurará en 5 partes:

En primer lugar, se va a hacer referencia a una serie de cuestiones previas acerca del deber de información. Se tratará de analizar cuál es el concepto y fundamento de este deber, teniendo en cuenta que este no es exclusivo en el marco de las entidades de crédito, si bien en este, cobra una especial relevancia. De hecho, este es precisamente el motivo por el que posteriormente se hará una breve mención a cuáles son los requisitos específicos que se predicen de este deber en el contexto del mercado de valores, los cuales van más allá de los que se suelen exigir con carácter general. Sin embargo, estos últimos se irán desarrollando en detalle progresivamente a lo largo del trabajo.

En segundo lugar, se procederá a analizar a través de qué medios normativos se protege a los contratantes con las entidades de crédito, pues en muchas ocasiones gozan de escaso conocimiento y poder de negociación, tal y como se ha mencionado. Al respecto, comenzaremos haciendo mención a una serie de normas que se aplican con carácter general a cualquier cliente que se adhiera a contratos de adhesión en tanto que los negocios con las entidades financieras se instrumentalizan a través de estos.

Posteriormente, en un tercer capítulo, iremos perfilando las exigencias específicas de información que se dan respecto de estas entidades financieras en aquellos casos en que el usuario lo que pretende es acceder a los diferentes mercados financieros, las cuales se han ido ampliando a través de los sucesivos paquetes MiFID. Para entender esto debemos partir de una idea previa y es que el acceso al mercado, en la mayoría de las ocasiones, no es directo por parte del inversor, sino que debe tener lugar necesariamente a través de los intermediarios y asesores financieros.

Además, en el desarrollo de estas cuestiones se hará mención a diferentes casos polémicos en las que, a raíz de lo señalado por la jurisprudencia, se han incumplido sistemáticamente

los deberes de información exigidos, precisamente, de estas disposiciones. Trataremos así, de forma resumida, de las controversias surgidas de las “tarjetas *revolving*”, las “cláusulas suelo” y las “participaciones preferentes”.

En un cuarto lugar, se hará una especial referencia a cómo se traslada el deber de información al ámbito de los fondos de inversión. Al tratarse de entidades sin personalidad jurídica, en muchos casos, no existe una coincidencia entre quien es el gestor del fondo y quien lo comercializa. Es por ello que, respecto de cada uno de ellos, las normas que deben respetar en relación a la transparencia en la información son diferentes. Por un lado, en tanto que se trata de un tipo más de producto comercializado por las entidades financieras, se le aplicarán las disposiciones analizadas en los capítulos anteriores; pero es que además hay normas que imponen cargas a las propias sociedades gestoras.

Finalmente, se concluirá el trabajo con una conclusión y valoración acerca de si realmente se respetan a día de hoy las exigencias de las normas que tratan de proteger a los contratantes con entidades financieras.

2. CUESTIONES PREVIAS ACERCA DEL DEBER DE INFORMACION

2.1 Concepto, Fundamento

En este primer apartado, delimitaremos el ámbito de estudio del presente trabajo. A la hora de comenzar el análisis acerca del deber de información en el marco de los productos financieros es necesario partir de qué significa “informar”, así como cuál es el fundamento último de este deber.

Para analizar esta cuestión seguiremos a BLANCO SÁNCHEZ, MARÍA JESÚS en su tesis *El deber de información en la contratación de instrumentos financieros en los mercados. Especial referencia a los productos derivados*, Universidad Pablo de Olavide, Thomson Reuters Aranzadi, 2021¹

Respecto del concepto, la autora define el deber de informar desde una doble perspectiva². En un sentido positivo, indica que la información se identifica con “aquellos elementos de conocimiento que deben suministrarse las partes de un contrato a fin de que en el momento de celebración y ejecución del mismo pueda existir sobre este un consentimiento adecuado y válido”.

¹ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información en la contratación de instrumentos financieros en los mercados. Especial referencia a los productos derivados*, Universidad Pablo de Olavide, Thomson Reuters Aranzadi, 2021, p. 143-164

² BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 160-163

De esta forma, se deben trasladar todos los datos que sean decisivos o relevantes para tomar la determinación de suscribir el negocio. En otras palabras, alcanzaría a comunicar todas las circunstancias que conocidas por la otra parte la inducirían a no contratar o la llevarían a hacerlo en otros términos. Se deben transmitir tanto circunstancias de derecho (por ejemplo, derechos que legalmente le corresponden a la otra parte, requisitos de validez del negocio o información sobre la reglamentación jurídica del contrato) como de hecho (véase datos relativos a los sujetos, al objeto de la prestación debida, circunstancias que determinan la nulidad del contrato o imposibilitan su cumplimiento, circunstancias externas que harían fracasar la finalidad pretendida en el contrato).

Con el mismo fin, pero en sentido negativo, el deber de información obliga a las partes a abstenerse de proporcionar información errónea o incierta.

Debe tenerse en cuenta que el deber de información no se ciñe a la fase precontractual, sino que puede prolongarse incluso a la etapa de ejecución del contrato, lo cual se antoja fundamental en el marco de los productos financieros, máxime si tenemos en cuenta que algunos de ellos ven modificada su valoración constantemente.

En relación al fundamento, este deber la autora indica que puede basarse en el principio de buena fe.³ Así, el Art 1258 CC indica que *“Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley”*, lo que supone que la buena fe impone deberes de conducta orientados a que los futuros contratantes actúen bajo los criterios de lealtad, confianza y cooperación.

De los dos primeros se deduce que violará la buena fe la parte que ha retenido o deformado determinadas informaciones a la otra parte cuando debía saber que ésta no habría consentido de haberlas conocido, o lo habría hecho en otras condiciones; mientras que la cooperación de los contratantes se exige desde antes del intercambio de consentimientos, de forma que si uno de los contratantes se encuentra en una situación de imposibilidad de informarse, la buena fe obligaría al otro a instruirle de los hechos que conoce.

Ahora bien, este deber de informar no es ilimitado, existiendo ciertos aspectos o datos de los que no existe la obligación de informar⁴. Se encuentran aquí, aspectos relacionados con la esfera íntima o privada de la persona y aquellos derivados de consideraciones económicas o del deber de confidencialidad, entre otros.

También cede su alcance ante aquellos supuestos en los que exista un deber de autoinformación del contratante. El problema aquí radica en determinar, de nuevo, el alcance de este deber. La autora entiende que depende en última instancia de la imposibilidad o gran dificultad de obtener por sí solo la información precisa. Si esta existe, la ignorancia de uno de los contratantes puede quedar justificada; por el contrario, si no es así, la ignorancia será ilegítima⁵. El profesor BASOZABAL ARRUE señala que existen situaciones en las que el ignorante puede legítimamente esperar que la otra parte le informe, incluyendo los casos en que la condición de entendido de una de las partes despierte en la otra parte la legítima

³ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 159

⁴ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 163 a 165

confianza en resultar informada sobre aspectos relevantes del contrato, lo cual es de especial relevancia respecto de la información objeto del trabajo⁵.

2.2 Requisitos en el mercado de valores

En lo referente a los requisitos que debe cumplir la información transmitida, BLANCO SÁNCHEZ indica que debemos diferenciar aquellos que pueden exigirse con carácter general, de aquellos específicos en el mercado de valores.

Respecto de los primeros, la información no solo debe ser proporcionada con carácter meramente formal, no basta con transmitir los datos a la otra parte; sino que es necesario un cumplimiento sustancial⁶, que implica que esa transmisión habrá de hacerse en las circunstancias precisas para que el destinatario pueda asimilar la información que recibe y pueda tenerla en cuenta para la toma de decisiones. Es por ello que es indispensable que los datos se faciliten en “tiempo oportuno; de forma comprensible, asequible, clara, oportuna y transparente al destinatario (para lo cual puede facilitarse la información por escrito)”⁷.

Por otra parte, en el ámbito del mercado financiero en su conjunto se exigen otros requisitos adicionales dado que debemos partir de la idea de que el tráfico mercantil se caracteriza por la complejidad del negocio, y la sofisticación del objeto⁸. Específicamente, el caso del mercado de valores no es diferente pues la complejidad de las prestaciones y la asunción de riesgos, así como las dificultades que conlleva la comprensión de la terminología empleada, pueden llevar a que los inversores se sitúen en una posición de inferioridad en la relación que mantienen con los operadores del mercado. Más si cabe si tenemos en cuenta que generalmente se tratan de contratos de adhesión en los que la capacidad de negociación es reducida o nula.

En estos términos se pronuncia MADRID PARRA, A.⁹ cuando señala, en el marco de las instituciones de inversión colectiva, que la información se convierte en elemento imprescindible para la eficiencia del mercado y la igualdad de trato de los inversores; así como

⁵ BASOZABAL ARRUE, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, *Anuario de Derecho civil*, núm. 62 (2009), p. 647-711. Pp. 649

⁶ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 162

⁷ GÓMEZ CALLE, E., *Los deberes precontractuales de información*, La Ley, Madrid, 1994, p. 137.

⁸ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 168

⁹ MADRID PARRA, A. “Información y transparencia en la gestión de instituciones de inversión colectiva”, *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo* / coord. por Francisco González Castilla, Rafael Marimón Durá; Vicente Cuñat Edo (hom.), Universidad de Valencia, Servei de Publicacions, 2010, ISBN 978-84-370-7968-4, págs. 93-128.

la necesidad de que se facilite información completa y clara, pues el pequeño inversor carece, por lo general, de preparación financiera especializada, de modo que al acudir a los servicios de gestores especializados, estos resultan especialmente obligados a informar con total transparencia a los inversores.

Por todo ello, como se verá a lo largo del trabajo, y a fin de que los inversores puedan tomar decisiones racionales se ha configurado un deber típico de información en este ámbito. Es decir, la información debe responder en su presentación, orden y estructura a las exigencias normativas. A estos efectos, debemos entender como deber de información típico cada vez que el legislador identifica explícitamente el deber, o sanciona la falta de entrega de la información –ej. en los mercados financieros-; mientras que este será atípico cuando el legislador no ha establecido explícitamente el deber ni ha fijado su sanción.

Así lo ilustran la Antigua Ley 24/1988, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas en Exposición de motivos *“lo que implica que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil.”*, y la CNMV en el *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas* cuando en su índice ya menciona la necesidad de una información completa, correcta y equitativa, simétrica y en tiempo útil.¹⁰

Una vez realizada una breve introducción y visto los motivos por los que es necesaria la protección del usuario de servicios financieros, y en concreto del inversor, procedemos a analizar cómo se garantiza esta. Desde el ámbito jurídico regulador se han dictado diferentes normas que imponen deberes orientados a la exigencia de corrección y transparencia en sus conductas.

Así pues, procedemos a desarrollar en concreto cuál es la normativa aplicable a los deberes de información respecto de los contratos de adhesión y los contratos realizados con consumidores. Posteriormente, haremos lo propio en base a la normativa más específica de la protección de los usuarios financieros en el mercado de valores, realizando para ello un breve barrido de cara a conocer cómo se estructura esta protección y detallando cómo ha ido evolucionando la misma a lo largo de los años.

¹⁰ https://www.cnmv.es/portal_documentos/publicaciones/codigogov/informefinal.pdf

3. PROTECCION GENERAL DEL USUARIO DE SERVICIOS FINANCIEROS

A la hora de analizar la legislación sobre las garantías y derechos del consumidor en general, que alcanza también a los usuarios de servicios financieros, se debe partir de la idea de que esta resulta relevante en la medida en que generalmente los instrumentos a través de los cuales se contratan los productos financieros ofertados por los bancos son contratos de adhesión, puesto que son productos que se comercializan en masa. En el ámbito mercantil, la doctrina general entiende como tal aquellos que se caracterizan porque su contenido está pre redactado por la entidad crediticia, sin permitir la posibilidad de la negociación individual del clausulado, o lo que es lo mismo, operan mediante las denominadas condiciones generales de la contratación¹¹.

En este sentido, las normas que se verán a continuación tienen por objeto garantizar que estas cláusulas generales no vulneran los derechos del consumidor, aprovechándose de la posición de inferioridad en la que normalmente se encuentran, resultando de aplicación para cualquier contrato en el que existan este tipo de cláusulas con independencia de su naturaleza y más allá de los suscritos con entidades financieras. De esta forma, lo único que se requiere para su aplicación es que el contrato contenga condiciones generales celebrados entre un profesional -predisponente- y cualquier persona física o jurídica -adherente” (Art 2.1 LCGC), en el caso de la LCGC; o bien se dé entre consumidores o usuarios y empresarios (Art 2 TRLGCU), en el caso del TRLGCU.

3.1 Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación (LCGC)

La Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación (LCGC) establece un marco inicial que debe respetar cualquier condición general incorporada a un contrato. De esta manera, los contratos de productos financieros en principio también están obligados a respetar las disposiciones que aquí se mencionan, si bien no han sido pocos los casos en que no ha sido así. A la hora de desarrollar este apartado, en primer lugar, se va a señalar de manera sintética cuales son las disposiciones más relevantes que contiene la ley a estos efectos.

Siguiendo el iter señalado y según la literalidad de la ley, el Art 1.1 define las condiciones generales de la contratación como *“las cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la autoría material de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualesquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos”*.

¹¹ CORREA POSADO, SONIA *Usura y abusividad de los contratos de crédito. Tarjetas Revolving*, 2022, Universidad de Valladolid Pp. 43

Para que estas resulten válidas y eficaces, a raíz de lo dispuesto en la ley, la doctrina suele diferenciar dos requisitos que se exigen respecto de estas cláusulas: el control de incorporación y de transparencia¹².

A efectos de delimitarlos, es de suma relevancia lo dispuesto en la Sentencia del Tribunal Supremo núm. 314/2018 de 28 de mayo, en el punto CUARTO de los FUNDAMENTOS DE DERECHO, puesto que en él se indica qué se entiende por control de incorporación y transparencia de la condición general.

Respecto del primero, citando textualmente la sentencia, señala:

“1.- El control de inclusión o de incorporación supone el cumplimiento por parte del predisponente de una serie de requisitos para que las condiciones generales queden incorporadas al contrato. Mediante el control de incorporación se intenta comprobar que la adhesión se ha realizado con unas mínimas garantías de cognoscibilidad por parte del adherente de las cláusulas que se integran en el contrato”

2.- La LCGC se refiere a la incorporación de las condiciones generales al contrato en dos preceptos: en el art. 5 (...) y en el art. 7

Así, el Art 5, dispone en su apartado primero que *“las condiciones generales pasarán a formar parte del contrato cuando se acepte por el adherente su incorporación al mismo (...). No podrá entenderse que ha habido aceptación de la incorporación de las condiciones generales al contrato cuando el predisponente no haya informado expresamente al adherente acerca de su existencia y no le haya facilitado un ejemplar de las mismas”*.

Por otra parte, el quinto apartado señala que *“la redacción de las cláusulas generales deberá ajustarse a los criterios de transparencia, claridad, concreción y sencillez”*.

Por otra parte, en sentido negativo, el Art 7 indica tres situaciones en las que las condiciones generales no quedarán incorporadas al contrato, resultando nulas de pleno derecho según lo dispuesto en el Art 8.1 de la misma ley.

El primer supuesto consiste en que el adherente no haya tenido oportunidad real de conocer de manera completa al tiempo de la celebración del contrato

El segundo tiene lugar en aquellos casos en que siendo necesaria la firma, este hubiera sido suscrito, pero sin cumplir los términos resultantes del Art 5.

El ultimo supuesto se refiere a aquellos casos en que las cláusulas sean ilegibles, ambiguas, oscuras e incomprensibles. De hecho, a la hora de interpretar estas últimas y con el objetivo de proteger al adherente, el Art 6.2. contempla una norma *contra proferentem* al advertir de que las dudas en la interpretación de las condiciones generales oscuras se resolverán a favor de este último, si bien en los contratos con consumidores esta norma de interpretación sólo será aplicable cuando se ejerciten acciones individuales.

¹² BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, p. 269; MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios*, pp. 33

Estos dos artículos establecen unos requisitos similares a los exigidos en el Art 60.1 y 80.1 TRLGCU en el marco de los requisitos de las cláusulas no negociadas individualmente, como se verá más adelante.

Por otra parte, respecto al control de transparencia, la sentencia 314/2018 también hace referencia expresa a este cuando señala: *“5.- El control de transparencia no se agota en el mero control de incorporación, sino que supone un plus sobre el mismo. (...), no solo es necesario que las cláusulas estén redactadas de forma clara y comprensible, sino también que el adherente pueda tener un conocimiento real de las mismas, de forma que un consumidor informado pueda prever, sobre la base de criterios precisos y comprensibles, sus consecuencias económicas.”*

También se refiere a este control de transparencia la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta), de 9 de julio, 2020, cuando lo analiza a partir de lo dispuesto en los Art 3.1, 4.2 y 5 de la Directiva 13/1993/CEE.

“44. (...) la exigencia de transparencia de las cláusulas contractuales a la que se refieren los artículos 4, apartado 2, y 5 de la Directiva 93/13 no puede reducirse exclusivamente al carácter comprensible en un plano formal

“45. (...) la exigencia de que una cláusula contractual (...) se ha de entender también como una obligación de que el contrato exponga de manera transparente el funcionamiento concreto del mecanismo al que se refiere la cláusula de que se trate, así como, en su caso, la relación entre ese mecanismo y el prescrito por otras cláusulas, de manera que el consumidor esté en condiciones de valorar, basándose en criterios precisos e inteligibles, las consecuencias económicas que se deriven para él.”

3.2 Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (TRLGDCU)

Otro texto que puede utilizarse como parámetro de validez en los contratos de productos financieros es el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (en adelante TRLGDCU). Esto es así porque a la hora de delimitar su ámbito de aplicación, la propia ley en su Art 3.1 define que se debe entender como consumidores o usuarios: *“A efectos de esta ley (...) son consumidores o usuarios las personas físicas que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión. Son también consumidores a efectos de esta norma 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”*, de forma que cumplirían con este criterio aquellos particulares que concertan contratos con las entidades financieras. De hecho, el Tribunal de Justicia Europeo (TJUE) en apartado 78 de su Sentencia 825/2019, de 3 de octubre, dictamina que, para considerar consumidor o usuario a un sujeto *“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?

Aunque algunos autores han defendido que la LGDCU no era aplicable al sector bancario al regirse este por las disposiciones específicas del sector financiero y por las circulares del Banco de España o de la CNMV, la mayoría de la doctrina defiende lo contrario. Ahora bien, por el principio de especialidad, cuando exista regulación expresa sobre el supuesto enjuiciado, se debería aplicar esta con preferencia a la LGDCU.

Las disposiciones contenidas en esta norma gozan de relevancia al igual que en el caso de la LGCG, de hecho, muchas son comunes en cuanto a contenido, pero con diferente fundamento: Si en el caso de esta última la finalidad es llevar a cabo un control sobre las condiciones generales que están presente en estos contratos debido a la utilización de contratos de adhesión; en el caso de la TRLGCU se centra más en el hecho de que una de las partes contratantes en este tipo de negocios (los usuarios) gozan de una situación de vulnerabilidad e inferioridad en tanto que consumidor o usuario final.

La relevancia de esta norma en tanto que protectora de los derechos de este colectivo queda patente en pluralidad de disposiciones que salvaguardan los intereses de los consumidores a través de la garantía de deberes de información y la prohibición de cláusulas abusivas.

En primer lugar, existen una serie de artículos encaminados a fijar una serie de deberes de información.

Ya el Art 12.1 señala que los empresarios pondrán en conocimiento previo del consumidor y usuario los riesgos susceptibles de una utilización previsible de los bienes y servicios, habida cuenta de su naturaleza, características, duración y de las personas a las que van destinados, conforme a lo previsto en el artículo Art 18. Este mismo artículo en su párrafo 1º a) indica, respecto de la presentación de los bienes y servicios, que *“deberán ser de tal naturaleza que no induzca a error al consumidor y usuario sobre (...) las características del bien o servicio y, en particular, sobre su naturaleza, identidad, cualidades, composición, cantidad, duración, origen o procedencia y modo de fabricación o de obtención”*; lo cual se complementa en su segundo inciso cuando se exige que todos los bienes y servicios puestos a disposición de los consumidores y usuarios deberán ser de fácil acceso y comprensión, ofrecidos en formatos que garanticen su accesibilidad y permitan obtener, de forma clara y comprensible, información veraz, eficaz, suficiente y accesible sobre sus características esenciales.

En la misma línea encontramos el Art 60.1, en cuanto a las exigencias de información previas al contrato, incide nuevamente en su apartado primero en que *“Antes de que el consumidor y usuario quede vinculado por un contrato y oferta correspondiente, el empresario deberá facilitarle de forma clara, comprensible y accesible, la información relevante, veraz y suficiente sobre las características principales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas”*. Continúa señalando que los términos en que se suministre dicha información, se facilitarán de forma clara, comprensible,

veraz y suficiente, en un formato fácilmente accesible de forma que aseguren su adecuada comprensión y permitan la toma de decisiones óptimas para sus intereses; haciendo mención explícita a que para ello se garantizará la asistencia necesaria, principalmente cuando se trate de personas consumidoras vulnerables. Esto último es de especial relevancia respecto del deber de información de las entidades financieras puesto que son productos de una clara complejidad técnica y conocimientos especializados.

Respecto a su segundo apartado apartados a), c) y f) menciona que serán relevantes las obligaciones de información respecto de las características principales de los bienes o servicios, su precio total, y la duración del contrato, entre otros.

El Art 60.5 señala que la carga de la prueba en relación con el cumplimiento de los requisitos de información establecidos en dicho artículo incumbirá al empresario.

Por otra parte, a efectos de proteger al consumidor como parte débil del contrato, impide la existencia de cláusulas generales abusivas.

A tal fin, el Art 80.1 fija tres requisitos de las cláusulas no negociadas individualmente en los contratos con consumidores y usuarios. Así, desde un punto de vista formal y en la línea de los preceptos anteriores, exige que estas gocen de *“Concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa”*; así como *“accesibilidad y legibilidad, de forma que permita al consumidor y usuario el conocimiento previo a la celebración del contrato sobre su existencia y contenido”*. Por otro lado, desde un punto de vista material se obliga al respeto de *“la buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes”*, lo que en todo caso excluye la utilización de cláusulas abusivas.

El Art 82.1 delimita a través de una cláusula general, cuando nos encontramos ante cláusulas abusivas. Así, fija como tal *“todas aquellas estipulaciones que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato”* en aquellos casos en que no hayan sido negociadas individualmente.

Ese mismo precepto señala posteriormente que *“el carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa”*.

Sin embargo, encontramos especialidades en el marco de los contratos financieros.

En el Art 85.3, relativo a las cláusulas abusivas por reservar a favor del empresario facultades de interpretación o modificación unilateral del contrato, la propia norma señala especialidades en los contratos referidos a servicios financieros. Por un lado, indica que esto

se entenderá sin perjuicio de las cláusulas por las que el empresario se reserve la facultad de modificar sin previo aviso “el tipo de interés adeudado por el consumidor o al consumidor, así como el importe de otros gastos relacionados con los servicios financieros, cuando aquéllos se encuentren adaptados a un índice, siempre que se trate de índices legales y se describa el modo de variación del tipo, o en otros casos de razón válida”. Además, en aquellos contratos de duración indeterminada podrán modificarse unilateralmente las condiciones de un contrato de servicios financieros por los motivos válidos expresados en él. En ambos casos, se exige la condición de que el empresario esté obligado a informar de ello a los otros contratantes y éstos puedan resolver inmediatamente el contrato de forma unilateral y sin penalización alguna.

Ese mismo precepto en su apartado 10 permite las cláusulas que prevean la estipulación del precio en el momento de la entrega del bien o servicio sin perjuicio de la adaptación de precios a un índice, siempre que tales índices sean legales y que en el contrato se describa explícitamente el modo de variación del precio.

Además, el Art 91 señala que las cláusulas abusivas referidas a la modificación unilateral de los contratos, a la resolución anticipada de los contratos de duración indefinida y al incremento del precio de bienes y servicios, no se aplicarán a los contratos relativos a valores, con independencia de su forma de representación, instrumentos financieros y otros bienes y servicios cuyo precio esté vinculado a una cotización, índice bursátil, o un tipo del mercado financiero que el empresario no controle.

Respecto al régimen jurídico de estas, es necesario mencionar que el empresario que afirme que una determinada cláusula ha sido negociada individualmente, asumirá la carga de la prueba (82.2); aunque más importancia tiene si cabe el Art 83, que señala que estas cláusulas abusivas serán nulas de pleno derecho y se tendrán por no puestas. Se hace referencia expresa a esta consecuencia respecto de las condiciones incorporadas de modo no transparente en los contratos, lo cual sirve de conexión con la LCGC, ya que su Art 8.2 indica que “*serán nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor, entendiéndose por tales en todo caso las definidas en el artículo 10 bis y disposición adicional primera de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*”.

3.3 Conflictos en los que se ha producido una vulneración de la norma: Tarjetas revolving y cláusulas suelo

Una vez conocemos cuáles son las exigencias derivadas de las reglas básicas que ordenan las cláusulas generales de la contratación, procedemos finalmente a analizar una serie de cláusulas y contratos polémicos pre redactados por las entidades financieras en los que, a lo largo de los últimos años, se han vulnerado dichos preceptos. Nos referiremos a las llamadas “cláusulas suelo” y a las “tarjetas *revolving*”.

Antes de entrar en materia es necesario indicar que se trata de un ámbito de estudio tan amplio y cuenta con tanta literatura y jurisprudencia que simplemente daremos unas breves indicaciones pues, de lo contrario, alargaría el objeto de trabajo en sobremanera.

3.3.1.-Clausulas Suelo

Comenzaremos por el análisis de las “cláusulas suelo”.

Se debe introducir el tema definiendo qué son las “cláusulas suelo” y en que consistían¹³. Básicamente, se trata de cláusulas que fueron insertadas por los bancos y entidades de crédito en los contratos de préstamo hipotecario como “límites a la variabilidad del tipo de interés variable”.

Este tipo de cláusulas suelo no eran contrarias a la ley per se. Así lo señalaba el TS *“Las cláusulas suelo son lícitas siempre que su transparencia permita al consumidor identificar la cláusula como definidora del objeto principal del contrato y conocer el real reparto de riesgos de la variabilidad de los tipos.”*¹⁴

Además, en la medida en que se aplicaban sobre un elemento principal del contrato, como es su precio (interés), esto impide que pudiera declararse su nulidad en base a un análisis del control de abusividad de estas cláusulas basado en el Art 82.1 TRLGDCU, tal y como indica el TS cuando señala que el control de abusividad, por el contrario, sí es posible en el caso de cláusulas claras y comprensibles que no se refieren al objeto principal del contrato¹⁵.

Esto no impedía, sin embargo, que dichas cláusulas debieran superar el control de transparencia para resultar válidas, ya que como se mencionó anteriormente, en tanto que los contratos de préstamo hipotecario están suscritos entre una entidad especializada como es el banco y un mero consumidor, resultaban sometidas a las disposiciones de las ya mencionadas TRLDCU y LCGC que fijan dicho deber.

Como vimos, la STS 314/2018 exigía respecto de este deber de transparencia que *“no solo es necesario que las cláusulas estén redactadas de forma clara y comprensible, sino también que el adherente pueda tener un conocimiento real de las mismas, de forma que un consumidor informado pueda prever, sobre la base de criterios precisos y comprensibles, sus consecuencias económicas.”* Esta afirmación no deja de ser el colofón de lo que ya venía siendo la interpretación de la norma en años previos, ya que el TS ya en la STS 241/2013 señalaba que para que la cláusula suelo fuera lícita era necesario que el consumidor *“esté perfectamente informado del comportamiento previsible del índice de referencia cuando menos a corto plazo, de tal forma que (...) esté informado de que (...) las variaciones del tipo de referencia a la baja probablemente no repercutirán o lo harán de forma imperceptible en su beneficio”*.¹⁶ Lo mismo se infiere de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta), de 9 de julio, 2020 cuando señala en su apartado 56 que la exigencia de transparencia implica que en un contrato de préstamo hipotecario de tipo de interés variable con cláusula «suelo», se debe situar al consumidor en condiciones de comprender las consecuencias económicas

¹³ MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo ...*, pp. 9 y 13

¹⁴ STS Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013 [Parágrafo 256]

¹⁵ La STS Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013 [Parágrafo 250]

¹⁶ STS Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013 [Parágrafo 256]

que para él se derivan de dicha cláusula «suelo», *“en particular mediante la puesta a disposición de información relativa a la evolución pasada del índice a partir del cual se calcula el tipo de interés.”*

Sin embargo, estas cláusulas no cumplían con el deber de transparencia por multitud de motivos. En primer lugar, destaca que las cláusulas suelo se incluían en los contratos de préstamo hipotecario diluida dentro de una innumerable serie de datos, sin destacarse entre los mismos, de modo que quedaba enmascarada¹⁷. MAROTO GARCIA esgrime esto al indicar que *“los bancos siempre se garantizaban, que, en ese mercado variable, que siempre puede ser oscilante, nunca la banca perdiera ya que en ningún caso sus intereses bajarían por debajo de una cantidad que se estimaba suficiente como garantía de negocio para el banco”*. Además, *“se insertaban de forma conjunta con las cláusulas techo, como aparente contraprestación de las mismas”*¹⁸.

Estas deficiencias también fueron analizadas y sistematizadas en multitud de jurisprudencia, si bien la más ilustrativa puede considerarse la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil), Sección 991. Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013). En ella, en concreto se indican una serie de requisitos de transparencia en cuanto a la información proporcionada, que por regla general no se respetaban en la redacción de las cláusulas:¹⁹ Entre los más destacados se encuentran que no se indicaba de forma clara que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato; no existieron simulaciones de escenarios diversos relacionados con el comportamiento razonablemente previsible del tipo de interés; ni hubo información sobre el coste comparativo con otras modalidades de préstamo de la propia entidad.

De esta forma ya se aprecia la posibilidad de que pudieran declararse nulas por falta de transparencia ya que de la forma en que estaban redactadas no permitían al consumidor conocer sus consecuencias económicas.

En relación a como se resolvió el caso, el Tribunal Supremo sentó jurisprudencia en la STS N° 241/2013, de 9 de mayo de 2013 al respecto. En ella, basándose en los argumentos anteriormente esgrimidos, constató el carácter abusivo de las cláusulas y declaró la nulidad de las mismas. Señalaba que, si bien el futuro a medio/largo plazo resulta imprevisible, los términos contenidos en las cláusulas daban cobertura exclusivamente a los riesgos de la entidad crediticia. que podrían tener las oscilaciones a la baja²⁰. De esta forma, el cliente materialmente no era verdadero conocedor de las consecuencias económicas y la situación de desigualdad que implican las cláusulas. Ahora bien, también señalaba en el punto CUARTO de los FUNDAMENTOS DE DERECHO que las cláusulas suelo son perfectamente válidas siempre y cuando se demuestre que al firmar el contrato el banco explicó al cliente diferentes incisos. Primero, lo que económicamente le supondría el firmar una hipoteca con cláusula suelo, no bastando con indicar que tenía una cláusula suelo en su hipoteca. Además, tendría que demostrar que la cláusula suelo no le fue impuesta al cliente,

¹⁷ MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo ...*, pp. 16

¹⁸ MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo ...*, pp. 13 y 16

¹⁹ La STS Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013 [Parágrafo 225 - (2013, pág. 43 y 44)]

²⁰ La STS Núm. 241/2013, de 9 de mayo, 2013 [Parágrafo 264 - (2013, pág. 43 y 44)]

es decir, que fue fruto de una negociación entre banco y cliente; así como que le hizo simulaciones y comparaciones entre lo que pagaría con una hipoteca con las citadas cláusulas suelo y una sin las mismas²¹.

Debe mencionarse que, en la actualidad, la redacción de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario establece un régimen propio de transparencia y aún más limitaciones a este tipo de cláusulas. Así, el Art 14.1 c) obliga a que el prestamista, caso de tratarse de un préstamo a tipo de interés variable, deberá entregar al prestatario o potencial prestatario un documento separado con una referencia especial a las cuotas periódicas a satisfacer por el prestatario en diferentes escenarios de evolución de los tipos de interés, con una antelación mínima de diez días naturales respecto al momento de la firma del contrato. Pero no solo eso, el además están prohibidas ya que según el Art 21.3 “*en las operaciones con tipo de interés variable no se podrá fijar un límite a la baja del tipo de interés*”.

3.3.2.- Tarjetas Revolving

Una vez culminado el análisis de este producto financiero, procedemos a desarrollar la polémica surgida en torno a la figura de las llamadas “tarjetas *revolving*”. Nos limitaremos a analizar resumidamente los aspectos relativos a la falta de transparencia. Tampoco entraremos en detalle en la problemática relativa a la usura de los tipos de interés que se aplicaban, si bien es un tema ya analizado en la jurisprudencia, como veremos más adelante.

Siguiendo el mismo esquema que en el caso de las cláusulas suelo, en primer lugar, haremos mención al concepto y caracterización de esta clase de contratos; para posteriormente indicar cuáles eran aquellos aspectos que vulneraban los deberes de transparencia por parte de las entidades de crédito. Finalmente, mencionaremos que soluciones ha adoptado la jurisprudencia para resolver estas cuestiones.

En relación al concepto, las tarjetas *revolving* deben enmarcarse en el marco de los contratos de “créditos *revolving*”, también denominado “crédito revolvente”, “rotativo” o “renovable”. La Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolvente los define en su Art 33 bis como “*crédito al consumo con interés de duración indefinida o de duración definida prorrogable de forma automática concedido a personas físicas en el que el crédito dispuesto no se satisface en su totalidad al final del período de liquidación pactado*”

Estos adquirieron importancia desde la crisis económica de 2008, ya que gran cantidad de consumidores se vieron abocados a la necesidad de solicitar créditos al consumo para sufragar sus gastos y atender a sus necesidades en un contexto de crisis económica y desempleo.

²¹ MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo ...*, pp. 41-42

Según CORREA POSADO los créditos *revolving* disponían de particularidades que lo diferencian de las demás modalidades de créditos al consumo, señalando dos aspectos.

En primer lugar, lo característico de este tipo de productos es la disponibilidad de crédito de forma continua, que significa que *“según el cliente vaya abonando las disposiciones realizadas, este importe se va reincorporando al crédito, renovándose de manera automática”*²². Esto significa que el crédito *revolving* se pagaba también por la disponibilidad del crédito, no sólo por el crédito utilizado; además en relación a su fórmula de amortización, primero se aplicaban los pagos a los intereses, de forma que no se terminaba de amortizar el principal nunca y mientras este seguía generando pagos de intereses por el mantenimiento de la disponibilidad. Esto queda reflejado en la STS 149/2020, 4 de Marzo de 2020 en la que se señala en su FD QUINTO que en el crédito *revolving* *“el límite del crédito se va recomponiendo constantemente, las cuantías de las cuotas no suelen ser muy elevadas en comparación con la deuda pendiente y alargan muy considerablemente el tiempo durante el que el prestatario sigue pagando las cuotas con una elevada proporción correspondiente a intereses y poca amortización del capital, hasta el punto de que puede convertir al prestatario en un deudor «cautivo», y los intereses y comisiones devengados se capitalizan para devengar el interés remuneratorio”*.

Otro aspecto clave, por otra parte, es la flexibilidad que se ofrecía al cliente en la forma de pago de la deuda y, sobre todo, en su concesión, respecto de la cual existía una amplia facilidad e inmediatez de acceso pues el solicitante podía acceder al crédito de forma muy sencilla y rápida.

Facilitaba la concesión quien las ofertaba, así como los medios empleados para ello. De esta forma, podían ser incluso empresas no financieras quienes ofrecían una línea de crédito *revolving* para la financiación de sus productos. A veces, se proporcionaban incluso mediante solicitud en *stands* de entidades financieras adaptados para ello o en su propia página web – bastando en este caso con disponer de un dispositivo electrónico-. La contratación de una línea de crédito revolvente podía llegar a instrumentalizarse a través de una llamada telefónica o en los cajeros automáticos, sin necesidad de la expedición de una tarjeta. Se han dado casos, incluso en las que este tipo de productos eran colocados por operarios de gasolineras como se ilustra, por ejemplo, en la Sentencia AP Pontevedra (Sección 1ª) núm. 148/2023 de 22 marzo que, obviamente, no tenían conocimiento ni formación alguna para explicar el contenido financiero de las tarjetas, ni sus implicaciones a la hora de amortizar el crédito.

También promovía la contratación el que en este trámite no se exigiese vinculación con la entidad bancaria; así como que no necesario justificar la solvencia y liquidez económica del solicitante mediante, por ejemplo, la prestación de garantías de devolución (como avales o fianza), ni un estudio de solvencia del peticionario. Tampoco era necesario informar del uso que se pretendía dar al crédito solicitado.

El problema que se planteó con este tipo de productos tiene una doble dimensión²³. El primer problema, aunque no lo analizaremos en profundidad, es que en estos contratos se aplicaba un tipo de interés bastante superior al de cualquier préstamo personal pues el cliente

²² CORREA POSADO, S. *Usura y abusividad de* Pp. 10-11

²³ CORREA POSADO, S. *Usura y abusividad de* Pp. 11-12

objetivo de estos productos eran particulares que no conseguían obtener otro tipo de créditos o préstamos por carecer de liquidez y solvencia económica, lo cual suponía un elevado riesgo de impago para la entidad financiera. De esta forma, como contraprestación al elevado riesgo que asumía la entidad financiera se aplicaban intereses que en muchos casos han sido susceptibles de la aplicación de la Ley de la Represión de Usura. La Sala 1ª del TS en su sentencia de 15 de febrero de 2023, ha fijado doctrina sobre cuándo debe considerarse usurario un crédito *revolving*.

Sin embargo, hay una problemática mayor en lo que se refiere al objeto de este trabajo, y es que en muchas ocasiones no se respetaban los deberes de información exigidos. Partimos de que resultan de aplicación las normas de protección general. En tanto que eran productos que se comercializan en masa y se formalizaban a través de contratos de adhesión prerredactados donde predominaban numerosas las condiciones generales sin permitir la posibilidad de la negociación individual del clausulado, se debía atender a la LCGC; mientras que por encontrarse cliente objetivo dentro de la definición usuario que da el Art 3 TRLGCU, también se aplicaría esta legislación.

Pero no solo eso, además resulta de aplicación la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo (LCCC), que exige un deber especial de transparencia a las entidades crediticias sobre este tipo de modalidad de crédito, en el sentido que ya se mencionó anteriormente en el Art. 5 de la LCGC y en los Arts. 12, 18, 60 y 80 del TRLGDCU.

Los Arts. 7 a 14 de la LCCC, en el Capítulo II “Información y actuaciones previas a la celebración del contrato de crédito”, exigen a los concedentes de este tipo de créditos que informen al solicitante de una forma específica y clara de la información y condiciones del contrato para que este comprenda realmente las consecuencias jurídicas y económicas que supone la contratación del producto, lo cual como hemos mencionado en reiteradas ocasiones es necesario para que se cumpla el control de transparencia. A modo de ejemplo, vamos a mencionar algunas de estas disposiciones que sistemáticamente resultaban vulneradas en la comercialización de estos productos.

El Art. 9 LCCC hace mención en su apartado segundo a la información básica que deberá figurar en la publicidad. Así, deberá especificar de forma clara, concisa y destacada mediante un ejemplo representativo elementos como el fijado en su apartado c) “*la tasa anual equivalente*” y siempre respetando que la información básica deberá publicarse con una letra que resulte legible y con un contraste de impresión adecuado. Esa información básica “*deberá incluirse en la publicidad y comunicaciones comerciales, así como en los anuncios y ofertas exhibidos en los locales comerciales, en los que se ofrezca un crédito o la intermediación para la celebración de un contrato de crédito (...)*”. Sin embargo, en el caso de los créditos *revolving* no se cumplió en muchas ocasiones pues la publicidad solía ser agresiva, incitando al consumidor a la impulsividad, mediante *banners*, redes sociales o medios de comunicación (como por ejemplo, atractivos descuentos en distintos establecimientos o aerolíneas invitando al consumidor a la contratación de estos productos en lugares especialmente consumistas, incitando a un consentimiento poco reflexivo), y sin hacer alusión prácticamente al tipo de interés aplicado²⁴.

²⁴ CORREA POSADO, S. *Usura y abusividad de ...*, Pp. 12

Por su parte, el Art 11 y LCCC exige una asistencia al consumidor individualizada y previa al contrato por parte de los prestamistas y, en su caso, los intermediarios de crédito para que éste pueda evaluar si el contrato de crédito propuesto se ajusta a sus intereses, a sus necesidades y a su situación financiera, o lo que es lo mismo, sus consecuencias económicas; mientras que el Art 14.1 LCCC obliga al prestamista a evaluar la solvencia del consumidor, antes de que se celebre el contrato de crédito y sobre la base de una información suficiente obtenida por los medios adecuados a tal fin. Nuevamente, estas normas se vulneraban sistemáticamente como se ha mencionado al tratar la facilidad e inmediatez de acceso en su concesión.

Ante esta situación ha habido una doble actividad en defensa de los consumidores de este tipo de productos.

En un sentido preventivo, en los últimos años ha sido de especial relevancia la aparición de la Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolving. En esa orden se indica cómo tiene que regularse y comercializarse los créditos al consumo, destacando los Arts 33 ter y ss. El Art 33 ter exige un deber de Información precontractual adicional al previstos en la LCCC, pues la entidad facilitará al cliente, en documento separado:

a) una mención clara a la modalidad de pago establecida, señalando expresamente el término «revolving».

b) si el contrato prevé la capitalización de cantidades vencidas, exigibles y no satisfechas.

c) si el cliente o la entidad tienen la facultad de modificar la modalidad de pago establecida, así como las condiciones para su ejercicio.

d) un ejemplo representativo de crédito con dos o más alternativas de financiación determinadas en función de la cuota mínima que pueda establecerse para el reembolso del crédito con arreglo al contrato.

Además, Con antelación a la firma del contrato, reitera que la entidad proporcionará al cliente la asistencia señalada en el art 11 LCCC. De esta forma, además especifica que la entidad extremará la diligencia cuando el crédito se promocióne u ofrezca a la clientela cuando la publicidad realizada en vías públicas, lugares abiertos al público y, en particular, en centros comerciales.

En un sentido indemnizatorio, una vez producida la vulneración y el daño, el TS aún no ha fijado doctrina sobre el control de transparencia para los créditos *revolving*, si bien la jurisprudencia de órganos inferiores se ha valido del control de transparencia para declarar nulo el contrato (en la mayoría de ocasiones, basándose más en control de transparencia específico del sector -LCCC y en las normas MIFID- que en el TRLGDCU). A modo de ejemplo, la SAP de Santa Cruz de Tenerife 289/2023 de 8 junio, indica en su FD CUARTO citando sentencias anteriores que *“tanto la fórmula de imputación de cantidades, como el modo de aplazamiento del pago y las comisiones u gastos fijados para las distintas operaciones, determinan que en cada mensualidad pueda incrementarse la deuda, en cuanto que la parte del crédito no amortizado incrementa el capital y devenga nuevos intereses, sin que conste que esta información se haya explicado antes de la contratación al cliente o consumidor. En base a todo ello, el tribunal aprecia ausencia de la debida*

transparencia en la misma al no permitir conocer al consumidor de manera razonable el coste real que asume al tiempo de suscribir el crédito asociado a la tarjeta contratada (información que no consta que se le diera al consumidor antes y en el momento de la contratación), no encontrándose especialmente destacadas las estipulaciones comprensivas de los intereses ni la modalidad revolving, apareciendo insertas dentro del conjunto general de las Condiciones Generales. Además, tampoco la redacción de las cláusulas permite percatarse de modo claro de la obligación de pago asumida" y "la cláusula reguladora del interés en su modalidad "revolving" no es entendible por un consumidor medio, pues se limita a exponer la cuota mensual a pagar, pero sin aclarar debidamente su funcionamiento. (...) En definitiva, además que el consumidor pueda disponer de otras cantidades en la línea de crédito que se le concede mediante el uso de la tarjeta a lo que puede adicionarse comisiones, seguros y otros gastos, la deuda se va incrementando sin que conste que esta modalidad de funcionamiento le haya sido explicada al consumidor".

4. PROTECCION ESPECIAL EN EL MERCADO DE VALORES

Una vez analizada la normativa que salvaguarda los derechos de los adherentes a un contrato predispuesto y a los consumidores con independencia de la naturaleza del contrato, continuamos acotando el marco de estudio a los casos en que estos sujetos contratan en el marco del mercado de valores.

Para entender este capítulo, se debe partir de una idea previa y es que el acceso al mercado no es directo por parte del usuario, sino que debe tener lugar a través de los intermediarios y asesores financieros. Esto resulta clave, pues en el derecho del mercado de valores la protección de quienes actúan en este mercado se articula en torno a una doble vertiente: El ahorrador como inversor, es protegido a través de la información que deben suministrar los oferentes de los instrumentos financieros; mientras que, como cliente del intermediario, gozará de la protección del usuario de servicios financieros.

Así se señala por autores como BLANCO SÁNCHEZ cuando distingue entre el régimen de protección de inversor y la normativa protectora del usuario de servicios financieros; y PULIDO BEGINES, que hace lo propio diferenciando entre aquellas normas que con carácter general protegen a todos los consumidores, y por otra parte, aquellas específicamente destinadas a proteger al consumidor de servicios financieros.²⁵

4.1 Régimen de protección del Inversor

Esta rama se centra en la transparencia informativa de las características de los instrumentos financieros y de la solvencia de sus emisores, quienes en muchas ocasiones no coinciden con el intermediario financiero que comercializa el producto.

En el ámbito subjetivo de aplicación, será beneficiario de esta regulación aquel que goce de la condición de inversor. A estos efectos, se plantea el problema de delimitación de quién se considera dentro del estatuto jurídico de inversor en el mercado de valores. En general, se acepta una noción amplia de inversor que incluye a todos los ahorradores como potenciales inversores, con independencia de si ya han dispuesto de sus excedentes de forma efectiva o no. Autores como ZUNZUNEGUI PASTOR, por ejemplo, señalan como inversor al sujeto que decide canalizar su ahorro hacia la inversión mediante la adquisición de valores negociables y otros instrumentos financieros.²⁶

4.2 Normativa protectora del usuario de servicios financieros

Esta segunda vertiente, a diferencia del régimen de protección del inversor, trata de prevenir y proteger al cliente frente a los conflictos de interés que puedan surgirle frente a su

²⁵ 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), ed. digital.

²⁶ ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Hacia un estatuto del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, núm. 1 (2006), ed. digital.

intermediario que le da acceso al mercado. Lo que se hace así es alterar el ámbito subjetivo de aplicación, pues las normas de este campo se aplicaran exclusivamente a quienes ostenten la condición de “cliente” de la entidad mediadora, concepto más acotado que el de inversor y que ZUNZUNEGUI PASTOR define como aquel inversor que efectivamente se relaciona contractualmente con el intermediario.²⁷

Esta rama jurídica está regulada por normas de diferente naturaleza, distinguiéndose así entre normas de carácter legal y otras reglamentarias. Así, por ejemplo, como veremos posteriormente, dentro del primer grupo encontramos preceptos como los recogidos en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMV) -que ha derogado recientemente al Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores- y las Directivas europeas en los que se desarrollan los paquetes MiFID I y MiFID II, respecto de deberes de información.

Procedemos a continuación a dar unas pinceladas acerca de los deberes de información que contemplan estas disposiciones, así como su evolución, según lo señalado por BLANCO SÁNCHEZ.²⁸ A pesar de que este tema también ha sido expuesto por otros autores, seguiremos a esta autora puesto que concentra de forma bastante precisa la información, si bien nos ceñiremos a las ideas más relevantes y las reordenaremos para ajustarlas a la idea que se pretende transmitir en este trabajo.

Para ello, en primer lugar, analizaremos muy brevemente cuáles son las principales novedades que surgen en cada etapa, para después desarrollar la evolución en cuanto a nivel de protección de algunos de los principales deberes de información que se recogen.

A) Paquete Pre-MiFID

Con anterioridad a la incorporación a nuestro Derecho interno de la normativa MiFID, la LMV ya establecía obligaciones informativas de las entidades financieras de informar debidamente a los clientes. Sin embargo, la normativa pre-MiFID tan solo imponía a las empresas de servicios de inversión unos deberes de conducta y de información de forma muy genérica. De esta forma, no quedaba determinado su alcance y concreción y otorgaba un trato homogéneo a todos los clientes; sin diferenciar entre productos complejos o no complejos; ni entre servicios de asesoramiento o de pura comercialización; ni finalmente, entre clientes profesionales o minoristas, de forma que no se categorizan a efectos de exigírseles para cada grupo diferentes niveles de información si bien es cierto que las entidades de inversión han clasificado tradicionalmente a sus clientes a nivel interno (familias, grandes patrimonios).

²⁷ ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Hacia un estatuto del inversor”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, núm. 1 (2006), ed. digital.

²⁸ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 164-192

B) Paquete MIFID I (Directiva 2004/39/CE, Real-Decreto 217/2008)

Al albor de lo dispuesto en esta normativa se resolvieron las carencias analizadas en la normativa Pre-MiFID, si bien ya se habían ido perfilando las obligaciones de información durante los últimos años antes de su entrada en vigor. En concreto, extiende su alcance en la medida en que sí lleva exige una clasificación de los clientes en minoristas o profesionales; contempla requisitos para que los instrumentos financieros sean catalogados como “no complejos” (relacionados, por ejemplo, con la facilidad para conocer su valor, condiciones de rescate y limitación de pérdidas, así como si se trata de productos derivados); y perfila el régimen jurídico en función de si se tratan de servicios de asesoramiento o de pura comercialización.

C) Paquete MIFID II (y su Reglamento delegado 565/2017)²⁹

La novedad que atesora esta regulación consiste en que se produce un cambio en la concepción de la empresa de servicios de inversión. De esta forma deja de entenderse que esta es una mera vendedora y comienza a ser visualizada por el legislador como una comisionista, sometida al deber de lealtad y con la obligación de anteponer el interés del cliente al propio. Parte de la idea de que el cliente no busca solo una mera y aséptica información sino una recomendación o consejo. De esta forma se desplaza la obligación de suministrar información hacia la obligación de suministrar un buen consejo.

Además, entre otros aspectos, en este momento surgen nuevas exigencias respecto a los requisitos que deben reunir el personal de las empresas de servicios de inversión, y se constituyen dos formas distintas de asesoramiento: independiente y no independiente.

4.2.1 Clasificación de los clientes en minoristas o profesionales: la Evaluación de Conveniencia

Como se dijo anteriormente, antes de la normativa MiFID, la LMV dotaba de un trato homogéneo para todos los clientes; sin diferenciar entre clientes profesionales o minoristas: si bien es cierto que las entidades de inversión han clasificado tradicionalmente a sus clientes a nivel interno (familias, grandes patrimonios)³⁰, no se categorizan a efectos de exigirles para cada grupo diferentes niveles de información sino de cara a determinar internamente los recursos que se destinan a atenderlos.

Esto cambió con la entrada en vigor de la normativa MiFID I. En ella se recogió por primera vez el deber de clasificación de los clientes en minoristas o profesionales. Así, se catalogaban como profesionales a quienes se presumía la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos; mientras que los clientes minoristas, por delimitación negativa, eran aquellos que no eran profesionales³¹. Cabe hacer referencia a que esta clasificación no era rígida, sino que

²⁹ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 194

³⁰ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 183

³¹ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 186

cabía transitar de un grupo a otro; y que existía el deber de notificar la clasificación (minorista o profesional) a los clientes.

Para proceder a la clasificación, se estableció como obligación la necesidad de recabar la información necesaria sobre sus clientes; así como la de entregar al cliente copia del resultado de la Evaluación de Conveniencia sobre su perfil inversor³². Sin embargo, el alcance de esta obligación fue distinto en función del servicio que prestaba la entidad financiera a su cliente³³. De esta forma, en los supuestos en que se prestase un servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras se exigía obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia, situación financiera y los objetivos de inversión del cliente; mientras que en el caso de que los servicios no incluyan asesoramiento o gestión de carteras, simplemente se exigía información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado con la finalidad de corroborar si es un producto adecuado para el cliente. En ambos casos si un producto no era adecuado para el cliente, debía ser advertido.

Cabe mencionar, que hay autores como AGÜERO ORTIZ, que diferencian entre los test de conveniencia e idoneidad³⁴. Así, en el primero *“el objetivo de este test es evaluar la adecuación del servicio o producto en cuestión a las necesidades e intereses del cliente, y analizar si éste comprende los riesgos del producto ofrecido o solicitado. Adviértase que este test es exigido en caso de clientes minoristas (...) consiste en un cuestionario relativo a los conocimientos y experiencia del cliente en relación al producto ofertado, y sus preguntas deben versar sobre (i) los tipos de instrumentos financieros con los que esté familiarizado; (ii) la naturaleza, frecuencia y volumen de las transacciones sobre instrumentos financieros realizadas por el cliente; y (iii) el nivel de estudios; profesión actual y anteriores que puedan resultar relevantes”*. Por el contrario, en el test de **idoneidad** *“Su finalidad es determinar qué productos pueden resultar más afines a los intereses del cliente, y así determinar qué productos ofrecer. Ante la ausencia de información al respecto, la entidad no debe ofrecer ningún producto o servicio (art. 79. bis 6 LMV). En este caso, el cuestionario deberá incidir en (i) los conocimientos y experiencia del cliente en el sector por parte del cliente; (ii) su situación financiera; y (iii) sus objetivos de inversión”*.

Con MiFID II se amplió el deber. Así, surgió la obligación de informar, de comunicar a los clientes, previos y nuevos, su clasificación como minoristas, profesionales o contrapartes elegibles. Además, se extendió a la evaluación de la conveniencia a los productos combinados y a la recomendación de productos que mejor se ajusten, debiendo para ello dilucidarse la capacidad del cliente para soportar pérdidas y su tolerancia al riesgo³⁵.

³² BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 186

³³ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 188

³⁴ AGÜERO ORTIZ, ALICIA, “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 N°8 2013, Universidad de Castilla-La Mancha, 2014, p.460.

³⁵ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 201, 209

La Circular 3/2013, de 12 de junio, de CNMV, 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 en su norma cuarta señala que ante determinados supuestos por la naturaleza del producto contratado o falta de idoneidad, entre otros, se le harán advertencias estandarizadas al cliente, de forma que al consentir lo haga siendo consciente de las consecuencias que pueden derivarse.

En este apartado conviene resaltar la situación que se plantea respecto de aquellos en que la contratación tenga lugar telemáticamente. A este respecto, la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores establece un régimen básico, pues el régimen habrá de aplicarse a los contratos con consumidores de servicios financieros prestados, negociados y celebrados a distancia y prestados por las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, entre otros (Art 1 y 2).

Entre los aspectos más destacados respecto de su comercialización, se señala que deberá quedar constancia de esta en un soporte duradero (Art 6.1); así como la obligación de cumplir una serie de requisitos de información previa al contrato, que deberán ser suministrados al consumidor con tiempo suficiente. Estos últimos se desarrollan en el Art 7, si bien el Art 8 establece otros requisitos adicionales remitiéndose a los establecidos en la legislación especial que sea aplicable al servicio financiero concreto objeto del contrato a distancia. En este tipo de contratos el Art 10 contempla, por regla general, un derecho de desistimiento. Sin embargo, en el apartado segundo a) se indica que este no se aplicará a los contratos relativos a servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados financieros que el proveedor no pueda controlar.

Vinculado a esta ley, la propia Circular 3/2013, de 12 de junio, de CNMV, indica en su Norma sexta que cuando la prestación del servicio se realice por vía electrónica o telefónica, la información podrá obtenerse a través de canales electrónicos o telefónicos, siempre que se establezcan medidas eficaces que impidan la manipulación de la información con posterioridad a la realización de la operación.

En el caso de prestación de servicios por vía telefónica *“la entidad deberá conservar la grabación con la expresión verbal del cliente que corresponda”*, en los términos previstos en la ya mencionada norma cuarta relativa a la idoneidad. Además, la grabación se pondrá a disposición del cliente si así lo solicita. Por otra parte, si la prestación se realiza por vía electrónica *“deberán establecerse los medios necesarios para asegurar que el cliente pueda teclear la expresión correspondiente de las señaladas en la norma cuarta de esta Circular, con carácter previo a cursar la orden y la entidad deberá ser capaz de acreditar que así se ha realizado”*.

4.2.2 *Deberes de información clara, correcta y precisa, con suficiente antelación*

Tal y como se ha dicho, los deberes de información habían existido desde la normativa **Pre-MiFID**, si bien con el paso del tiempo se fueron ampliando y detallando.

En este primer momento, se exigía, sin gran detalle, información sobre los productos ofertados, debiéndose hacer referencia a las características, y en especial a los riesgos que estos implicaban. Además, a este fin la información debía ser clara, correcta y precisa, con suficiente antelación³⁶.

Con **MiFID I**, se mantienen las características anteriores, pero surge una importante **concreción de este deber**.

De esta forma, a lo largo de las disposiciones se delimita el deber en relación con informaciones de diferente naturaleza:

En relación a los instrumentos financieros se mantiene la necesidad de realizar una descripción de la naturaleza y los riesgos de los mismos, si bien se hacen menciones más concretas. Así, por ejemplo, respecto de los riesgos deberán incluirse aquellos conexos a ese tipo de instrumento financiero (incluida la pérdida de la inversión), la volatilidad del precio y cualquier limitación del mercado en que pueda negociarse. Además, se indica que estos no deberían basarse en resultados históricos sino en supuestos razonables de escenarios de resultados correspondientes a diferentes condiciones de mercado (tanto positivos como negativos) respaldados por datos objetivos, advirtiendo de que estas previsiones no constituyen un indicador fiable de resultados futuros. Para mayor salvaguarda del cliente, merece especial mención que en este paquete también se da cuenta de la necesidad de informar acerca de las estrategias de inversión propuestas, debiendo incluir información adicional para destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez³⁷.

Por otro lado, ya no solo se trata de informaciones acerca del producto sensu estricto, si no que se debe informar al cliente a los costes y gastos asociados, así como los impuestos a liquidar por la contratación del producto; y a otros aspectos de carácter “burocrático”, entre los que se encuentran las condiciones del contrato, el nombre y dirección y los servicios que prestase la empresa, los idiomas y medios de comunicación en los que el cliente podrá comunicarse con la empresa, así como naturaleza, periodicidad y fecha de los informes sobre el servicio prestado que la entidad ha de remitir³⁸.

³⁶ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 184

³⁷ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 188, 189, 192, 201

³⁸ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 189, 90

Desde un punto de vista temporal, se habla de la obligación de mantener adecuadamente informados a sus clientes “en todo momento”,³⁹ de forma que se refleja claramente que no se limita el deber de información a la fase precontractual y de perfección del contrato.

La llegada de MiFID II supone, nuevamente, un mayor detalle de estas informaciones⁴⁰.

En concreto se establecen requisitos relativos al tamaño de letra, la lengua empleada y que la información esté actualizada y resulte pertinente a efectos de los medios de comunicación utilizados. Respecto a los productos, se habla por primera vez de los instrumentos financieros compuestos por dos o más instrumentos o servicios financieros distintos; y se exige explícitamente la mención a los riesgos vinculados a los obstáculos o restricciones para la desinversión, indicando posibles métodos de salida (con sus consecuencias, limitaciones y plazo estimado para poder vender). En relación a los gastos, se produce un incremento muy notable de exigencias informativas al señalarse la necesidad de presentarlos de forma agregada permitiendo al cliente comprender tanto el coste total como el efecto acumulativo sobre el rendimiento de la inversión; así como la posibilidad, a solicitud del cliente, de solicitar un desglose por conceptos de todos los gastos.

4.2.3 *Deberes de conducta en interés de sus clientes*

El deber de conducta en interés del cliente en la normativa **Pre-MiFID** ya se contemplaba.

Así, se hacía mención a la exigencia de dar al cliente una **atención** personalizada y dedicarle el tiempo necesario para encontrar el producto más adecuado a los objetivos del cliente, debiendo conservar los estudios sobre la base de los cuales se han realizado las recomendaciones⁴¹. No solo esto, también se reflejaba en el deber de actuar con diligencia y transparencia en “interés de sus clientes”, debiendo abstenerse la entidad financiera de tomar posiciones por cuenta propia y dejando constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses (situaciones en las cuales debían dar prioridad a los intereses de sus clientes).

Con MiFID I se establece el deber de actuar con “honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes”⁴². El matiz de “el mejor” parece baladí pero no es así puesto que, como se ha mencionado, pudo traducirse en la exigencia de la evaluación de Conveniencia sobre su perfil inversor, traduciéndose ya en MiFID II a la recomendación de productos que mejor se ajusten, debiendo para ello dilucidarse la capacidad del cliente para soportar pérdidas y su tolerancia al riesgo (Art 204.1 LMV).

³⁹ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 188

⁴⁰ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 198, 200, 204

⁴¹ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 184

⁴² BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 191

Esta normativa, también contempló, por un lado, la obligatoriedad, en el marco de prestación de servicios de asesoramiento, de comunicar al cliente si los beneficios del cambio de instrumentos financieros son superiores a los costes que ese cambio lleva aparejado o no. También señala que la empresa prestadora de servicios de inversión adoptará las medidas suficientes a la hora de ejecutar la orden de un cliente con el fin de garantizar el mejor resultado posible para este⁴³.

4.2.4 *Otras novedades interesantes introducidas por MiFID II:*

Si bien hemos visto que la normativa MiFID II fundamentalmente desarrolla y detalla el alcance de las obligaciones que se prevén desde los inicios en la normativa protectora del usuario de servicios financieros, es cierto que añade algunas novedades que no se habían previsto con anterioridad en las regulaciones previas y que contribuyen al deber de actuar en interés del cliente⁴⁴.

Por una parte, las **empresas de servicios de inversión** que diseñen instrumentos financieros estarán obligadas a implementar un proceso previo de aprobación de cada producto, fijando el grupo de clientes potenciales a los que se comercializará.

Respecto al **personal de las empresas** de servicios de inversión, se trata de garantizar su imparcialidad mediante la obligación de no remunerar o evaluar el rendimiento de su personal; así como la exigencia de que el encargado de la comercialización comprenda las características de los instrumentos financieros.

Finalmente, se constituyen dos **formas distintas de asesoramiento**, distinguiendo el independiente y no independiente. La diferencia entre ambos es que, en el primer caso, se restringe la posibilidad de que las empresas que prestan este tipo de servicio, así como el gestor del servicio de gestión de carteras, acepten beneficios de emisores o proveedores de productos. Para garantizar una mayor imparcialidad de estos se establecen en el Art 214 LMV unos requisitos adicionales para prestar esta clase de servicio.

4.3 **Casos en los que se ha vulnerado la norma: las participaciones preferentes**

Tras analizar la normativa protectora del usuario de servicios financieros, puede resultar de interés hacer referencia a un caso polémico acontecido durante los últimos años en relación a la comercialización de un producto financiero respecto de la cuál la jurisprudencia se ha pronunciado señalando que ha vulnerado sistemáticamente estas disposiciones, las llamadas “participaciones preferentes”. Una vez más, dado que se trata de un tema complejo y de cuantiosas referencias procedemos a mencionarlo de forma muy sintética.

⁴³ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 193, 209

⁴⁴ BLANCO SÁNCHEZ, MJ *El deber de información ...*, pp. 193, 194

Tras la crisis del año 2008 se inició la venta masiva de este tipo de productos por parte de los bancos comerciales, entidades emisoras de las mismas, que para capitalizarse optaron por vender participaciones preferentes a los inversores minoristas para ampliar su capital.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), define las participaciones preferentes como *“valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas de capital en lo invertido (...)”*⁴⁵.

De este concepto se pueden extraer las principales características de este producto financiero.⁴⁶

1. La rentabilidad de las participaciones preferentes no está garantizada, sino que es variable. Normalmente, al principio estas implicaban una remuneración fija; seguida de una remuneración variable, la cual está condicionada a que la entidad tuviera beneficios distribuibles.
2. Aunque se les denomine participaciones preferentes, estas no son ni participaciones ni preferentes en realidad. Por un lado, no son participaciones porque no otorgan participación en el capital de la entidad emisora ni confieren derechos políticos al inversor. Por otro lado, no son preferentes porque no tienen preferencia en el orden de prelación de créditos. De hecho, eran créditos subordinados.
3. Las participaciones preferentes son de carácter perpetuo, lo que significa que son instrumentos sin un vencimiento determinado. Esto las convierte en activos prácticamente ilíquidos y que el titular no puede solicitar la devolución de su valor nominal en ningún caso, a menos que el emisor lo autorice o en algún caso pagando fuertes penalizaciones.

Todo esto supone que se trata de un producto complejo y de riesgo elevado puesto que no existen posibilidades frecuentes de venta o reembolso; implica pérdidas potenciales y reales para el cliente; y no existió información suficiente y comprensible para un cliente minorista sobre sus características⁴⁷. En el mismo sentido se pronuncia el Tribunal Supremo en su el Sentencia 244/2013 de 18 de abril de 2013 señala que: *“Se trata de un producto financiero altamente complejo, por lo que resulta imposible comprender dicho producto si no se tiene ciertos conocimientos técnicos, dada su complejidad, solo son evaluables en aspectos tales como la rentabilidad, la liquidez y el riesgo por medio de un proceso informativo claro, preciso y completo. La información es muy importante por parte de la empresa que presta servicios de inversión”*.

El principal inconveniente asociado a estos productos radica su agresiva comercialización, tal y como indica el DEFENSOR DEL PUEBLO, “Estudio sobre participaciones

⁴⁵ Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf

⁴⁶ SERRANO GONZALEZ, MIGUEL ANGEL *El problema de las participaciones preferentes*, 2015, Universidad de Salamanca. Pp. 10-12

⁴⁷ AGÜERO ORTIZ, ALICIA, “El consumidor como inversor ...”, p.447.

preferentes” marzo de 2013, donde señala que “*se vendieron participaciones preferentes a inversores minoristas, que desconocían la naturaleza del producto que adquirirían y no comprendían su funcionamiento, por las mismas entidades emisoras de dichas participaciones, pero que se presentaron como asesores de sus clientes, no como vendedores de los productos*”. Señala, en concreto, que el perfil predominante de los ciudadanos que acudieron para presentar quejas estaba compuesto en su gran mayoría por personas mayores ya jubiladas y jóvenes que deseaban rentabilizar una cantidad en el corto plazo para adquirir una vivienda o financiar otros proyectos. Es decir, todos estos individuos tenían en común una escasa o nula formación financiera y buscaban productos seguros y de renta fija.⁴⁸ Continúa indicando que “*las entidades daban una imagen de solvencia y solidez amparada por el Banco de España, que generaba confianza en los clientes, cuando luego no ha resultado ser cierto. (...). De esta forma, el cliente así ha sufrido un error sobre el tipo de producto y la solvencia del sujeto que debía responder ante él (...)*”. Esto es así porque tenían la ventaja de que la inversión que realizaban los titulares se integraba en el balance de estas entidades como patrimonio neto y no como pasivo,⁴⁹ permitiendo una mayor liquidez a las mismas y dando una imagen de saneamiento frente a terceros.

Sin embargo, a efectos del deber de información objeto de estudio en este trabajo, lo que interesa resaltar son las deficiencias a la hora de la comercialización de ese producto. Para hacerlo nos valdremos del propio informe del defensor del pueblo, que señala las claves al respecto, indicando las disposiciones actuales que podrían vulnerar:⁵⁰

- a) *“Las participaciones preferentes se comercializaban a través de sucursales entre sus clientes ofrecidas como alternativa a los depósitos a plazo fijo.*
- b) *Para ello les aseguraron a sus clientes que eran instrumentos con una renta superior a cualquier depósito o imposición a plazo fijo y con una liquidez absoluta para el adquirente, sin informar que se trataba de un instrumento financiero complejo, de riesgo elevado y que no están cubiertos por ningún fondo de garantía, no tienen plazo de vencimiento y para su venta hay que acudir a un mercado secundario que no tiene liquidez inmediata.*
- c) *No todos los empleados de las entidades financieras que han puesto en circulación estos productos poseen la formación suficiente para explicarlos a los inversores.*
- d) *Los clientes creían solventes a estas entidades y les habían asesorado para realizar una operación segura, tanto por la imagen sólida de la entidad como por la credibilidad con que contaban.*
- e) *Los ciudadanos han tenido conocimiento de la verdadera naturaleza del producto contratado una vez que han solicitado la disposición del dinero depositado, cuando comenzaban a sufrir pérdidas o dejaban de percibir intereses. De esta forma, cuando el cliente, aun asumiendo pérdidas, ha pretendido recuperar la inversión, ello no ha sido posible, porque necesitaba el consenso de la entidad, y ahora la autorización del Banco de España”*

Atendiendo a estos aspectos, se puede apreciar como sistemáticamente con esta forma de comercialización se estaban vulnerando las exigencias de toda la normativa analizada hasta el momento.

Tal y como se apreció en el caso de las tarjetas *revolving* y las cláusulas suelo, podría llegar a apreciarse una transgresión del TRLGDCU y la LCGC, en tanto que los inversores además

⁴⁸ DEFENSOR DEL PUEBLO, *Estudio sobre participaciones preferentes, marzo de 2013*, pp. 17, 43 <https://www.defensordelpueblo.es/wp-content/uploads/2015/05/2013-03-Estudio-sobre-las-Participaciones-Preferentes.pdf>

⁴⁹ SERRANO GONZALEZ, M. A *El problema de ...*, Pp. 13

⁵⁰ DEFENSOR DEL PUEBLO, *Estudio sobre ...*, pp. 7-15

pueden ser calificado como consumidores según el Art 3; y que, en concreto, las participaciones preferentes se comercializaron en la mayoría de los casos mediante un contrato de adhesión. De esta forma se pueden vulnerar sus Art 5 y 7 que imponen el control de incorporación y de transparencia.

Pero en este caso también se vulnera la normativa MIFID pues obviamente esta forma de comercializar el producto vulnera los deberes mencionados anteriormente de actuar de forma honesta, imparcial y profesional, en el mejor interés de sus clientes; proporcionar información, imparcial, clara y no engañosa a sus clientes (Art 197 LMV); y prestar servicios y ofrecer productos teniendo en cuenta las circunstancias personales de los clientes⁵¹. En concreto, a modo de ejemplo, en las letras a) a c) sobre la comercialización del producto se aprecia cómo se incumple el requisito de incluir información adicional para destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez (Art 201.2 LMV); o la exigencia de que el encargado de la comercialización comprenda las características de los instrumentos financieros que se incluyó con el paquete MiFID II (Art 199.2 LMV).

Para finalizar, es preciso mencionar que existe una jurisprudencia muy consolidada que ha analizado esta clase de conflictos durante los últimos años. Por ejemplo, la STS (Sala de lo Civil, Sección 1ª) núm. 592/2018 de 24 octubre en su FD CUARTO indica que:

“Para invalidar el consentimiento (...) La jurisprudencia ha exigido que el error sea esencial (...) y excusable, esto es, no imputable a quien lo sufre. La diligencia exigible ha de apreciarse (...) teniendo en cuenta las condiciones de las personas, no sólo las de quien ha padecido el error, sino también las del otro contratante, de modo que es exigible una mayor diligencia cuando se trata de un profesional o de un experto (...) En el ámbito del mercado de valores y los productos y servicios de inversión, el incumplimiento por la empresa de inversión del deber de información al cliente no profesional, (...) lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados, que vicia el consentimiento.

(...) Siendo el servicio prestado de asesoramiento financiero, el deber que pesa sobre la entidad recurrente no se limita a cerciorarse de que el cliente minorista conoce bien en qué consiste el producto que contrata y los concretos Documento 8 riesgos asociados al mismo, sino que además debe evaluar que, en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, es lo que más le conviene”.

⁵¹ GUERRERO, CARLOS, “Las acciones y participaciones preferentes: acciones judiciales y estrategias de defensa” Revista Aranzadi Doctrinal nº 6, 2012, pp. 193-202

5. APLICACIÓN EN EL MARCO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Tal como analizamos anteriormente, en el ámbito de protección de los contratantes de productos financieros se diferenciaban el régimen de protección del inversor y la normativa protectora del usuario de servicios financieros. De esta forma, la contratación con fondos de inversión no es diferente, y si bien respecto de ellos se aplica la normativa protectora del usuario de servicios financieros en los términos señalados en el capítulo anterior, sí que hay especialidades en relación a la información que deben proporcionar las entidades gestoras de esta clase de productos.

De cara a proceder al análisis se hará una breve mención a qué se entiende por instituciones de inversión colectiva en general, y en concreto por fondos de inversión, así como cuáles son sus principales ventajas; para posteriormente determinar cuáles son las exigencias de publicidad e información que impone la norma a los órganos gestores de los mismos.

5.1 Concepto de institución de inversión colectiva⁵²

Según el Art. 1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), las instituciones de inversión colectiva son “*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*”. Dentro de estas, la propia LIIC distingue en su Título I entre sociedades de inversión y fondos de inversión, aunque nos centremos exclusivamente en estos últimos.

Dada la definición del Art 3 LIIC y la Guía de la CNMV, los fondos de inversión son patrimonios sin personalidad jurídica que se forman por la agregación de los capitales aportados por un número variable de personas (los partícipes), entre los que pueden incluirse otras instituciones de inversión colectiva. El patrimonio del fondo puede aumentar o disminuir por dos motivos: los desembolsos y reembolsos de los partícipes; y las variaciones en el valor de mercado de los activos que componen la cartera del fondo. Es esto precisamente lo que determina la modificación del valor de las participaciones de las que dispone cada sujeto, obteniendo así rentabilidades positivas o negativas. De esta forma, los fondos de inversión cumplen con la definición dada de instituciones de inversión colectiva en tanto que los resultados individuales dependen directamente de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores.

La norma básica que regula estas entidades es la propia LIIC, la cual es de especial relevancia puesto que tal y como señala su Art 2.1 dispone de un ámbito de aplicación muy amplio que incluye prácticamente a la totalidad de fondos de inversión que son comercializados en

⁵² <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Para-inversores/Guias-del-inversor/CNMV-Fondos-de-inversi%C3%B3n-y-la-inversi%C3%B3n-colectiva.pdf>

España. Así, señala en su apartado a) que la Ley será de aplicación “*A las IIC que tengan en España su domicilio social en el caso de sociedades de inversión, o que se hayan autorizado en España, en el caso de fondos*”. Sin embargo, los preceptos de la LIIC deben ser complementados con las disposiciones reglamentarias del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (RIIC); y diversas Circulares de la CNMV, como veremos a continuación.⁵³ Debe tenerse en cuenta además, que recientemente ha sufrido pequeñas modificaciones con la aprobación de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMV), como se refleja en su Disposición final cuarta.

La carencia de personalidad jurídica hace imprescindible que los fondos de inversión se “relacionen” con el entorno (partícipes, intermediarios, mercados...) a través de una **sociedad gestora** (SGIIC) y una entidad depositaria encargada de custodiar el patrimonio del fondo (valores, efectivo) y asumir ciertas funciones de control sobre la actividad de la gestora, en beneficio de los partícipes.

En cuanto a la SGIIC, se encargan de adoptar las decisiones de inversión y ejercen todas las funciones de administración y representación del fondo.

Así, el Art 40.1 LICC las define como “*sociedades anónimas cuyo objeto social consistirá en la gestión de inversiones, el control y la gestión de riesgos, la administración, representación y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos*”. Es decir, se trata las sociedades mercantiles de capital que invierten el capital aportado por los ahorradores (partícipes) en los distintos activos financieros que constituyen la cartera del fondo: renta fija, renta variable, derivados, depósitos bancarios, etc.

Su existencia explica las principales ventajas que aportan los fondos de inversión como productos financieros ya que permiten que las decisiones de inversión sean tomadas por un inversor profesional con formación especializada y que se dedica exclusivamente a esta actividad, tratando de seleccionar las mejores inversiones posibles dadas las condiciones del mercado. Esto puede contribuir a una mayor despreocupación del ahorrador, que, a cambio, pagará ciertas comisiones. Además, en tanto que invierten en un amplio número de activos de diferente naturaleza y emisores, permiten al ahorrador acceder a carteras de valores amplias ayudando a diversificar el riesgo de la inversión al no depender exclusivamente de la evolución de un solo activo financiero⁵⁴.

Las SGIIC están reguladas específicamente por el Título IV de la LIIC, que sujeta su actividad a autorización administrativa e inscripción en el correspondiente Registro de la CNMV (Art 40 LIIC), de forma que su actividad, que constituye su objeto social exclusivo, está legalmente reservada a estas entidades. Además, se aplica el principio de reserva de denominación, de modo que sólo ellas con carácter exclusivo podrán utilizar la

⁵³ (vid. Circular 2/2013, de 9 de mayo; Circular 4/2008, de 11 de septiembre; Circular 5/2007, de 27 de diciembre; Circular 2/2020, de 28 de octubre; Circular 1/2021, de 25 de marzo)

⁵⁴ “Fondos y sociedades de inversión I: visión general de los fondos de inversión mobiliaria, tipología y objetivos”, Fundación de estudios financieros (FEF) pp. 8

denominación «Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva» y sus siglas «SGIIC» (Art 40.7 LIIC).

La doctrina, a la hora de analizar la relación del inversor con la SGIIC no se pone de acuerdo. Así, según CAÑO PALOP, J.⁵⁵ se ha hablado de “*una relación de copropiedad, de una relación de comisión o mandato conferido por el partícipe a la SGIIC, de un contrato de cuenta en participación entre la SGIIC y los partícipes, de un contrato de préstamo parciario, una relación asociativa atípica, un patrimonio de afectación, etc*”. Sin embargo, la opinión más extendida entiende que se trata de una relación sui generis. Así, MARTÍNEZ CAÑELLAS en “Información de las entidades gestoras frente a los inversores institucionales”⁵⁶ señala que contiene elementos propios de una comunidad de bienes y los de una sociedad y se configura como un *trust* o fideicomiso financiero. De esta forma la gestora será, por ley, la que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Además, indica que la inexistencia de personalidad jurídica supone que no pueden impugnarse los actos y contratos realizados por la sociedad gestora con terceros en el ejercicio de sus facultades de administración y disposición; así como que será la entidad gestora la que ejerza los derechos propios del accionista, como el derecho de voto, si bien lo hará “*en virtud de la relación contractual, no orgánica, que le vincula con el fondo*” de forma que “*deberá ejercitarlos en beneficio del fondo, es decir, de sus inversores, respondiendo contractualmente ante ellos*”. Es por ello que el régimen de información y de responsabilidad de la sociedad gestora se conduce por medios contractuales. Todo esto también es señalado por MIRANDA SERRANO, quien añade que “*las funciones desempeñadas por estas sociedades gestoras han de realizarse con la diligencia de un ordenado empresario y un representante leal*”.⁵⁷

Antes de entrar en el régimen de transparencia en concreto conviene hacer dos apreciaciones.

Se debe tener en cuenta que pueden existir fondos que cumplan ciertas especialidades por razón de los activos en que invierten, como son, por ejemplo, las **instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero** o los **fondos de gestión alternativa** -caracterizadas por una mayor libertad en el desarrollo de su política de inversión -. Su naturaleza matiza los requisitos de información. A modo de ilustración, mientras que en los primeros deberán incorporar a su denominación las siglas «SU» o «FU»; las segundas deberán identificarse como «Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre» o su abreviatura «IICIL»

Por otro lado, aunque no se profundice en ello, hay otras instituciones de inversión colectivas que no están reguladas por la LIIC. Este es el caso de las instituciones de **inversión colectiva de tipo cerrado** y las **entidades de capital riesgo**, que se rigen por 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. Según se desprende del Art. 2 y tal y como señala

⁵⁵ CAÑO PALOP, J. en “Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva” en Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva / coord. por Francisco Uría Fernández, Madrid, La Ley, 2007, pp. 1163

⁵⁶ MARTÍNEZ CAÑELLAS, A. en “Información de las entidades gestoras frente a los inversores institucionales” en Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados / coord. por Antonio Roncero Sánchez; (...) Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 1407

⁵⁷ MIRANDA SERRANO, L. “Las sociedades mutualistas y las instituciones de inversión y financiación colectiva”, Lecciones de derecho mercantil / coord. por Guillermo J. Jiménez Sánchez, Alberto Díaz Moreno, Madrid, Tecnos, 2021, Pp. 411

MORENO SERRANO, E., una de sus principales peculiaridades es que su consideración como entidades «de tipo cerrado» se debe a sus políticas de desinversión⁵⁸, en muchos casos limitadas a causas tasadas. Por ello, a pesar de tener un régimen de transparencia bastante similar al que analizaremos para el caso de los fondos de inversión según se desprende del análisis de MORENO SERRANO⁵⁹, su naturaleza obliga a que el folleto deba incluir como mínimo, entre otros aspectos las restricciones de inversión que, en su caso, se apliquen; así como la descripción del procedimiento de valoración; y de la gestión del riesgo de liquidez de la ECR o EICC, incluidos los derechos de reembolso en circunstancias normales y excepcionales, así como los acuerdos de reembolso existentes con los inversores (apartados a), g) y h) del Art 68.1 Ley 22/2014).

5.2 Deber de Información en la Sociedad Gestora del Fondo

Las sociedades gestoras del fondo, en tanto que adopta las decisiones de inversión y determina en última instancia el nivel de riesgo y rentabilidad del producto, están sometidas a una serie de deberes especiales de información, que se reflejan en las normas de carácter legal y reglamentario que se enunciaron a la hora de hablar de la regulación de las IIC.

Esta información resulta imprescindible para la eficiencia del mercado y la igualdad de trato de los inversores, y debe facilitarse de forma completa y clara, más si tenemos en cuenta que el pequeño inversor carece, por lo general, de preparación financiera especializada. Además, desde un punto de vista temporal, el deber de información se concreta tanto en obligaciones que deben respetarse en el momento inicial de su constitución, cuando se regulan las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad; como en otras exigibles posteriormente, una vez iniciado el desarrollo de su actividad, ya sea de forma aislada o periódica. En el presente trabajo nos centraremos en estas últimas.

5.2.1 *Elaboración de documentos periódicos*

La LIIC contempla en su capítulo III del título II (Arts. 17 a 22) las obligaciones de información periódicas en relación con las instituciones de inversión colectiva.

La ley exige la elaboración de diversos instrumentos o documentos informativos en los que se recojan de forma actualizada las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio y perspectivas de la institución. Estos se mencionan en el Art 17.1 LIIC

⁵⁸ MORENO SERRANO en “Deberes de información de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) y sus sociedades gestoras”, en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* / coord. por Antonio Roncero Sánchez; Fernando Rodríguez Artigas (dir.), Luis Fernández de la Gándara (dir.), Jesús Quijano González (dir.), Alberto Alonso Ureba (dir.), Luis Antonio Velasco San Pedro (dir.), Gaudencio Esteban Velasco (dir.), Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp. 1330

⁵⁹ MORENO SERRANO en “Deberes de información de las entidades ...”, pp. 1337 a 1341.

que señala la obligatoriedad de elaborar un folleto, un documento con los datos fundamentales para el inversor; así como un informe anual y otro semestral.

También resultan **reseñable las funciones de la CNMV** respecto de estos documentos, ya que según el Art 17.7 LIIC, esta establecerá los modelos normalizados de toda esta documentación, como se detallará más adelante para cada instrumento. Y no solo eso, sino que todos estos documentos, simultáneamente a su difusión entre el público, serán remitidos a dicha institución con el objetivo de que mantenga un registro actualizado de los mismos, al que el público tendrá libre acceso.

Además, existe la posibilidad de que la sociedad gestora pueda proporcionar de forma voluntaria información trimestral (Art 17.6 LIIC).

Todos estos documentos tienen el **doble objetivo** de que, por un lado, las personas interesadas en invertir mediante la participación de un fondo de inversión cuenten previamente con información públicamente accesible que les permita fundamentar con conocimiento de causa suficiente su decisión inversora en un sentido u otro; y por otro, que quien ya tiene la condición de partícipe cuente con información permanente sobre la evolución patrimonial de la institución que le permita mantenerse en la posición inversora en que esté o bien modificarla. De esta forma, la información será **accesible independientemente de haber adquirido ya la condición de inversor o no**. A modo de ejemplo, esto queda bien reflejado en el Art 18.2 LIIC, cuando señala respecto de los informes, que se pondrán a disposición tanto del público general como de los partícipes. De esta forma, no están destinados sólo a partícipes.

Respecto al momento de entrega de estos documentos, el Art 18.1 LIIC señala que deberá entregarse gratuitamente el folleto y los últimos informes anual y semestral publicados con carácter previo y con antelación suficiente a la contratación del fondo. Además de la entidad gestora, señala que los intermediarios cumplirán con dicha obligación en todo caso (Apartado 1 bis). Sin embargo, **aunque señala que esto únicamente se hará previa solicitud**, lo cual se contempla específicamente también respecto a los informes trimestrales a tenor de lo dispuesto en el Art. 18.2 LIIC y norma 4a. 1 Circular 4/2008.

Por el contrario, en lo relativo al suministro del documento de datos fundamentales para el inversor se remite a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados a los productos de inversión basados en seguros.

- En este sentido el Art 13 en sus apartados 1 y 3 dictan que toda persona que asesore sobre un producto empaquetado o que lo venda a un inversor minorista le proporcionará el documento de datos fundamentales con suficiente tiempo antes de que dicho inversor quede obligado por cualquier contrato u oferta relativa a dicho producto. No obstante, podrá hacerlo después de realizada la operación y sin retraso injustificado en una serie de casos tasados:

- *“a) que el inversor minorista, por iniciativa propia, haya optado por ponerse en contacto con la persona que vende el producto empaquetado o basado en seguros y realizar la operación a través de un medio de comunicación a distancia;*
- *b) que sea imposible proporcionar el documento de datos fundamentales de conformidad con el apartado 1 del presente artículo;*
- *c) que la persona que asesore sobre un producto empaquetado o basado en seguros o que lo venda haya informado al inversor minorista de que no es posible proporcionar el documento de datos fundamentales y haya señalado claramente que el inversor minorista puede retrasar la operación con objeto de recibir y leer dicho documento antes de realizar la operación;*
- *d) que el inversor minorista haya accedido a que se le envíe el documento de datos fundamentales sin retraso injustificado después de realizada la operación, en vez de retrasar la operación para recibir de antemano dicho documento”.*

En relación a la forma de la entrega, el mismo Art 18.1 LIIC continúa indicando que tanto el folleto como los documentos de datos fundamentales para el inversor podrán facilitarse, bien en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad de gestión; bien, por medio de un ejemplar en papel previa solicitud de forma gratuita. Además, proporcionarán el documento con los datos fundamentales para el inversor a los intermediarios cuando estos lo soliciten a fin de que se lo entreguen a sus clientes (Apartado 1 bis).

Sin embargo, el Art 14 del Reglamento (UE) n.º 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales señala que la persona que asesore sobre un producto empaquetado o que lo venda proporcionará el documento de datos fundamentales a los inversores minoristas de forma gratuita y por uno de los siguientes medios:

- a) en papel, que debería ser la opción por defecto cuando el producto empaquetado o basado en seguros se ofrezca cara a cara, salvo si el inversor minorista solicita que se haga por otro medio;
- b) en un soporte duradero distinto del papel, siempre que se cumplan las condiciones previstas en el apartado 4;
 - *a) que el recurso al soporte duradero sea apropiado al contexto en que se desarrollen las transacciones entre la persona que asesora sobre un producto empaquetado o basado en seguros o que lo vende y el inversor minorista;*
 - *b) que se haya ofrecido al inversor minorista la posibilidad de elegir entre recibir la información en papel o en soporte duradero, y que haya optado por esto último de una manera que pueda acreditarse.*
- c) a través de un sitio web, siempre que se cumplan las condiciones previstas en el apartado 5.
 - *a) que el suministro del documento de datos fundamentales por medio de un sitio web sea apropiado al contexto en que se desarrollen las transacciones entre la persona que asesora sobre un producto empaquetado o basado en seguros o que lo vende y el inversor minorista;*
 - *b) que se haya ofrecido al inversor minorista la posibilidad de elegir entre que se le proporcione la información en papel o a través de un sitio web, y que haya optado por esto último de una manera que pueda acreditarse;*
 - *c) que se haya notificado al inversor minorista, electrónicamente o por escrito, la dirección del sitio web y el lugar del mismo donde puede acceder al documento de datos fundamentales;*

- *d) que se mantenga la posibilidad de acceder al documento de datos en el sitio web, de descargarlo y almacenar en un soporte duradero durante todo el tiempo que el inversor minorista pueda necesitar para su consulta.*
- 3. En el supuesto de que el documento de datos fundamentales se proporcione en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web, inversores minoristas derecho a obtener un ejemplar en papel de forma gratuita.

Por otro lado, respecto de los informes, el Art 18.2 diferencia entre la vía de acceso del público general como de los partícipes, puesto que los primeros podrán hacerlo en los lugares que se indiquen en el folleto y el documento con los datos fundamentales, que incluirán en todo caso la dirección de la página web. Sin embargo, en el caso de los partícipes deberán serle remitidos por medios telemáticos salvo renuncia expresa de este a recibir la información, caso en el que no se le entregará; o cuando no facilite los datos necesarios para ello o manifieste por escrito su preferencia por recibirlos físicamente, en cuyo caso se le remitirán en papel de modo gratuito. Esta es la regla general, puesto que el inciso tercero señala que para cualquier comunicación a partícipes se seguirá esta regla de preferencia.

Respecto al registro y sus actualizaciones sucesivas en la CNMV, en el caso del folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor, la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva exige en su norma sexta la remisión del documento a esta institución por vía telemática, pudiendo sólo presentarse por vía distinta cuando lo autorice la propia CNMV previa solicitud justificada.

La norma séptima de dicha Circular en sus dos primeros apartados señala la exigencia de actualización del documento cuando se produzcan modificaciones de sus elementos esenciales, considerando como tales los siguientes:

- a) La sustitución de la sociedad gestora.*
- b) La sustitución de la entidad depositaria.*
- c) La delegación por parte de la sociedad gestora de la gestión de activos.*
- d) La transformación del fondo o del compartimento.*
- e) La modificación de la política de inversión, con la salvedad indicada en el penúltimo párrafo de este apartado.*
- f) Los cambios en la política de distribución de resultados.*
- g) El establecimiento o elevación de la comisión de gestión y de la comisión de depositario.*
- (..)*
- i) La modificación en la periodicidad de cálculo del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos.*
- j) La transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC.*

k) Cuando se trate de fondos cuya política de inversión se base en la inversión en una única IIC, el cambio de IIC objeto de inversión, así como los supuestos previstos en este apartado que afecten a la información sobre dicha IIC recogida en su folleto y/o en su documento con los datos fundamentales para el inversor.

(...)

m) La contratación de asesores de inversión del fondo o compartimento. .

(...)

q) Las modificaciones relativas al procedimiento de suscripciones y reembolsos. En particular, se considerarán como tales las siguientes:

i) Los cambios en la fecha u otros similares que puedan afectar al valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos.

ii) El establecimiento o modificación de la hora de corte fijada por la sociedad gestora a partir de la cual las órdenes recibidas se consideran realizadas al día hábil siguiente.

iii) El establecimiento, modificación significativa o eliminación del régimen de preavisos para determinados reembolsos.

iv) El establecimiento o modificación significativa de restricciones en la suscripción o reembolso de participaciones.

s) El otorgamiento o modificación de las garantías de rentabilidad a favor del fondo o los partícipes.

t) La inclusión, modificación o supresión de planes especiales de inversión.

u) La creación y baja de compartimentos y clases de participaciones.

v) El cambio de los mercados en los que las participaciones coticen o se negocien.

y) Cualquier otro cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para suscribir o reembolsar las participaciones del fondo, siempre que la CNMV se haya pronunciado expresamente en ese sentido, previa consulta de la sociedad gestora.

Se señala, además, que la actualización del documento por alguna de las modificaciones previstas en este apartado requiere la previa verificación por la CNMV de dichas modificaciones.

A continuación, vamos a analizar uno por uno **cada uno de estos instrumentos en términos del contenido que deben incluir y la forma en que deben presentarse**. Sin embargo, se debe tener en cuenta que los **contenidos no son tasados** ya que la CNMV podrá, asimismo, exigir la inclusión en los folletos de cuanta información adicional, advertencias o explicaciones estime necesarias para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado. Así se recoge tanto para los folletos (Art 24.2 RIIC); como documento con los datos fundamentales para el inversor (Norma 4.3 Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores); y en el informe anual (Art 26.2 RIIC).

A) Folleto informativo

El folleto se trata de un documento cuyo contenido viene determinado en el Art 23.1 RIIC. Este expone que contendrá, según la exigencia del Art 17.2 LIIC, los estatutos o el reglamento de las IIC, que se incorporarán como anexo. Además, señala en sus apartados a) a q) que extremos debe contener, destacando entre otros:

- a) *La identificación de la IIC, del depositario gestora y del promotor.*
- b) *La fecha de constitución de la IIC l.*
- c) *La indicación de otras IIC gestionadas por la sociedad gestora, en su caso.*
- d) *Una declaración en la que se indique que el último informe anual publicado podrá obtenerse gratuitamente, previa solicitud, antes de la celebración del contrato y que, tras la celebración del contrato, los sucesivos informes anual, semestral y, en su caso, trimestrales se obtendrán gratuitamente, salvo renuncia expresa. Asimismo, se indicará la fecha de incorporación del folleto en el registro de la CNMV, el lugar donde se faciliten los documentos públicos de la IIC y un punto de contacto para obtener, en su caso, aclaraciones suplementarias.*
- e) *La indicación, en su caso, de la existencia de clases de participaciones o de series de acciones, .*
- g) *La indicación sobre el régimen fiscal aplicable a la IIC y al propio partícipe incluyendo una referencia a las posibles retenciones.*
- h) *La fecha del cierre de las cuentas anuales de la IIC.*
- i) *La identidad de los auditores.*
- j) *La identidad y funciones en la sociedad gestora, de los miembros de los órganos de administración, de dirección y control.*
- k) *La indicación del capital social de la sociedad gestora.*
- l) *La indicación de los mercados participaciones coticen o se negocien.*
- m) *Una descripción de los objetivos de inversión de la IIC, incluidos el índice de referencia, si existiera, y los objetivos financieros y de rentabilidad; los de la política de inversión y sus límites, una evaluación del perfil del riesgo, así como las técnicas, instrumentos y posibilidades de endeudamiento susceptibles de ser utilizados en la gestión de la IIC.*

La política de inversión de la IIC, en el caso de IIC por compartimentos, deberá referirse a cada compartimento. En el caso de IIC de carácter financiero, el folleto deberá contener las siguientes precisiones:

- 1.ª Indicación de las categorías de activos financieros en los que puede invertir la IIC.*
- 2.ª Se indicará si se autorizan las operaciones con instrumentos derivados,*
- 3.ª Deberá constar de modo claro en el folleto cuando la IIC invierta principalmente en categorías de activos distintos de los establecidos en el artículo 30.1.a) y b) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, o reproduzca un índice bursátil o de renta fija.*

4.ª deberá declarar expresamente aquellos casos en los que el valor liquidativo de la IIC pueda presentar una alta volatilidad debido a la composición de su cartera o a las técnicas empleadas de gestión de carteras.

n) Aportaciones mínimas y su revisión, duración del plan, cuantía de las comisiones que deben pagar los suscriptores de los planes, normas de preaviso para su cancelación por el inversor, y demás circunstancias de los planes.

ñ) Información comercial, señalando la forma de adquirir o suscribir y vender o reembolsar las participaciones o acciones; ; la fecha y forma de distribución de los dividendos de las participaciones o acciones cuando proceda; identificación del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos e indicación de la hora límite diaria para la aceptación de órdenes de suscripción y reembolso de participaciones o de compra y venta de acciones; y la frecuencia con que se publicará el valor liquidativo y lugar o forma en que podrá consultarse.

p) El perfil del tipo de inversor al que va dirigida la IIC.

q) Inclusión de todos los gastos y comisiones posibles, distinguiendo entre los que haya de pagar el partícipe o accionista de aquellos que se paguen con cargo a los activos de la IIC. En concreto, deberán establecerse en el folleto: las comisiones máximas y las efectivamente aplicadas inherentes a la venta, suscripción, recompra o reembolso de participaciones o ; la fijación de la forma en que haya de calcularse la comisión de gestión y la comisión de depósito.

r) La evolución histórica de la IIC.

s) Información detallada y actualizada de la política remunerativa de la sociedad gestora, que incluirá, al menos, una descripción de la forma en que se calculan la remuneración y los beneficios, la identidad de las personas responsables de hacerlo, y, en su caso, la composición del comité de remuneraciones. Esta información detallada podrá ser sustituida por un resumen de la política remunerativa en el que se indique la página web en el que se puede consultar la dicha información y en el que se señale que se puede obtener gratuitamente un ejemplar en papel de dicha información previa solicitud.

t) La descripción de las funciones del depositario de la IIC y de los conflictos de interés que puedan plantearse.

El Art 5 RIIC señala que en estos se debe recoger de forma expresa, la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones que cargue la SGIIC; así como los demás gastos que hayan de soportar los partícipes, que deben responder a servicios que efectivamente se presten los Fondos y ser imprescindibles para el normal desenvolvimiento de su actividad.

Además, el Art 17.6 LIIC señala que la sociedad gestora, para cada uno de los fondos de inversión que administre, deberán indicar en cada folleto si van a proporcionar información trimestral de forma voluntaria.

La labor de la CNMV respecto de estos documentos es importante. El Art 17.2 LIIC señala que será registrado por dicha institución en los términos del artículo 244 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

En desarrollo de ello, la ya señalada Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su norma tercera apartado 1 dispone que el contenido del folleto de las IIC y la forma en que este debe presentarse se ajustará a los modelos incluidos como anexos a la presente Circular. En concreto:

- a) El folleto de los fondos de inversión se ajustará al modelo recogido en el anexo A de la presente Circular.
- b) El folleto de las sociedades de inversión se ajustará al modelo recogido en el anexo B de la presente Circular.

B) Documento con los datos fundamentales para el inversor,

El Art 17.3 LIIC señala que este documento se ajustará a lo previsto en el mencionado Reglamento (UE) 1286/2014, siendo esta la norma que se debe tomar como referencia.

Su Art 6 es relevante puesto que señala que la información contenida en el documento de datos fundamentales se considerará información precontractual (apartado 1). Por otra parte, en ese mismo párrafo, así como en el 4º y 5º establecen límites a la forma señalando que la información presentada será precisa, imparcial, clara y no engañosa; y que el documento debe ser breve, redactado de forma concisa y en tres caras de tamaño A4 como máximo en versión impresa, de forma que favorezca la comparabilidad. A modo de ejemplo, se establece que los caracteres empleados serán de un tamaño legible; la necesidad de centrarse en los datos fundamentales que necesitan los inversores minoristas; y que esté redactado con claridad y en un lenguaje claro, sucinto y comprensible que faciliten la comprensión de la información. También se indica que cuando se utilicen colores, se hará de manera que la comprensibilidad de la información no sufra merma si el documento se imprime o fotocopia en blanco y negro.

Por otra parte, el Art 8 regula su contenido y estructura en sus tres primeros apartados.

1. El título «Documento de datos fundamentales» figurará de forma destacada en la parte superior de la primera página.

Se presentará en la secuencia establecida en los apartados 2 y 3.

2. Inmediatamente debajo del título del documento de datos fundamentales, figurará una declaración explicativa. Esta rezará como sigue:

«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.».

3. El documento de datos fundamentales contendrá la siguiente información:

- a) la denominación del producto y la identidad y datos de contacto de su productor,*
- b) si procede, la siguiente advertencia de comprensión: «Está a punto de adquirir un producto que no es sencillo y que puede ser difícil de comprender.»;*

c) en una sección titulada «¿Qué es este producto?», la naturaleza y las principales características del producto, en particular:

i) el tipo de producto,

ii) sus objetivos y los medios para lograrlos, en particular si se consiguen por medio de una exposición a los activos de inversión subyacentes, incluida una especificación de los mercados en que invierte el producto

iii) una descripción del tipo de inversor minorista al que va dirigida la comercialización del producto, en particular en cuanto a su capacidad de soportar la pérdida de su inversión y a su horizonte de inversión,

d) en una sección titulada «¿Qué riesgos corro y qué podría obtener a cambio?», una breve descripción del perfil de riesgos y rentabilidad que incluya los siguientes elementos:

i) un indicador resumido de riesgo, completado con un texto explicativo de este indicador y sus limitaciones principales, y un texto explicativo de los riesgos que pueden afectar sustancialmente al producto y que no quedan adecuadamente reflejados por tal indicador,

ii) la máxima pérdida posible del capital invertido, incluyendo información acerca de si el inversor minorista puede perder la totalidad del capital invertido, (...)

iii) escenarios de rentabilidad adecuados, junto con las hipótesis que se han hecho para elaborarlos,

iv) en su caso, información sobre las condiciones a que están sujetos los resultados de los inversores minoristas o sobre los rendimientos máximos predefinidos;

v) una declaración de que la legislación tributaria del Estado miembro del domicilio del inversor minorista puede repercutir en el rendimiento efectivamente abonado;

e) en una sección titulada «¿Qué pasa si [nombre del productor del producto empaquetado o basado en seguros] no puede pagar?», una breve descripción de si la pérdida consiguiente está cubierta por un régimen de compensación o garantía para los inversores;

f) en una sección titulada «¿Cuáles son los costes?», los costes asociados a la inversión en el producto, entre los que figuren tanto los costes directos como indirectos que habrá de soportar el inversor minorista presentados en forma de indicadores resumidos de estos costes, y, a fin de garantizar la comparabilidad, los costes agregados totales expresados en términos monetarios y en porcentaje, .

g) en una sección titulada «¿Cuánto tiempo debo mantener la inversión, y puedo retirar dinero de manera anticipada?»:

i) en su caso, si existe un plazo en el que se reconozca un derecho de renuncia o de rescisión aplicado al producto empaquetado o basado en seguros,

ii) una indicación del período de mantenimiento recomendado y, en su caso, del período mínimo de mantenimiento exigido,

iii) la posibilidad de desinversión antes del vencimiento y las condiciones que le son aplicables, con mención de todas las tasas y penalizaciones aplicables, ,

iv) información sobre las consecuencias potenciales de la salida antes del vencimiento o antes de que concluya el período de mantenimiento recomendado, como la pérdida de la protección del capital o tasas contingentes adicionales;

b) en una sección titulada «¿Cómo puedo reclamar?», información sobre la forma en que el inversor minorista puede presentar una reclamación relativa al producto;

i) en una sección titulada «Otros datos de interés», 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.

Por otro lado, el Art 4.1 de la Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV reitera los requisitos de que la brevedad del documento y la necesidad de que este sea imparcial, claro y no inducir a confusión. Se contempla, entre otros aspectos, la omisión de vocabulario complejo, legalismos y tecnicismos, y el uso de jerga financiera, y en lenguaje no técnico y comprensible por el inversor medio. Además, la denominación de las IIC no deberá inducir a confusión sobre su política de inversión. Todo ello, a fin de que esté en condiciones razonables de comprender las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto. Más importante es si cabe el apartado 2º pues señala que la forma y contenido del documento con los datos fundamentales para el inversor de las IIC deberá ajustarse a los modelos incluidos como anexos a la presente Circular. En concreto:

- a) El documento con los datos fundamentales para el inversor de los fondos de inversión se ajustará al modelo recogido en el anexo C de la presente Circular.
- b) El documento con los datos fundamentales para el inversor de las sociedades de inversión se ajustará al modelo recogido en el anexo D de la presente Circular.

C) Informe anual, semestral y trimestral

Respecto al contenido del informe anual debemos seguir dos preceptos. Por un lado, el Art 17.4 señala que el informe anual deberá contener las cuentas anuales, el informe de gestión, el informe de auditoría de cuentas correspondiente; la información sobre remuneraciones a la que se refiere el artículo 46 bis. Se trata de información significativa que permita al inversor formular un juicio sobre la evolución y los resultados de la institución.

En desarrollo de esa disposición, el Art 26.1 RIIC amplía las exigencias y señala que deberá contener los siguientes extremos:

“a) Información sobre el estado del patrimonio, indicando el total de los activos, el pasivo y el valor patrimonial neto.

b) El número de participaciones en circulación.

c) El valor patrimonial neto por participación.

d) La cartera de valores, de conformidad con los criterios que establezca la CNMV, teniendo en cuenta la política de inversión de la IIC, como porcentaje respecto del activo neto, y con indicación, para cada uno de los valores mencionados, de su cuota de participación con relación al total de los activos de la IIC. También deberán indicarse los movimientos en la composición de la cartera durante el período de referencia.

e) Indicación de los resultados generados en los activos de la IIC en el período de referencia, mediante los siguientes datos: rentas de inversión, costes de gestión, costes de depósito, otras cargas, tasas e impuestos,

renta neta, rentas distribuidas y reinvertidas, aumento o disminución de la cuenta de capital, plusvalías o minusvalías de las inversiones y cualquier otra modificación que afecte a los activos y a los compromisos de la IIC.

f) Cuadro comparativo relativo a los últimos tres ejercicios y que incluya, para cada ejercicio, el valor liquidativo y el valor patrimonial neto por participación o acción.

(...)

h) Indicación de todos los gastos de la IIC expresados en términos de porcentaje sobre el patrimonio del fondo o, en su caso, sobre el capital de la sociedad.

i) El número de partícipes de la IIC y, en su caso, de cada compartimento”.

Por lo que se refiere al informe semestral, según lo dispuesto en el Art 17.5 LIIC en cuanto a su contenido, pocas novedades existen frente a las exigidas en el informe anual. Así señala que “*contendrá información sobre el estado del patrimonio, número de participaciones y acciones en circulación, valor liquidativo por participación o acción, cartera de títulos, movimientos habidos en los activos de la institución, cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios y cualquiera otra que se establezca reglamentariamente. Además, contendrá la totalidad de los gastos del fondo o, en su caso, de la sociedad, expresados en términos de porcentaje sobre el patrimonio del fondo o, en su caso, sobre el capital de la sociedad. Corresponderá a la CNMV determinar las partidas que hayan de integrar dichos gastos. En lo que respecta al detalle de la composición de la cartera en los informes semestrales, respecto de un máximo del 30 por cien de los activos, podrá facilitarse de modo agregado o por categorías*”, las cuales ya se prevén para el documento anual.

Respecto de la forma en que deben presentarse todos ellos es relevante la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición.

En relación al informe anual, la Norma 2.1 indica que este se compondrá de dos partes “*El anexo de la presente Circular establece el modelo a la primera parte, que se corresponderá con el informe semestral del segundo semestre. La segunda parte contendrá las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, regulado en el artículo 27 del RIIC*”.

Por su parte, la Norma 2.2 señala que estos informes podrán ser completos o simplificados, “*según se incorpore en los mismos el detalle de la cartera de inversiones (informe completo) o se ofrezca dicha información a nivel de subtotales o totales (informe simplificado)*” Los modelos simplificados deberán mencionar la existencia de un informe completo, a los lugares donde se encuentra disponible y al derecho a solicitar su entrega o remisión periódica con carácter gratuito. Además, indica que periodo se referirá cada uno de los informes:

i) La primera parte del informe anual corresponde al segundo semestre del ejercicio.

ii) El informe semestral corresponde al primer semestre del ejercicio.

iii) Los informes trimestrales corresponden al primer y tercer trimestre del ejercicio, respectivamente.

Finalmente, la norma 3.1 que la exigencia de informes se predica de cada IIC o compartimento que gestionen, debiendo ajustarse su forma y contenido al modelo del anexo establecido a dichos efectos en la misma norma.

D) Hechos relevantes

El Art 19 LIIC señala además que se debe dar publicidad a los hechos relevantes relacionados con la institución en la forma que reglamentariamente se determine, habilitando el Art 30.2 RIIC a la CNMV para determinar la forma, el contenido y los plazos de comunicación. Esto se ha hecho en la Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre hechos relevantes de las IIC. Además, también señala el Art 19 LIIC que se dará conocimiento de los mismos a la CNMV, y serán incorporados a los informes sucesivos para su información a los accionistas y partícipes.

Para saber que se considera hecho relevante debemos acudir al Art 30.1 RIIC, donde se incluye una cláusula general que los define como *“cualquier hecho cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir las acciones o participaciones de la institución y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su valor liquidativo”*, señalando en sus apartados a) a e) una serie de supuestos particulares que serán calificados como tal.

Lo mismo hace la Circular 5/2007, cuando los define en los mismos términos en el apartado l) y reitera esos supuestos en la Norma 2.1, si bien añade otros. De esta forma se señalan como hechos relevantes:

- “a) La sustitución y el cambio de control de la sociedad gestora o del depositario de los fondos de inversión.*
- b) Todas aquellas decisiones que den lugar a la obligación de actualizar los elementos esenciales del folleto y/ o del documento con los datos fundamentales para el inversor.*
- c) La autorización del proceso de fusión en el que participe un fondo de inversión.*
- d) Toda modificación del reglamento de un fondo de inversión que requiera autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- f) Toda operación de endeudamiento, desde el momento en que implique que las obligaciones frente a terceros excedan del 5% del patrimonio de la IIC, salvo que se trate de IIC de Inversión Libre.*
- (...)*
- h) Acuerdos de disolución y liquidación.*
- i) Suspensión y reanudación de la negociación de las acciones o participaciones, así como la suspensión y reanudación de las suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos de inversión.*
- j) Exclusiones de negociación en Bolsa cuando las acciones pasen a negociarse en un mercado o sistema organizado de negociación de valores.*

ke) Las bajadas sobrevenidas de la calificación crediticia del garante respecto del rating informado en el folleto registrado en la CNMV que recoge el objetivo de rentabilidad garantizado a vencimiento”.

5.2.2 En caso de la modificación del reglamento de un fondo de inversión

Según el Art 12.1 LIIC, las modificaciones en el proyecto constitutivo, en los estatutos o en el reglamento de las IIC quedarán sujetas al procedimiento de autorización previa establecido en el Art 10, es decir, de forma que deben ser objeto de inscripción en el Registro Mercantil y en el de la CNMV. Continúa el precepto señalando que, en el caso de la modificación del reglamento de un fondo de inversión, tras la autorización de la CNMV, esta deberá ser comunicada por la sociedad gestora de forma inmediata a los partícipes.

Esto resulta relevante puesto que se contemplan supuestos concretos en los que, en caso de modificación del reglamento de gestión, folleto o documento con los datos fundamentales para el inversor, los partícipes tendrán derecho a una comunicación previa a la entrada en vigor de la modificación, así como a la separación sin deducción de comisión ni gasto alguno. Esto sucederá cuando la modificación afecte a *“la política de inversión, política de distribución de resultados, sustitución de la sociedad gestora, delegación de la gestión de la cartera en otra entidad, cambio de control de la sociedad gestora o del depositario, fusión, transformación o escisión del fondo, establecimiento o elevación de las comisiones, modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC, así como en los supuestos que se determinen reglamentariamente”.*

5.2.3 En caso de la modificación de las participaciones significativas de la SGIIC

Un régimen relevante a tener en cuenta es el de las participaciones significativas. El Art 45 LIIC en su apartado primero trata de definir qué se entiende por participaciones significativas y cuándo nos encontramos en estos supuestos. Aunque no los analizamos debido a que los que se enuncian son supuestos de carácter técnico, si es necesario mencionar que todos tienen en común que son supuestos en los que subyace la idea de que sean operaciones que permitan al adquirente “ejercer una influencia notable en la sociedad gestora”. De esta forma, ante la realización de este tipo de operaciones se contempla un deber de información que se justifica en última instancia por el riesgo potencial ante la posibilidad de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una sociedad gestora pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera.

El mismo precepto, en los siguientes incisos, somete dichas operaciones a autorización previa o exige un deber de publicidad mediante la remisión de la información, previa o inmediatamente después, a la CNMV. Sin embargo, para mayor garantía este deber se detalla en el Art 46.1 c) LIIC cuando se señala la obligación de las SGIIC de informar a la CNMV

de forma periódica sobre la composición de su accionariado o de las alteraciones que en el mismo se produzcan, incluyendo la participación de otras entidades financieras en su capital. Continúa indicando que reglamentariamente se establecerá en qué términos se debe ejecutar este deber, así como en qué casos la información suministrada tendrá carácter público. En desarrollo de esto, el Art 31 RIIC recoge que *“las SGIIC de los fondos de inversión deberán comunicar a la CNMV, trimestralmente, durante el mes siguiente a la finalización de ese período y por medios electrónicos (...). La obligación de comunicar nacerá como consecuencia de operaciones de adquisición, suscripción, reembolso o transmisión de acciones o participaciones o de variaciones en el capital de la sociedad o en el patrimonio del fondo, incluso cuando dichas operaciones se hayan llevado a cabo por varios partícipes o accionistas con unidad de decisión”*.

En el caso de que se aprecie que efectivamente existe ese riesgo de en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera, el Art 55.10 LIIC autoriza en estos casos a la CNMV a adoptar diferentes medidas tales como *“a) Las previstas en los párrafos a) y b) del apartado 7 del presente artículo”*, es decir, la imposibilidad de ejercer los derechos políticos correspondientes a las participaciones adquiridas; o la suspensión de actividades; o bien, con carácter excepcional, la revocación de la autorización de la sociedad gestora.

5.2.4 Sobre el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo

En concordancia a lo analizado cuando se mencionó la naturaleza de fideicomiso en la relación entre la SGIIC y los partícipes, el Art 46.2 LIIC señala que *“las sociedades gestoras actuarán en beneficio de los partícipes. Le corresponderán a la sociedad gestora las facultades del dominio sobre el patrimonio del fondo, sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes, de acuerdo con lo dispuesto en esta ley, en sus normas de desarrollo y en el reglamento de gestión”*. Esto supone que están obligadas a ejercer, bajo este criterio, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo, especialmente, el derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales.

Es por ello que ya la Exposición de Motivos V de la LIIC reconoce la necesidad de informar a los partícipes sobre la política que llevará a cabo la gestora en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo, justificando bien el no ejercicio del derecho de voto o bien el sentido del mismo.

En este sentido, autores como CAÑO PALOP, J. entienden que *“la actuación no debería suponer una formulación positiva de la estrategia de la sociedad sino, más bien, controlar las conductas de los Administradores que puedan perjudicar a los accionistas (...) lo normal debe ser que la labor de control que se pueda ejercitar por las SGIIC no se centre en el día a día de la gestión sino en las decisiones de carácter general. Por lo tanto, la actuación podría llevarse a cabo mediante la participación e impugnación en las Juntas Generales de los acuerdos que se consideren perjudiciales para los accionistas, o la intervención en los supuestos de crisis de liderazgo (...) En definitiva, la participación activa en los asuntos de gestión puede hacer menos arriesgada la inversión cuanto más se supervisa”*⁶⁰. Sin embargo, también señala que el

⁶⁰ CAÑO PALOP, J. en “Sociedades gestoras de instituciones ...” pp. 1167

ejercicio de los derechos políticos por parte de las SGIIC también puede plantear problemas como pueden ser: *“la insuficiencia de los recursos para alcanzar un nivel rentable en la supervisión, los posibles conflictos de interés, la carencia de incentivos para los gestores para realizar labores de control de los Administradores de las sociedades en las que se invierte (...), o una mayor vinculación con las compañías en las que se invierte, que puede dificultar la salida de las mismas si, en un momento dado, deja de ser considerado interesante (o rentable) participar en una determinada sociedad”*⁶¹.

Como mecanismo de valoración de este ejercicio por parte de los partícipes, entre otras funciones, el Art 47 ter. LIIC señala que las sociedades gestoras *“desarrollarán y pondrán en conocimiento del público una política de implicación que describa cómo integran su implicación como accionistas o gestores de los accionistas en su política de inversión”*. Esto supone que incluirán, entre otros aspectos, una descripción general de su comportamiento en el ejercicio de los derechos sobre las sociedades en las que participe el fondo. El apartado segundo de ese mismo artículo señala que se debe mencionar el cómo se han ejercido los derechos de voto, otorgando una explicación del sentido en el que este se ha ejercido en las votaciones más importantes. Para lograr esta publicidad se indica que las sociedades gestoras harán pública con carácter anual esta aplicación de su política de implicación. Con este mismo, publicarán el sentido de su voto en las juntas generales de las sociedades en las que las IIC poseen acciones, estando todos estos datos disponibles públicamente y de forma gratuita en el sitio web de la sociedad gestora (apartado 4).

5.2.5 Deberes de información especial en el marco de acuerdos de gestión de activos con entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones de empleo.

El Art 47 quater LIIC impone obligaciones de información adicionales a la sociedad gestora cuando presta servicios de gestión de activos a entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones de empleo en el marco de un acuerdo a tal fin. En este caso se deberán poner anualmente en conocimiento de estas entidades la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan a dicho acuerdo y contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos de dichas entidades o planes y fondos de pensiones.

En concreto, en estas comunicaciones incluirán información sobre:

- a) *“los principales riesgos a medio y largo plazo asociados a las inversiones;*
- b) *la composición de la cartera, la rotación y los costes de rotación;*
- c) *el modo en que se aplica para cumplir sus actividades de implicación, en particular en la junta general de las sociedades en las que se invierte; (...)*

⁶¹ CAÑO PALOP, J. en “Sociedades gestoras de instituciones ...” pp. 1168

- d) *información sobre si adoptaron, y en tal caso cómo, decisiones sobre inversiones basadas en la evaluación del rendimiento a medio y largo plazo de las sociedades en las que invierten, incluido el rendimiento no financiero;*
- e) *así como información sobre si se han producido conflictos de intereses en relación con las actividades de implicación y, en tal caso, qué conflictos y cómo los han resuelto”.*

La remisión de toda esta información no será necesaria cuando esta se encuentre a disposición del público o se haya incluido en el informe anual que deben elaborar las sociedades gestoras. En estos casos, deberán indicar el lugar en el que está disponible dicha información.

Este artículo es consecuencia de la Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas, concretamente en lo que señala su Art 3 decies 1, cuya redacción es de contenido similar.

Según ECHEBARRÍA SÁENZ, M., esta norma impone que se haga pública la estrategia de inversión y los acuerdos a los que nos hemos referido ante la constatación de que tanto los inversores institucionales como gestores de activos no siempre se fijan de manera adecuada en los resultados reales a largo plazo, sino que atienden en exceso a la los movimientos de cotización a corto plazo. De esta forma, la Directiva “*conlleva en este sentido un reproche a los responsables de la inversión colectiva; el de efectuar una presión a corto plazo para las sociedades cotizadas provocando resultados no óptimos para los partícipes ó beneficiarios de los inversores institucionales*”⁶², y lo que pretende es fomentar que las estrategias que siguen los intermediarios financieros se centren más en el largo, medio plazo que en el corto plazo.

Partiendo de este fin se puede entender la redacción del Art 47 quater LIIC. Por un lado, las comunicaciones sobre la rotación de la cartera son relevante puesto que “*la sociedad gestora tiene un incentivo en incrementar la rotación, según el sistema de retribución, lo que implicará, normalmente, una política inversora cortoplacista, sin involucración en las sociedades en las que se invierte*”; mientras que “*una rotación inesperadamente baja puede ser señal de una falta de atención a la gestión de los riesgos o de un cambio hacia un enfoque de inversión más pasivo*”⁶³; mientras que el apartado c) se basa en la idea de la necesidad de mejorar la transparencia de las políticas de voto de los gestores de fondos puestos que estos, en tanto que son quienes ejercen los derechos de voto, pueden contribuir a que las sociedades participadas por el fondo adopten las decisiones más adecuadas para lograr mejorar sus resultados, de forma que con ello también se revaloricen los activos del fondo y permitiendo obtener mayores rentabilidades a sus partícipes.

5.2.6 *Acerca de las operaciones vinculadas*

El Art 66 LIIC señala que las IIC deberán efectuar sus transacciones sobre bienes, derechos, valores o instrumentos a precios y en condiciones de mercado, salvo que las operaciones se

⁶² ECHEBARRÍA SÁENZ, M. en “El deber de los inversores institucionales de publicar la estrategia de inversión y los acuerdos con el gestor de sus activos” en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados / coord. por Antonio Roncero Sánchez (...); Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, pp.1385*

⁶³ MARTÍNEZ CAÑELLAS, A. en “Información de las entidades gestoras ...” pp. 1416

realicen en condiciones más favorables para la IIC. Como garantía de esto, el Art 67 establece un régimen de operaciones vinculadas. Se trata de operaciones que, si bien no están prohibidas per se, sí que exigen de unos requisitos previos para poder ejecutarse.

De esta forma, los apartados 1 y 2 indican que cuáles considera la norma operaciones vinculadas, si bien es una cláusula abierta pues la letra d) se remite además a las que se establezcan reglamentariamente. Así pues, el Art 145.1 RIIC Señala una serie de supuestos que se considerarán operaciones vinculadas. En concreto, su letra f) hace mención a *“Cualquier negocio, transacción o prestación de servicios en los que intervenga una IIC y cualquier empresa del grupo económico de la gestora, del depositario o de la SICAV o alguno de los miembros de sus respectivos consejos de administración u otra IIC o patrimonios gestionados por la misma entidad gestora u otra gestora del grupo”*

Sin embargo, más relevante resulta si cabe el apartado 67.3 LIIC que fija los requisitos exigibles para que una sociedad gestora pueda realizar dichas operaciones vinculadas: *“a) La sociedad gestora deberá disponer de un procedimiento interno formal para cerciorarse de que la operación vinculada se realiza en interés exclusivo de la IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado. La confirmación de que estos requisitos se cumplen deberá ser adoptada por una unidad independiente de la sociedad gestora. El procedimiento podrá prever sistemas simplificados de aprobación para operaciones vinculadas repetitivas o de escasa relevancia”*. Además, en el caso de que las operaciones vinculadas se lleven a cabo entre las sociedades gestoras y quienes desempeñen en ellas cargos de administración y dirección, reglamentariamente se determinarán requisitos adicionales exigibles (apartado 4).

En cuanto a la publicidad, el mismo Art 67.3 señala respecto a los partícipes, la sociedad gestora deberá informar en los folletos y en la información periódica que las IIC publiquen, sobre los procedimientos adoptados para evitar los conflictos de interés y sobre las operaciones vinculadas realizadas. Además, la unidad independiente deberá informar al consejo de administración sobre las operaciones vinculadas realizadas al menos una vez al trimestre.

Este régimen es complementado por el RIIC. Así, el Art 144. 1 reitera entre que sujetos existe mayor riesgo de que surjan conflictos de interés al indicar que *“Las sociedades gestoras deberán estar organizadas y estructuradas de modo que puedan detectar y evitar el riesgo de que los intereses de las IIC o de los clientes se vean perjudicados por conflictos de interés:*

- a) Entre la sociedad y las IIC que gestione o los inversores de dichas IIC.*
- b) Entre los directivos, empleados o una persona competente de la sociedad gestora o que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con la sociedad gestora y esta, las IIC que gestione o los inversores de dichas IIC.*
- c) Entre clientes.*
- d) Entre las IIC que gestione o los inversores de dichas IIC y otros clientes de la sociedad gestora.*
- e) Entre las IIC que gestione o los inversores de dicha IIC y otra IIC gestionada por la misma sociedad gestora o los inversores de la misma.*

Continúa el apartado segundo señalando que deberán disponer de una política por escrito en materia de conflictos de intereses “*conforme a la cual las sociedades gestoras mantendrán procedimientos administrativos y de organización eficaces dirigidos a adoptar las medidas razonables destinadas a detectar, evitar, gestionar y controlar los conflictos de intereses*” para evitar que perjudiquen a los intereses de las IIC y de sus inversores. Además, esta deberá garantizar la existencia de un registro actualizado de aquellas operaciones y actividades desempeñadas por las sociedades gestoras o en su nombre en las que haya surgido o pueda surgir un conflicto de intereses (apartado 3).

Finalmente, la GUÍA TÉCNICA 1/2018 CNMV sobre operaciones vinculadas de las IIC y otra operativa de las SGIIC desgrana los supuestos ya contemplados tanto en la LIIC como el RIIC distinguiendo expresamente entre operaciones vinculadas para las que resulta necesaria la autorización previa y las que pueden ser sometidas a control a posteriori⁶⁴.

5.2.7 En relación a la comercialización y publicidad de los productos financieros

Las SGIIC se encuentran comprendidas entre los sujetos obligados por la orden EHA/1717/2020, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, así como de la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre la misma materia. Dicha Circular señala en su norma 4.1 que será de aplicación, entre otras, tanto a “c) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado”. Por tanto, será de aplicación tanto a la comercialización directa por parte de las propias SGIIC como a la realizada por otras entidades que actúen como agentes o apoderados de las primeras. Estas últimas, para poder actuar en nombre de las gestoras frente a la clientela en la comercialización de acciones y participaciones de IIC requerirán de un previo otorgamiento de poderes, lo cual se garantiza gracias al Art 238 e) RIIC que señala que la CNMV mantendrá un registro de los agentes o apoderados que actúen con carácter habitual por cuenta de las empresas de servicios de inversión, a los que el público tendrá libre acceso.

En estas normas se establecen reglas, principios y criterios aplicados a la actividad publicitaria de los productos y servicios de inversión con la finalidad de asegurar la claridad, suficiencia, imparcialidad y veracidad de la misma. En concreto, la Norma 5 de la Circular señala que la publicidad de los productos y servicios a los que se aplica la normativa deberá respetar las condiciones de licitud establecidas en la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal y demás normas reguladoras de la publicidad de general aplicación; así como las señaladas para dichos productos tanto en la Orden EHA/1717/2010 como en la propia Circular.

Además, exige el deber de establecer una política de comunicación comercial, así como un registro interno de sus actividades publicitarias, que deberá ser debidamente actualizado y

⁶⁴ https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/Guiatecnica_2018_1.pdf pp. 6 y 7

siempre cumpliendo con unas condiciones de veracidad, exhaustividad, accesibilidad y trazabilidad necesarias para facilitar que la CNMV desempeñe sus funciones de supervisión de forma que pueda verificar que la entidad ha cumplido con las obligaciones establecidas en esta Circular (Norma 7. 1). Esto último es posible ya que la Norma 9 indica que *“si bien la actividad publicitaria dirigida a inversores residentes en España no requerirá autorización previa de la CNM, esta si ejerce funciones de supervisión de forma que podrá requerir a las entidades información específica sobre las campañas o piezas publicitarias con el fin de valorar el cumplimiento de los requisitos exigidos en la Orden EHA/1717/2010 y en esta Circular”*.

Finalmente es necesario mencionar que en el ANEXO se recogen los principios y normas que deben respetar esta publicidad, si bien replican casi en su totalidad las normas que ya exigían tanto la LCGC como el TRGDCU por lo que nos remitimos a lo dicho en el Capítulo en que se abordaron estas normas.

5.2.8 Otros

Para finalizar, se abordarán algunas disposiciones concretas de la normativa a la que nos hemos referido que refuerzan el régimen de transparencia de los fondos. Algunas de ellas son bastante evidentes, pero pueden ayudar a los inversores a tomar decisiones.

El Art 18.2 RIIC exige que en la denominación de los fondos debe ir seguida de la expresión «Fondo de Inversión» o de las siglas «FI», de forma que no se confundan con otras instituciones de inversión colectiva que cuenten con especialidades, como las que se ilustró al inicio del capítulo.

La LIIC exige el sometimiento de las SGIIC a auditoría de cuentas, siéndoles de aplicación la Ley 19/1988, de 112 de julio, de auditoría de cuentas. A estos efectos deben ajustar el ejercicio económico al año natural (Art 47 LIIC). De esta forma deberán remitir a la CNMV sus cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría.; así como una serie de estados reservados, ajustados a los modelos contenidos en la Circular 1/2021, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados financieros de las Empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de tipo cerrado. En concreto, deben remitir, entre otros, el balance y cuenta de pérdidas y ganancias reservados, inventario de la cartera, estado de gestión y un estado de información auxiliar y un estado de aplicación del beneficio del ejercicio en los términos señalados en la Norma 7º.

El Art 48. 1 LIIC indica que las sociedades gestoras están obligadas a atender y resolver las **quejas y reclamaciones** que los partícipes de fondos de inversión puedan presentar, relacionados con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. Para resolverlas, deberán contar con un departamento o **servicio de atención al cliente**. Además, a este mismo fin las gestoras podrán designar un defensor del cliente, que habrá de ser una entidad o experto independiente de reconocido prestigio; de forma que, si su decisión es favorable al cliente, vinculará a la sociedad gestora.

Otra disposición relevante a efectos de facilitar el seguimiento y valoración de la actividad de la gestora es el Art 4.8 RIIC obliga a la SGIIC a suministrar en la forma que determine el Ministerio de Economía los datos referidos al valor liquidativo de sus participaciones, a su patrimonio y al número de partícipes. Estos datos se suministrarán como máximo el día siguiente a aquel en el que realice el cálculo del valor liquidativo. La difusión de estos datos se hará por un medio que deberá garantizar un acceso fiable, rápido y no discriminatorio a ellos, y no podrá cobrarse a los partícipes ni al público en general ningún gasto concreto por el suministro de la información. El propio precepto señala que, a estos efectos, se consideran medios de difusión aptos los boletines de las bolsas de valores, la página web de la SGIIC, así como cualquier otro que, en atención a los requisitos señalados, determine la CNMV.

Para finalizar es necesario hacer mención a que estas normas no son baladíes, ya que en el caso de vulneración pueden derivarse consecuencias de diversa naturaleza.

Por un lado, estas normas cuentan con la salvaguarda del régimen sancionador del CAPÍTULO IV de la LIIC, que impone diferentes sanciones en función de si el incumplimiento es calificado de muy grave, grave o leve. Sin embargo, no es un análisis fácil ya que por ejemplo respecto de las operaciones vinculadas, el Art 80 r. las califica como muy graves “*siempre que perjudiquen gravemente los intereses de los partícipes o accionistas o se trate de una conducta reiterada*”, lo cual se debe evaluar de forma casuística. Es por ello que no entramos a valorarlo en profundidad pues ello exigiría un desarrollo que alargaría en exceso el objeto del trabajo por lo que concluiremos aquí el análisis.

6. VALORACION

Para terminar el presente estudio, y que el mismo cobre un sentido desde mi perspectiva como futuro jurista, procedo a realizar las conclusiones de todo lo analizado y estudiado hasta ahora sobre los deberes de información en el ámbito de los servicios de inversión.

PRIMERA. - Para analizar el resto de conclusiones, partiré de una idea básica, y es que en nuestro país existe la tradición de invertir en activos reales, no financieros. De hecho, respecto de estos últimos existe un temor latente que, en mi opinión, se debe a que existe una grave y generalizada deficiencia de educación financiera en la sociedad española. Además, la poca porción de la población que realmente contrata con conocimiento de causa estos productos suele coincidir con aquellos que, o bien están muy interesados en el tema; o bien, aquellos que son asesorados por expertos en la materia, a los que generalmente solo tienen acceso los inversores de mayores recursos.

Por esto, entiendo que la protección de los ahorradores no solo puede depender de los deberes de información analizados en este trabajo, sino que también debería producirse un cambio para dotar de conocimientos en esta materia al público general, sobre todo a las nuevas generaciones por la vía de los programas educativos.

Centrándonos en concreto, ahora sí, en los deberes de información:

SEGUNDA. - Creo que los datos que exige la normativa en los documentos periódicos, en abstracto, son adecuados para valorar si el fondo de inversión se adecua a las necesidades del inversor.

Sin embargo, aprecio que en la práctica pueden existir problemas y es que, en muchas ocasiones, el intermediario financiero no avisa al inversor de que puede solicitar toda la documentación, cuya entrega como se ha visto queda supeditada a solicitud. De esta forma, el potencial cliente al no conocer la normativa aplicable, ni siquiera es sabedor de que la tiene a disposición. Además, en muchas ocasiones las explicaciones del encargado de la comercialización pueden no ser lo suficientemente clarificadoras, véase por ejemplo por la prisa a la hora de explicar el producto (sobre todo en las entidades de mayor tamaño, donde la relevancia del inversor suele ser ínfima). Además, aunque la ley habla de la entrega de la información precontractual con antelación suficiente, en muchas ocasiones no es así y se tienden a comercializar de forma agresiva sin que el inversor pueda tener tiempo suficiente como para replantearse su situación. Esto es así sobre todo en la contratación presencial puesto que no hay una salvaguarda como la grabación exigida en el caso de la comercialización telefónica.

Otro aspecto mejorable es el relacionado con la presentación de la información y las garantías sobre la efectividad real de la emisión de informes técnicos de gran complejidad a inversores no cualificados. A pesar de que la información que debe figurar en estos documentos es

amplia, creo que no protege todo lo que debería a los pequeños inversores dado que en la práctica estos sujetos se dejan llevar por las rentabilidades históricas, pasando bajo su percepción a un segundo plano otros datos que en la práctica tienen tanto interés o más para alcanzar sus objetivos de inversión (como podrían ser, bajo mi punto de vista, la composición de la cartera, las comisiones o los riesgos o limitaciones a la desinversión).

A modo de ilustración, el Art 23.1 RIIC m) señala que el folleto debe contener una descripción de los objetivos de inversión de la IIC y de su política de inversión, así como instrumentos y posibilidades de endeudamiento susceptibles de ser utilizados en la gestión de la IIC. En sentido literal parece referirse a instrumentos financieros en abstracto, pero esto no parece suficiente. Bajo mi punto de vista tiene poca utilidad saber que una cartera esté diversificada en diferentes instrumentos financieros si a la hora de la verdad todas ellas tienen un mismo comportamiento o se ven afectadas por las mismas causas de un sector. Es por esto que sería conveniente detallar el tipo de empresas por las que el fondo tiene predilección a través de su ilustración mediante ejemplos representativos y conocidos, de forma que el inversor pueda entender cuáles son los riesgos de las que estas adolecen, siguiendo por ejemplo el mecanismo que emplea la web Morningstar que diferencia entre empresas valor (value), crecimiento (grow) y calidad (blend). Por ejemplo, las empresas de crecimiento, aunque pueden ofrecer al fondo una rentabilidad superior, suelen ser más arriesgadas que otras que actúan en sectores menos cíclicos y de demanda estable.

Por otro lado, a pesar de que en términos absolutos un fondo genere más rentabilidad que otro, una vez descontadas las comisiones -que generalmente se calculan precisamente sobre dicha rentabilidad- puede que la situación se invierta. Así, parece mejorable la redacción del Art 23.1 RIIC q) acerca de la inclusión de todos los gastos y comisiones posibles -que exige incluir las comisiones máximas y las efectivamente aplicadas inherentes a la venta, suscripción, recompra o reembolso de participaciones- mediante la inclusión de cómo afectan estas cuantías a la rentabilidad neta de la inversión una vez deducidas dichas cantidades.

Para solucionar estos problemas, creo que sería interesante aplicar una serie de técnicas que permitieran al inversor hacerse una idea realista de los efectos derivados de sus inversiones y sus potenciales ganancias o pérdidas. En primer lugar, se deberían ilustrar los datos más relevantes -anteriormente mencionados- con una fuente diferenciada en las plantillas de los documentos analizados para destacarlos de modo especial. También resultaría interesante que estos los debieran ser específicamente aceptados por escrito y firmados separadamente (como ya se exige, por ejemplo, respecto de las cláusulas limitativas de los derechos de los asegurados en los contratos de seguro) para garantizar que se ha comprendido su efecto sobre el rendimiento final.

Además, como se manifiesta en los Anexos que exige la CNMV para los documentos, creo que existen ciertas informaciones de carácter excesivamente técnico que pueden tener relevancia a la hora de decidir sobre oportunidades de inversión (análisis de riesgos, balances), pero que no deberían entremezclarse con otras más básicas e ilustrativas del comportamiento y resultados finales del fondo. Estas últimas deberían potenciarse y detallarse para simplificar los documentos y facilitar su comprensión para los inversores generales, mientras que las primeras podrían separarse en anexos diferenciados para que no dieran lugar a error e hicieran más complejo el análisis. De esta forma, acceder a la oportunidad de inversión más

idónea para el inversor no estaría tan condicionada a la diligencia del distribuidor de los fondos a la hora de apreciar “el mejor de sus intereses”, ya que por ley el ahorrador contaría con una idea, quizá no tan técnica (no la necesita), pero sí más realista acerca del funcionamiento del fondo.

Otras cuestiones que plantea problemas son aquellas normas basadas en principios o que dan libertad al intermediario financiero para alcanzar los objetivos, algunas de las cuales desarrollaré a continuación.

TERCERA. - El deber de actuar “en el mejor interés de los clientes” creo que en la práctica es una utopía, y depende no solo de si se contrata un servicio de asesoramiento, sino también del tamaño del intermediario financiero.

En la mayoría de ocasiones, las grandes entidades intermediadoras se limitan a ofertar productos que son gestionados por sociedades de su mismo grupo empresarial, valiéndose del nombre comercial y aprovechando que, por su desconocimiento, el inversor no formado cree que es la mejor opción basándose únicamente en este motivo. De esta forma, aunque hay otras alternativas que sistemáticamente aportan mayor rentabilidad al inversor, estas no son accesibles al público mayoritario sino tan solo a los clientes de mayores recursos que, como dije anteriormente, generalmente son los que más conocen cómo funciona el mercado financiero. Así, estas cadenas no solo obtienen rentabilidad por la vía del asesoramiento financiero sino también por las comisiones aplicadas en las operaciones con fondos que ellos mismos gestionan.

Sin embargo, en el caso de los intermediarios de menor tamaño, dado que tienen una reputación menor, para ser elegidos a la hora de contratar los productos financieros realmente se ven obligados a dar un servicio más personalizado al cliente si quieren tener un motivo para que se les elija por delante de las entidades con mayor cuota de mercado.

CUARTA. - Otra cuestión problemática, bajo mi punto de vista, es la relativa a la prestación de servicios por vía telefónica y electrónica. Las exigencias de la Circular 3/2013 CNMV pueden resultar poco garantistas en la práctica.

A modo de ejemplo, respecto de la contratación telefónica, el prestador de servicios puede limitarse a leer los avisos pertinentes aceleradamente de forma que el cliente no pueda conocer tener un conocimiento pleno de lo que se le indica, o incluso aun sabiéndolo tenga reticencia a echarse atrás dado lo avanzado de la negociación.

Por otro lado, en relación a la contratación electrónica, cuando se habla de “*establecer los medios necesarios para asegurar que el cliente pueda teclear la expresión correspondiente de las señaladas en la norma cuarta de esta Circular*” esto no deja de ser una cláusula abierta que deja a manos de los intermediarios financieros libertad para establecer los mecanismos destinados a este fin., lo que puede llevar a que en la práctica pueda bastar simplemente con marcar una casilla que incluya las declaraciones necesarias, sin que se tengan que sobrepasar mecanismos más sofisticados que garanticen un nivel de conocimiento mínimo acerca del funcionamiento del producto.

QUINTA. - También es digno de mencionar el apartado 67.3 LIIC, cuando en relación a las operaciones vinculadas, habla del procedimiento interno formal para cerciorarse de que la operación vinculada se realiza en interés exclusivo de la IIC y a precios de mercado, debiendo ser adoptada por una unidad independiente de la sociedad gestora. Desde mi perspectiva, la ley es bastante laxa y debería disponer de un procedimiento estandarizado con este fin pues de lo contrario, estos procedimientos distarían en términos de control entre unas sociedades y otras en tanto que dependerían de la voluntad de las SGIIC de cumplir con esta obligación, así como de los recursos con los que contarán.

Además, en los preceptos analizados en ese capítulo, el Art 144.6 RIIC señala que para el cumplimiento de este deber por parte de las sociedades gestoras, la CNMV podrá establecer las medidas específicas que deben adoptar para cumplir con este precepto. A este respecto, la Guía Técnica de 2018 me parece insuficiente. De hecho, a pesar del deber de conservar en un registro las operaciones vinculadas, considero que sería más interesante establecer legalmente la obligación de remisión periódica a la CNMV tal y como se hace con otros deberes de información.

El riesgo de este tipo de operaciones en España es muy alto ya que se trata de un mercado bancarizado, en tanto que, en muchos casos las sociedades gestoras son las mismas entidades de intermediación, operando a través de sociedades que pertenecen al mismo grupo. Esto es algo que se puede apreciar claramente en las estadísticas (por ej. en la página web INVERCO)⁶⁵.

⁶⁵ [https://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/2312_Diciembre-2023/2312_17-RKGestoras%20por%20categoria%20\(suscripciones\).pdf](https://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/2312_Diciembre-2023/2312_17-RKGestoras%20por%20categoria%20(suscripciones).pdf)

7. BIBLIOGRAFIA

- **FUENTES NORMATIVAS**

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
- Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación.
- Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión
- Ley 16/2011, de 24 de junio, (LCCC).
- Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.
- Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolving y por la que se modifica la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, sobre la Central de Información de Riesgos, la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.
- Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.
- 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.
- Ley 26/1984 por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC)
- Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva.
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición.
- Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.
- Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- DIRECTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de

los accionistas.

- EHA/1717/2020, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión
- Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.
- Circular 1/2021, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados financieros de las Empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de tipo cerrado
- GUÍA TÉCNICA 1/2018 CNMV SOBRE OPERACIONES VINCULADAS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y OTRA OPERATIVA DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

- **FUENTES JURISPRUDENCIALES**

- STS 241/2013 Sala primera (Civil) 9 de Mayo de 2013
<https://www.poderjudicial.es/search/AN/openDocument/570e169140ea0a5f/20130510>
ECLI:ES:TS:2013:1916
Id Cendoj: 28079119912013100009
- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Gran Sala) de 21 de diciembre, Asuntos acumulados C-154/15, C-307/15 y C-308/15 (Tribunal de Justicia de la Unión Europea 21 de diciembre de 2016).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:62015CJ0154>
- STS 314/2018 de 28 de mayo, en el punto CUARTO de los FUNDAMENTOS DE DERECHO,
ECLI:ES:TS:2018:1901
Id Cendoj: 28079110012018100297
- STJUE (Sala Cuarta), de 9 de julio, 2020. Recurso C-452/18
ECLI:EU:C:2020:536
- STJUE 825/2019 (Sala Primera), de 3 de octubre de 2019. Recurso C-208/18
ECLI:EU:C:2019:825
<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=218626&doclang=es>
- STS 244/2013 de 18 de abril de 2013
ECLI:ES:TS:2013:2589
Id Cendoj: 28079119912013100012
- AP de Madrid (Sección 25ª) Sentencia num. 60/2021 de 18 febrero
ECLI:ES:APM:2021:25
Id Cendoj: 28079370252021100002
- AP de Santa Cruz de Tenerife (Sección 1ª) Sentencia num. 289/2023 de 8 junio
ECLI:ES:APTF:2023:786
Id Cendoj: 38038370012023100225
- STS (Sala de lo Civil, Sección 1ª) Sentencia num. 592/2018 de 24 octubre
ECLI:ES:TS:2018:3593
Id Cendoj: 28079110012018100580

- STS 149/2020, 4 de Marzo de 2020
ECLI:ES:TS:2020:600
Id Cendoj: 28079119912020100007

- **OBRA DE AUTOR**

- BLANCO SÁNCHEZ, MARÍA JESÚS *El deber de información en la contratación de instrumentos financieros en los mercados. Especial referencia a los productos derivados*, Thomson Reuters Aranzadi, 2021, Universidad Pablo de Olavide, ISBN: 9788413910796
- CORREA POSADO, SONIA *Usura y abusividad de los contratos de crédito. Tarjetas Revolving*, 2022, Universidad de Valladolid
- MAROTO GARCIA, LUIS *Las cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios*, 2021, Universidad de Valladolid
- SERRANO GONZALEZ, MIGUEL ANGEL *El problema de las participaciones preferentes*, 2015, Universidad de Salamanca.
- DEFENSOR DEL PUEBLO, *Estudio sobre participaciones preferentes* marzo de 2013, Madrid.

- **OBRAS COLECTIVAS**

- BASOZABAL ARRUE, X., “En torno a las obligaciones precontractuales de información”, Anuario de Derecho civil, núm. 62 (2009), pp. 647-712.
- AGÜERO ORTIZ, ALICIA, “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, Universidad de Castilla-La Mancha, N°8 2013
- GUERRERO, CARLOS “Las acciones y participaciones preferentes: acciones judiciales y estrategias de defensa”, Revista Aranzadi Doctrinal, n° 6, 2012
- MADRID PARRA, A. “Información y transparencia en la gestión de instituciones de inversión colectiva”, Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo / coord. por Francisco González Castilla, Rafael Marimón Durá; Vicente Cuñat Edo (hom.), Universidad de Valencia, Servei de Publicacions, 2010, ISBN 978-84-370-7968-4, pp. 93-128.
- “Fondos y sociedades de inversión I: visión general de los fondos de inversión mobiliaria, tipología y objetivos”, *Fundación de estudios financieros (FEF)* / coord. Por Jesús M. López Zaballos, 2014, ISBN 978-84-695-7525-3
- URÍA FERNÁNDEZ, F “Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva” en *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva* / Francisco Uría Fernández (dir.), Madrid, La Ley, 2020 ISBN 978-84-18349-94-2
- MIRANDA SERRANO, L “Las sociedades mutualistas y las instituciones de inversión y financiación colectiva” en *Lecciones de derecho mercantil* / coord. por Guillermo J. Jiménez Sánchez, Alberto Díaz Moreno, Madrid, Tecnos, 2021, ISBN 978-84-309-8257-8, págs. 373-415
- MORENO SERRANO, E. “Deberes de información de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) y sus sociedades gestoras” en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* / coord. por Antonio Roncero

- Sánchez; Fernando Rodríguez Artigas (dir.), Luis Fernández de la Gándara (dir.), Jesús Quijano González (dir.), Alberto Alonso Ureba (dir.), Luis Antonio Velasco San Pedro (dir.), Gaudencio Esteban Velasco (dir.), Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, ISBN 978-84-1309-275-1, págs. 1235-1266
- MARTÍNEZ CAÑELLAS, A. en “Información de las entidades gestoras frente a los inversores institucionales” en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* / coord. por Antonio Roncero Sánchez; Fernando Rodríguez Artigas (dir.), Luis Fernández de la Gándara (dir.), Jesús Quijano González (dir.), Alberto Alonso Ureba (dir.), Luis Antonio Velasco San Pedro (dir.), Gaudencio Esteban Velasco (dir.), Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, ISBN 978-84-1309-275-1, págs. 1397-1420
 - ECHEBARRÍA SÁENZ, M. en “El deber de los inversores institucionales de publicar la estrategia de inversión y los acuerdos con el gestor de sus activos” en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados* / coord. por Antonio Roncero Sánchez; Fernando Rodríguez Artigas (dir.), Luis Fernández de la Gándara (dir.), Jesús Quijano González (dir.), Alberto Alonso Ureba (dir.), Luis Antonio Velasco San Pedro (dir.), Gaudencio Esteban Velasco (dir.), Vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2019, ISBN 978-84-1309-275-1, págs. 1383-1394
 - CAÑO PALOP, J. en “Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva” en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* / coord. por Francisco Uría Fernández, Madrid, La Ley, 2007, ISBN 84-9725-762-6, págs. 1113-1178

- **ENLACES**

- http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf
- <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Para-inversores/Guias-del-inversor/CNMV-Fondos-de-inversi%C3%B3n-y-la-inversi%C3%B3n-colectiva.pdf>
- [https://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/2312-Diciembre-2023/2312_17-RKGestoras%20por%20categoria%20\(suscripciones\).pdf](https://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/2312-Diciembre-2023/2312_17-RKGestoras%20por%20categoria%20(suscripciones).pdf)
- https://www.cnmv.es/portal_documentos/publicaciones/codigogov/informefinal.pdf
- https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/Guiatecnica_2018_1.pdf