

## LA PERVERSIÓN DEL PARADIGMA DE LA “INFORMACIÓN (¿MAS INFORMACIÓN!) PROTECTORA DEL CONSUMIDOR FINANCIERO”<sup>1</sup>

A propósito de un reciente trabajo de Fernández de Araoz

*Ángel Carrasco Perera*  
*Catedrático de Derecho Civil*  
*Centro de Estudios de Consumo*  
*Universidad de Castilla-La Mancha*

*Fecha de publicación: 9 de junio de 2015*

Afortunadamente, uno encuentra de cuando en cuando un pensamiento parejo que disipa la impresión depresiva de que intelectualmente es España un desierto demagógico. Uno llega a pensar que todo el sentido común se ha perdido cuando se leen, y se leen, ristas de sentencias superficiales y pomposas de Audiencias Provinciales condenando a los bancos por las preferentes y otros productos financieros, y siempre tocando la misma mala música de la “insuficiente información”. No hay nada peor en este país que los estribillos intelectuales, porque anuncian la acomodación fácil a un modo de reflexión plano pero ruidoso. Por eso quiero destacar en este blog de CESCO la reciente reflexión intelectual sana y valiente de un gran jurista que no tiene miedo a decir la verdad en materia de “protección del inversor financiero”. Y además le han dado un premio por eso; cosa que ayuda a incrementar nuestra confianza de que este país tiene todavía un futuro no incurso en el pantano de la demagogia.

### 1. Introducción

El pasado día 24 de abril de 2015, D. Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo, abogado y socio del Despacho Araoz & Rueda, fue galardonado con el XXIX Premio La Ley por su trabajo “*Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria*”<sup>2</sup>. La calidad del trabajo y la novedad de los prismas desde las cuales se afronta el problema, así como el enorme interés que esta

---

<sup>1</sup> Trabajo realizado con la ayuda de financiación a Grupo de investigación del Prof. Ángel Carrasco Perera de la UCLM, Ref.: GI20142888.

<sup>2</sup> Diario La Ley, Año XXXVI, número 8549, 28 de mayo de 2015.

materia reviste en el ámbito consumista, justifica que nos propongamos realizar aquí un breve resumen y análisis de las ideas allí expuestas<sup>3</sup>.

El objetivo del trabajo es identificar los elementos de nuestro sistema regulatorio que pudieron fallar, en relación con la protección del inversor minorista, tanto a nivel institucional, como sustantivo y procesal; dejando de lado “[l]a respuesta fácil y popular, aunque demagógica y sólo parcialmente veraz, [de] que la culpa fue de los bancos y restantes instituciones financieras, quienes engañaron sistemáticamente a los ahorradores con productos financieros tóxicos”. “Repensar” la protección del inversor exige, afirma el autor, realizar un análisis más profundo sobre las propias bases y fundamentos del sistema para averiguar, desde el origen, qué falló. Por lo tanto, el trabajo se centra en el estudio de las carencias y retos de la contratación en los mercados de valores a la hora de definir un nuevo régimen jurídico de la contratación mobiliaria en España. El objetivo de tal renovado régimen jurídico debería ser el establecimiento de normas claras de aplicación predecible que garanticen una imprescindible seguridad jurídica en la contratación mobiliaria, permitiendo delimitar las reclamaciones fundadas de los inversores mal asesorados de los casos del “inversor oportunista”.

Para alcanzar conclusiones sobre las carencias de sistema actual, el autor someterá a juicio crítico, en esencia, los paradigmas clásicos de la tutela del inversor y la constitución tripartita del marco jurídico regulador de la protección al inversor. Alcanzadas evidencias respecto al agotamiento de los paradigmas clásicos de tutela al inversor y la confusión del marco jurídico existente, el autor propondrá unas pautas para adoptar un nuevo régimen jurídico claro y coherente, que aporte seguridad jurídica.

## 2. *“La crisis de los paradigmas clásicos de la tutela del inversor y sus implicaciones jurídicas”*

El autor afirma que los pilares de nuestro sistema de protección al inversor descansan sobre tres paradigmas que se muestran contradictorios con las evidencias empíricas, por lo que su replanteamiento se muestra imprescindible, veamos.

### 2.1. *“El principio de transparencia informativa y el sistema obligatorio de publicidad”*

El principio de transparencia informativa constituye uno de los pilares fundamentales de la regulación de los mercados tanto en DUE como en nuestro Derecho del Mercado de Valores. Se trata de la asunción del legislador de que con

---

<sup>3</sup> Alteraremos el orden expositivo del autor para aportar mayor ligereza a esta glosa.

una información completa pueden eliminarse las asimetrías existentes, garantizando cierta igualdad en el proceso de contratación, impidiendo que los inversores sean explotados por quienes disponen de mejor información. Este modelo de transparencia informativa se funda en distintas asunciones cuyo alejamiento de la realidad empírica han provocado su crisis.

En primer lugar, se funda sobre una incorrecta valoración de la psicología humana y del mecanismo de toma de decisiones. Lo cierto es que somos aversos a la toma de decisiones, prefiriendo delegar en un tercero la toma de decisiones relativas a cuestiones con las que estamos poco familiarizados; y, cuando lo hacemos, es lo habitual que dediquemos poco tiempo al análisis de la información disponible. Además, la experiencia muestra que con frecuencia ni siquiera leemos la información que se nos entrega, tendemos a considerar inútil la información que podemos reemplazar por el consejo de un experto de nuestra confianza, por lo tanto nuestra ignorancia y el exceso de confianza nos impide apreciar la importancia de determinada información. Asimismo, la excesiva cantidad de información<sup>4</sup> que recibimos produce efectos contraproducentes (“infoxicación”): el sujeto que recibe gran cantidad de información, densa, detallada y exigente, termina por no leerla o, de hacerlo, no comprenderla, resultando inútil en la toma de decisiones. Esto, unido a la falta de cultura financiera de las personas a las que va dirigido el modelo de transparencia informativa, provoca que sean incapaces de comprender la información que se les entrega y, lo que es peor, que la malinterpreten.

En segundo lugar, el modelo de transparencia informativa se basa en la “falacia de la inocuidad”, esto es, entender que la disponibilidad de mucha información no perjudica a nadie (“lo que abunda, no daña”). Pues bien, sí se producen daños como son los costes que debe asumir el emisor para dar cumplimiento a las exigencias informativas; o como es la eventual reducción de oportunidades procesales de los inversores de cara a la obtención de un adecuado resarcimiento, pues cuando los emisores e intermediarios entregan “kilos de papel” al inversor repletos de advertencias y exoneraciones de responsabilidad, los juzgadores no tienen mucha más opción que aplicar el principio *pacta sunt servanda*. Por lo tanto, el modelo ni es gratuito ni es inofensivo.

En tercer lugar, cuando se producen los problemas, dado que ningún político o regulador está dispuesto a asumir que la información no ha cumplido su función, se argumenta que la información fue insuficiente y se crean nuevas obligaciones de

---

<sup>4</sup> Ben-Sahar y Schneider han diferenciado las dos manifestaciones de este problema, el llamado “problema de la acumulación” y el “problema del exceso”.

entrega de más información, alimentando el círculo vicioso. Así pues, “[l]a prueba de algodón del fracaso del sistema es que las obligaciones de información crecen sin cesar”. Y a ello se añade la “última perversión del sistema” ilustrada en el art. 79 bis 3 LMV, a saber, ya no basta con informar, se impone ahora la obligación de asegurarse de que dicha información es comprendida. De esta forma, sostiene el autor, se acaba por desnaturalizar el modelo de transparencia informativa, pues una cosa es imponer obligaciones de información y otra muy distinta es imponer al obligado a informar que el destinatario entienda dicha información para adoptar decisiones fundadas.

## **2.2. “La libertad de elección y el principio de racionalidad del inversor”**

El segundo paradigma consiste en asumir la capacidad de los inversores de tomar decisiones fundadas y racionales sobre la base de la información entregada. La Teoría Económica Neoclásica se basa en la asunción de que los agentes del mercado actúan y deciden de forma racional, fundamentando sus decisiones en preferencias previas, estables y coherentes; en la maximización de la utilidad en un entorno de recursos ilimitados; y habiendo efectuado un análisis coste-beneficio de toda la información disponible. Dicho modelo presupone, pues, que los agentes son capaces adoptar decisiones racionales que se identifican con aquello que mejor les conviene. Sin embargo, la Economía Conductual sostiene que las personas son sólo parcialmente racionales, puesto que existen limitaciones que impiden la absoluta racionalidad de las decisiones como son la información disponible, las limitaciones cognitivas de la mente individual (capacidad de procesamiento y comprensión de dicha información), y el tiempo disponible para la adopción de decisiones, lo que provoca que las decisiones se adopten utilizando “atajos heurísticos”. Además, lo que los agentes económicos buscan realmente son soluciones que “satisfagan” sus preferencias, y no tanto que las optimicen; de hecho, no todas las decisiones son adoptadas sobre la bases racionales, sino que distintas emociones<sup>5</sup> (como la confianza o el miedo) son determinantes con frecuencia a la hora de adoptar decisiones –instintivas e irracionales-. Por su parte, la Biología y la Neurología han demostrado que las emociones y otros estados físicos forman parte integral del proceso de adopción de decisiones, afectando al modo en que se realiza el razonamiento. En conclusión, ni los sujetos son absolutamente racionales como sostiene la Teoría Económica Neoclásica, ni adoptan decisiones a través de mecanismos puramente racionales libres de otras afecciones.

---

<sup>5</sup> Lo que se ilustra perfectamente con la expresión de Keynes “espíritus animales”.

### 2.3. “La hipótesis del mercado eficiente”

El tercer paradigma consiste en la asunción de que la eficiencia informativa de los mercados de valores posibilita un sistema de formación de precios fiables, evitando una incorrecta valoración de los activos financieros que podría ocasionar graves crisis financieras. En efecto, legisladores y reguladores convienen en que existe *“una clara interrelación entre la información pública disponible, la exactitud de las cotizaciones y la asignación eficiente de los recursos”*. Para sostener esta correlación, la teoría de la hipótesis del mercado eficiente presupone que (i) los inversores son racionales y valoran racionalmente los activos financieros, y que las actuaciones irracionales son aleatorias, por lo que se neutralizan con las racionales mayoritarias, sin afectar significativamente en la formación de los precios; (ii) que la información se traslada con gran rapidez a los precios o cotizaciones; y (iii) que los arbitrajistas que operan en el mercado eliminan el efecto de la irracionalidad sobre los precios. Con todo, ni los inversores son racionales; ni las conductas irracionales son esporádicas y aleatorias, sino continuadas y sistemáticas produciéndose de forma correlacionada, resultando de radical importancia en las formaciones de burbujas bursátiles; ni el arbitraje elimina el efecto de la irracionalidad pues está sujeto a grandes limitaciones y es arriesgado. En fin, no es cierto que las cotizaciones sean, en todo caso, fiables, pues se desviarán de su “valor fundamental” como consecuencia de la irracionalidad, lo que conduce a la existencia de mercados ineficientes.

En conclusión, una de las causas de la crisis financiera de 2008 no es una inadecuada *“disclosure”*, sino que el propio sistema descansa sobre unos paradigmas superados que exigen una profunda revisión. Precisamente, porque el modelo se basa en sobre qué deberían saber las personas –idílicamente-, y no en qué es lo que realmente quieren saber y cómo toman realmente las decisiones<sup>6</sup>: *“lo que las personas generalmente buscan no son datos e informaciones, sino consejo y recomendaciones de personas de su confianza directa (...). En definitiva, el problema central con que se confronta el modelo es que pide a las personas que hagan tareas que no quieren, que no pueden o que no saben hacer”*.

---

<sup>6</sup> Respecto a la irracionalidad de las decisiones de los inversores, asegura el autor que *“la evidencia empírica acredita que los inversores minoristas cometen numerosos errores cognoscitivos en sus decisiones de inversión, que estos errores son predecibles, que son reiterados, que son costosos y que no son siempre el resultado del fraude o del engaño por bancos o emisores. Ahorran demasiado poco; compran cuando los mercados están caros y venden cuando están baratos; invierten en “valores de moda” que ni entienden, ni les convienen”*.

### 3. **“Multiplicidad y heterogeneidad normativas en la contratación mobiliaria: un caleidoscopio necesitado de unificación y renovación”**

El autor concibe el régimen jurídico de la contratación mobiliaria como un caleidoscopio, en sus palabras “[a]l igual que un caleidoscopio, que no es más que un tubo que contiene tres espejos que forman un prisma tetraédrico cuyas imágenes se ven multiplicadas simétricamente al ir girando el tubo mientras se mira por el extremo opuesto, el régimen jurídico de la contratación mobiliaria no es algo muy diferente: tres bloques normativos (*Derecho del Consumo, Derecho de Obligaciones y Contratos y Derecho del Mercado de Valores*) que giran en torno a un mismo problema (la protección al inversor) y que, según se mire por el tubo o en función de cómo se giren las imágenes, pueden arrojar valoraciones muy distintas”.

#### **3.1. Incidencia del Derecho de Consumo en el Derecho de Obligaciones y Contratos**

La Teoría Clásica del Contrato concibe el contrato como paritario o discrecional, como una declaración conjunta de una voluntad común de las partes intervinientes, en cuya configuración intervienen y colaboran ambas partes. Así pues, descansa sobre los principios generales de la autonomía de la voluntad y la igualdad entre las partes. Desde esta perspectiva, en el proceso de la contratación rigen los principios de autoinformación y el *caveat emptor* (el comprador asume la carga de informarse), ante la asunción de que ambas partes se enfrentan al contrato en igualdad de condiciones, sin existir una “parte débil”. Pues bien, el Derecho de Consumo altera por completo esta concepción, como consecuencia de la contratación en masa y las condiciones generales de la contratación, pues el adherente al contrato se percibe claramente como el contratante débil. En consecuencia, se produce la relativización del principio de autoinformación y del *caveat emptor* al apreciarse que no existe una igualdad real en la contratación, erosionando el principio de autonomía de la voluntad que “*deviene mucho más teórico que real*”.

Dado el efecto transversal del Derecho de Consumo en nuestro ordenamiento y su particular incidencia en el Derecho de Obligaciones, debe analizarse como origen del cambio del modelo de protección al inversor que se ha venido produciendo en la UE. El modelo regulatorio pre-crisis constituía un modelo liberal poco intrusivo que trataba de garantizar la “libre elección” del inversor, presumiendo su autonomía y capacidad de decisión. Con la incidencia del Derecho de Consumo, se pone el énfasis en la concepción del consumidor “vulnerable”, con dificultades para adoptar decisiones financieras, lo que se traduce en el incremento de obligaciones de las

ESIs de adecuación de la información y de prestar servicios financieros “idóneos”; la intervención *ex-ante* de los productos financieros; o la prohibición de percepción de honorarios y comisiones. En fin, el Derecho de Consumo ha provocado la evolución a un “*modelo de consumerización de los inversores*” más intrusivo y paternalista, lo que explica que los tribunales apliquen sistemáticamente las normas de Derecho de Consumo a los litigios relativos a la contratación mobiliaria, asumiendo que el inversor puede ser considerado consumidor, quedando patente que nos hallamos ante la coexistencia de dos ordenamientos sectoriales.

Con todo, destaca el autor que el Derecho de Consumo no tiene buen acomodo en el ámbito de la contratación mobiliaria pues (i) los inversores no pueden “probar” los valores en los que van a invertir, puesto que el activo financiero es una “promesa” expuesta a riesgos de los que no se puede responsabilizar al “fabricante” ni a su distribuidor; (ii) los inversores no disponen de un derecho de garantía ni servicio postventa; (iii) no existe el derecho de desistimiento; y (iv) en Derecho de Consumo, la adquisición de un producto perteneciente a una partida defectuosa determina el mismo derecho resarcitorio a todos sus adquirentes (con independencia de que sean o no experimentados en el producto defectuoso), sin embargo, en la contratación mobiliaria la comercialización de un “valor defectuoso” arrojará enésimas soluciones diferentes.

### ***3.2. Incidencia de las normas de conducta del Derecho del Mercado de Valores en el Derecho de Obligaciones y Contratos***

Las normas de conducta ostentan una doble naturaleza jurídico-pública y jurídico-privada manifiesta por lo que, en la interpretación y aplicación del contrato, no nos hallamos ya ante la mera regulación de los intereses de las partes, sino también ante normas de orden público económico. A diferencia de lo que sucede en Derecho Privado donde, en caso de controversia, el juez debía interpretar el contrato y decidir, ahora debe atender a objetivos públicos y sociales para adoptar sus decisiones. Esta doble naturaleza se observa en la existencia de obligaciones y mecanismos de *enforcement* híbridos, por lo que la inobservancia de este tipo de normas puede acarrear responsabilidades civiles y administrativas de carácter sancionador, lo que crea importantes incertidumbres y distorsiones.

El carácter privado de las normas de conducta establecidas en MiFID ha sido reiterado por la doctrina y la jurisprudencia, concibiendo que constituyen una especificación de los principios básicos de la Teoría General de las Obligaciones y Contratos (como el principio de buena fe contractual). El TS ha reiterado la

imperatividad de estas normas considerado que integran el contenido preceptivo de la *lex contractus*.

Así pues, el autor identifica tres problemas concretos provocados por la coexistencia de estos tres bloques normativos:

- Normas imperativas o administrativas: se genera incertidumbre respecto a las consecuencias de la vulneración de las normas de conducta pues no queda claro en qué medida cualquier vulneración estas normas determinará la nulidad contractual por aplicación del art. 6.3 CC. La cuestión no es pacífica, negando algunas resoluciones esta posibilidad por entender que se trata de “normas administrativas” cuya infracción comporta la imposición de sanciones mediante el procedimiento sancionador correspondiente.
- Adulteración de la doctrina del error-vicio: el TS ha reiterado consistentemente que se trata de una doctrina que ha de aplicarse con criterios rigurosos y restrictivos, pues comporta la desvinculación del contrato y la cuestionabilidad del principio *pacta sunt servanda*, lo que comportaría el riesgo de condonar “conductas oportunistas”. Pues bien, los datos estadísticos manifiestan que aproximadamente el 90% de los pleitos sobre productos financieros reconocen la concurrencia del error, por lo que “*se ha convertido en un auténtico coladero*”. Tras dudar de que el 90% de los inversores tuvieran el consentimiento viciado y negar que dichas conclusiones parezcan realistas, afirma el autor que estamos asistiendo a una completa desnaturalización de la doctrina del error vicio, pasando de una institución excepcional y restrictiva, a una institución cuya aplicación es la regla general.
- Sujeto protegido (concepto de inversor): el Derecho de Consumo protege a consumidores (no profesionales), sin embargo, puede ocurrir que el consumidor que ostente la condición de minorista tenga un perfil arriesgado y que su consentimiento se haya prestado con plena validez. El Derecho del Mercado de Valores proporciona protección al inversor minorista (que puede ser o no consumidor), cuya determinación responde a criterios valorativos que arrojan gran incertidumbre (*v. gr.* nivel de riesgo asumido, experiencia inversora, conocimientos financieros, edad, cuantía de la inversión, etc.). Por su parte, el Derecho de Obligaciones y contratos protege a aquél cuyo consentimiento esté viciado (sea o no consumidor, sea o no inversor minorista). El entrecruce de estos conceptos y de sus distintos niveles de protección provocan una magnífica disparidad de criterios y soluciones, frecuentemente contradictorias, de los tribunales.

En conclusión, “[e]ste estado de gran confusión en el que nos encontramos, no es compatible con un ordenamiento jurídico, que debe proporcionar tanto a los operadores jurídicos, como a quienes tienen que aplicar las normas (tribunales y reguladores), un marco de seguridad jurídica regido por la predictibilidad y una razonable certeza”. Por lo tanto, de lo que no cabe duda es que el estallido de la litigiosidad en la materia encuentra como una de sus causas este panorama jurídico extraordinariamente confuso.

#### 4. “Hacia un nuevo régimen jurídico de contratación mobiliaria ”

Expuestas las carencias del régimen jurídico de contratación mobiliaria, el autor propone una serie de pautas para su corrección. El objetivo de la reforma sería una imprescindible armonización y unificación del régimen, cuya aplicación sea preferente a cualquier otro régimen, y que aborde tanto aspectos sustantivos como procesales. Este régimen habría de incluirse en la Ley del Mercado de Valores o en el Nuevo Código de Comercio, mientras no se integre en una reglamentación a nivel comunitario.

En el plano sustantivo, la regulación debería contener (i) la delimitación de los diferentes contratos de prestación de servicios de inversión y su contenido obligacional mínimo; (ii) mayor precisión sobre los deberes de las ESI y los clientes; (iii) los efectos del incumplimiento de las normas de conducta sobre los contratos; (iv) los restantes remedios de que disponga el inversor; (v) los supuestos de “puerto seguro” en relación a contratos-tipo y entrega de documentos de datos fundamentales para el inversor, de forma que siempre que se entregue estos documentos aprobados por la CNMV se permita presumir que el inversor recibió información suficiente para emitir un juicio fundado. En el plano procesal, habrá de incluir: (i) el arbitraje o la mediación obligatoria; (ii) nuevas reglas de legitimación pasiva y activa; (iii) mejoras respecto a la regulación de las acciones de clase y a la acumulación subjetiva de acciones; y (iv) clarificar determinados supuestos de carga de la prueba e inversión de la misma.

Asimismo, define las bases de la propuesta, a saber, (i) la definición de criterios claros que delimiten los supuestos de responsabilidad de la ESI y del inversor por la pérdida de la inversión, de conformidad con la regla *pacta sunt servanda*; (ii) el desplazamiento del primer plano de la regulación las obligaciones de información, pues se ha demostrado que el sistema no funciona; (iii) la diferenciación de la responsabilidad del intermediario en los supuestos de “recepción y ejecución de órdenes” -en cuyo caso la responsabilidad debería estar limitada a la diligente ejecución de la orden-, de los supuestos de “asesoramiento” en los que quien realmente decide es el intermediario actuando como un verdadero “fiduciario”, debiendo establecerse un estándar muy elevado en la fase



[www.uclm.es/centro/cesco](http://www.uclm.es/centro/cesco)

precontractual, penalizando severamente las vulneraciones de conflictos de interés en estos casos; (iv) la evitación de que esta condición de “fiduciario” desnaturalice sus obligaciones, que son de medios y no de resultados, por lo que no debe ser convertido en garante del buen resultado de las operaciones; y (v) la garantía de la seguridad jurídica mediante la verificación, registro y aprobación por la CNMV de contratos-tipo y documentos fundamentales de información, que constituyan “puertos seguros”.