

## LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LA COMERCIALIZACIÓN O ASESORAMIENTO EN LA INVERSIÓN EN *HEDGE FUNDS*

*José Ignacio Carnero Sobrado*  
*Abogado Licenciado en Derecho por la Universidad de Deusto,*  
*Diploma en la especialidad Jurídico-Económica y*  
*especialista en las áreas de Derecho "Mercantil, Concursal, y Bancario".*

Fecha de recepción: 20 de diciembre de 2013

Fecha de aceptación: 4 de enero de 2014

**SUMARIO:** I.INTRODUCCIÓN; II.UN ACERCAMIENTO A LOS HEDGE FUNDS; III.NORMAS; IV.EL RÉGIMEN GENERAL DE RESPONSABILIDAD DE GESTORAS Y DEPOSITARIOS DE HEDGE FUNDS; V.LA COMERCIALIZACIÓN DE LOS HEDGE FUNDS;VI.ALGUNOS CRITERIOS ORIENTADORES: 1.EN TORNO A LA INICIATIVA INVERSORA; 2.EN TORNO AL PERFIL DEL INVERSOR; VII.EL NEXO CAUSAL; VIII.PÉRDIDA DE VALOR Y CASO FORTUITO.

**RESUMEN:** Este estudio pretende analizar los conflictos derivados de la inversión en hedge funds, que han tenido lugar en los últimos tiempos con motivo de la crisis económica. Se trata de uno de los supuestos más sugestivos de los de la contratación bancaria, ya que su comercialización ha ostentando diversas formas. La opacidad de estos fondos, la difícil prueba de la relación jurídica, y de la relación causal, así como los múltiples intervinientes en la contratación, son algunos de los problemas que estudiaremos. Éstas y otras cuestiones, nos permitirán analizar su régimen general de responsabilidad, como base para examinar algunos supuestos particulares de la jurisprudencia nacional.

**ABSTRACT:** This study tries to analyze the conflicts derived from the investment in hedge funds, which have taken place in recent times because of the economic crisis. It is one of the most suggestive assumptions of bank contracting, since marketing has hold various forms. The opacity of these funds, the difficult test of the juridical relation, and of the causal relation, as well as the multiple interveners in the contracting action, are some of the problems that we will study. These and other issues will allow us to analyze its general liability regime as a basis to examine some particular cases of the jurisprudence.

**PALABRAS CLAVE:** Hedge fund, responsabilidad civil, indemnización, nulidad, inversor, asesoramiento, caso fortuito, fraude, gestor, transparencia, negligencia, riesgo, liquidez, cartera, due diligence, nexo causal.

**KEY WORDS:** Hedge fund, civil liability, indemnity, nullity, investor, advising, fortuitous event, fraud, solicitor, openness, negligence, risk, liquidity, portfolio, due diligence, causal link.

## I. INTRODUCCIÓN.

La ingente litigación derivada de la contratación bancaria tiene en la inversión en hedge funds uno de sus supuestos menos habituales, pero, al mismo tiempo, más técnicamente atrayentes, tanto desde la perspectiva procesal, como sustantiva.

Efectivamente, nos encontramos ante productos financieros que no han formado parte de la contratación masiva, principalmente debido a los elevados costes de distribución que comportaría ello. Adicionalmente, la cultura financiera española no ha conllevado una amplia acogida de este tipo de inversiones, que tienen en Nueva York y en Londres sus principales centros de negocios mundiales. Ello, sin embargo, no ha supuesto la inexistencia de este tipo de contratación en España, encontrándonos con una creciente inversión que pretendemos analizar a la luz de crisis económica, y que ha despertado una amplia litigiosidad al respecto.

Podemos comenzar señalando que los motivos que subyacen en la falta de apego del cliente bancario tradicional a estas inversiones es su alto grado de iliquidez, y su complicada valoración en comparación con otros productos. Estas dos circunstancias han comportado que estemos hablando de productos indicados para inversores cualificados, alejados por ende de los tradicionales canales de comercialización financiera.

No obstante, se hace necesario subrayar que esta aparente frontera entre el inversor cualificado, y el conservador, se ve importantemente matizada por el propio canal de distribución de los referidos productos. Ciertamente, y al menos en el caso español, la comercialización de *hedge funds* se ha instrumentado a través de las sucursales de las entidades de crédito, basándose dicha comercialización en las relaciones de confianza existentes con determinados agentes o gestores.

Esta circunstancia ha provocado una notable dificultad probatoria, habida cuenta de que las inversiones han estado sustentadas en relaciones de familiaridad con los referidos empleados, añadiéndose el problema de que el *hedge fund*, para realizar la operativa a la que está destinado, necesita de un elevado número de prestadores de servicios<sup>1</sup>, tales como el *prime broker*, el administrador, el custodio, etc., lo que genera una alta complejidad técnica, amén de múltiples conflictos de interés<sup>2</sup> por la información por éstos manejada.

---

<sup>1</sup> La SAP de Barcelona de 5 de abril de 2013 nos ofrece un claro ejemplo del lugar que suele ocupar la entidad de crédito en la relación contractual (relativa en este supuesto al *hedge fund* del caso *Madoff*): *"Si bien es cierto que el "Banco X" no es totalmente ajeno en la operación litigiosa, en tanto que en primer lugar es quien informa a los clientes, presenta un contrato, es intermediario, y la cesta de fondos se gestiona por una entidad perteneciente al mismo grupo empresarial, es más cierto que los términos reflejados en el contrato y sus anexos, presentación y demás documentación aportada, ponen de manifiesto que el valor de la inversión quedaba claramente vinculado a los fondos de referencia y a la actuación de entidades que eran autónomas e independientes de la demandada a la hora de adoptar las decisiones pertinentes en relación a la inversión, y de las que no puede responder el Banco demandado por el hecho de que la estrategia o gestión de la inversión estuviera fijada por una entidad perteneciente al grupo empresarial del Banco, pues la naturaleza del producto conlleva que sea la ejecución material de los fondos de referencia, la que marque el desarrollo y ejecución de la inversión, y en estas actuaciones ninguna intervención tuvo "Banco X", como claramente se refleja en la documentación que regula la inversión, y de ello era conocedora la parte demandante, como expresamente afirmó en el momento de suscribirla."*

Se observa con claridad la aparente desvinculación de la entidad bancaria, cuando, sin embargo, las relaciones de confianza del inversor se suelen articular con sucursales tradicionales, o con empleados de éstas.

<sup>2</sup> Ello ya fue anunciado en 2003 por la United States Securities and Exchange Commission, en su informe *The implications of the growth of hedge funds* (<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>).

Así, conviene realizar un sucinto acercamiento a la figura que pretendemos estudiar, para después analizar el régimen de responsabilidad, y las normas de conducta aplicables a la comercialización de estos productos. Con dicha base estaremos en disposición de examinar algunos de los supuestos, que los Tribunales españoles han podido analizar por pérdidas producidas y dimanantes de la evolución negativa, e incluso pérdida total de la inversión, originada especialmente en este caso por determinados fraudes o estafas cometidos por ciertos operadores bursátiles.

De este modo, veremos la responsabilidad de la entidad financiera por negligencia en el desempeño de su función en el marco de la gestión de cartera valores, su problemática práctica, y la relación que guarda con el caso fortuito. Es decir que, siendo tan amplia la materia objeto de estudio, nos ocuparemos únicamente de aquellos supuestos jurisprudenciales más dudosos, como lo son aquellos en los que el fraude del *broker dealer* puede ser considerado alejado de la esfera de seguridad que la entidad financiera ha de procurar al inversor.

## II. UN ACERCAMIENTO A LOS *HEDGE FUNDS*.

Con carácter previo al análisis de las cuestiones anunciadas, conviene trazar unas líneas maestras en torno a lo que conocemos por *hedge fund*, habida cuenta del problema que ha suscitado el rol jugado por diferentes entidades financieras nacionales que, actuando como meros intermediarios en la comercialización de los productos, se han visto afectadas por demandas interpuestas por inversores que han sufrido importantes perjuicios en su patrimonio.

Con el objeto de establecer un concepto, si bien no existe uno pacífico, podemos definir el *hedge fund* como un tipo de institución de inversión colectiva “*que tiene por objeto captar fondos, bienes, y derechos para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos o valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos*”<sup>3</sup>. En otras palabras, y por aludir a un concepto básico, nos encontramos con entes que se constituyen con el objeto de agrupar capital de un número reducido de inversores cualificados, a fin de destinarlo a transacciones susceptibles de generar rentabilidad para éstos.

Así, este tipo de institución ostenta la particularidad de que no está destinada al gran público, toda vez que no capta su ahorro mediante técnicas publicitarias, ya que se trata de un fondo cerrado destinado a grandes patrimonios de inversores profesionales<sup>4</sup>. Este carácter privado, y limitación a la captación del ahorro público es su principal característica, teniendo vedada la realización de dichas actividades, razón por la cual la litigación que analizaremos ha puesto énfasis en la comercialización por parte de la banca tradicional.

Una segunda característica, y que nos servirá para comprender los perjuicios sufridos por determinados inversores, es el uso del apalancamiento (*leverage*) por parte de estos fondos en sus estrategias de inversión. Así, la ratio de apalancamiento respecto del capital o patrimonio resulta fundamental para determinar la salud del fondo, razón por la cual en Derecho español se obliga a establecer en el folleto el límite de endeudamiento, que

<sup>3</sup> PALÁ LAGUNA, Reyes. *Los hedge funds y sus sociedades gestoras*. La Ley, Madrid, 2013, pág.76.

<sup>4</sup> Ya la CNMV en su *Estudio sobre la industria de hedge funds*, publicado en 2006 (pág.61), señaló que el cliente objetivo era un inversor cualificado, entre los que destacan los IRNE, o individuos de riqueza neta elevada, *family offices*, fondos de *hedge funds*, inversores institucionales, y los propios gestores de fondos.

no podrá superar en cinco veces el valor del patrimonio de la IIC, tal y como señala el artículo 73 1) del vigente RIIC<sup>5</sup>, lo que en algunos supuestos ha sido ampliamente superado, deviniendo entonces la necesidad del rescate con muy relevantes descuentos, y consiguientes pérdidas patrimoniales<sup>6</sup>.

Hasta aquí podemos observar que estos patrimonios separados pertenecen a una pluralidad de inversores, cuya gestión se encomienda a una sociedad, por delegación de los partícipes, con el concurso de una entidad depositaria, y que tienen por objeto último la captación de fondos, bienes y derechos, para invertirse en activos, financieros o no, y obtener así beneficios. No obstante, y una vez referido el apalancamiento, conviene adentrarse, siquiera sucintamente, en otras características también comunes.

Así, estos fondos suelen coincidir en determinadas estrategias de gestión: el uso de derivados, y ventas en corto; las estructuras de comisiones relacionadas con el *permanence fee* (sobre el resultado); la periodicidad del reembolso, etc., estrategias que les han permitido tradicionalmente obtener rentabilidades al margen de la Bolsa, y estar desprovistos de duras regulaciones específicas.

La inversión mínima elevada, su opacidad en el régimen de comunicación de información relevante al Mercado<sup>7</sup>, y el riesgo significativo<sup>8</sup> de falta de liquidez por no ajustarse a los plazos estandarizados para el ejercicio del reembolso a los inversores (incluso vedado durante un tiempo, o *lock – up*), convierte a estos fondos en destino habitual de inversores con una alta dosis de profesionalidad.

Además, y como refiere RICO ARÉVALO<sup>9</sup>, en las contrataciones que nos ocupan existe un alto grado de confianza entre inversor y gestor. La confianza depositada convierte al servicio en claramente personalista, habida cuenta de la seguridad y complicidad despertadas por el agente, en orden a la habilidad concreta de éste en la estrategia de inversión de que se trate, lo que el inversor valora especialmente.

Estos gestores, tan ligados al inversor, incluso en ocasiones entregan a éste las denominadas *side letters*, esto es, documentos en los que otorgan un trato comercial preferente, o establecen un régimen especial de transparencia, al margen del régimen general aplicable al resto de inversores<sup>10</sup>.

Otro ejemplo de la particular relación que une a gestor e inversor, es el habitual compromiso que establecen los primeros de invertir parte de su capital, o bonus, en incentivos económicos ligados al fondo, compromiso que se adquiere en aras de lograr mayor complicidad por parte del inversor. Por lo tanto, nos encontramos ante una contratación

---

<sup>5</sup> Nos referiremos más adelante al Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, y que estuvo vigente hasta el 21 de julio de 2012, ya que la total litigación estudiada se refiere a productos contratados en fechas anteriores, razón por la cual el análisis del nuevo régimen no se aborda en este trabajo. En cualquier caso, la regulación vigente la encontramos en el 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.

<sup>6</sup> Basta referenciar el caso *Bear Stearns* que con un ratio de apalancamiento de 33, supuso una desvalorización de sus activos que acabó con su descapitalización, y rescate con un descuento de aproximadamente el 93%.

<sup>7</sup> Opacidad que también se da en las contrapartidas de los *brokers dealers*, toda vez de lo valioso de la información en el sector: es un campo en que los gestores no dan transparencia porque no quieren que otros sepan con quien están operando, tal y como reconoce la SAP de Barcelona de 5 de abril de 2013.

<sup>8</sup> Lo subrayan las SSAP de Asturias, sec. 7ª, de 9 de julio de 2010, nº 344/2010, rec. 110/2010; Vizcaya, sec. 4ª, de 28 de enero de 2011, nº 43/2011, rec. 752/2010; y Soria, Civil sección 1ª del 1 de Junio del 2012, Recurso: 53/2012.

<sup>9</sup> RICO ARÉVALO, Belén. *El modelo de regulación española para los hedge funds*. En “*Régimen Jurídico y Económico de los Hedge Funds*”. Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pág.39.

<sup>10</sup> La AIFMD obliga a respetar el principio de trato equitativo entre inversores, no obstante, existe la posibilidad, que es habitual en la práctica, de introducir privilegios para determinados inversores, siempre que dicha ventaja se prevea expresamente en los estatutos o reglamento del *hedge fund*.

tremendamente especial, como de igual modo lo es la conflictividad existente en torno a estas inversiones.

### III. NORMAS.

La Directiva 2009/65/CE, del PE y del Consejo, de 13 de julio de 2009 (en adelante, Directiva UCITS), en su artículo 1.2 ya definía a los *hedge funds* como aquellos organismos cuyo “objeto exclusivo sea la inversión colectiva, en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos (...) de los capitales y cuyo funcionamiento está sometido al reparto de riesgos”.

Se trata de una regulación reciente en Derecho europeo, al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos, donde ya la *Investment Company Act* de 1940 recogía instituciones asimilables a la que nos ocupa. A los efectos presentes, conviene subrayar que esta norma realiza una clasificación de inversores cualificados (*qualified purchasers*), que abarca a las personas físicas que sean titulares de inversiones por valor de al menos cinco millones de dólares; a las empresas familiares con idéntica inversión cuantitativa; y a los gestores de inversiones con activos gestionados por un valor superior a veinticinco millones de dólares.

Asimismo, conviene matizar brevemente un dato más en relación a la regulación estadounidense, y es el relativo a la supervisión (realizada a través de la *Securities Exchange Commission* - SEC), ya que muchos de los fondos comercializados están sometidos a ella<sup>11</sup>, lo que ha sido objeto de controversia en los Tribunales españoles, toda vez que se ha pretendido acentuar la relevancia de dicha inspección con el objeto de exonerar de responsabilidad a los comercializadores, como tendremos ocasión de ver. En particular, las sociedades gestoras de *hedge funds* deben remitir información en atención al volumen de activos negociados, pero sólo están obligadas aquéllas cuya crisis puede ser sistémicamente relevante.

En España, sin embargo, el artículo 43 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>12</sup>, de instituciones de inversión colectiva, fue la primera regulación de los *hedge funds*. En particular, se establecían una serie de requisitos para que estos fondos accediesen a la libertad de inversiones, a saber: que las actividades de comercialización de fondo se dirigieran a inversores profesionales, o bien que el desembolso inicial mínimo fuera de 50.000 Euros por inversor, con independencia de la condición de éste, de forma y manera que no les fuera de aplicación ni la política de comisiones regulada en la LIIC y su Reglamento, ni los límites de diversificación de inversiones establecidos.

De este modo, en España existen limitaciones a la comercialización entre el público<sup>13</sup>, excepción hecha para las IIC de inversión libre, y que se recoge en el artículo 74 del Reglamento referido, toda vez que para éstas no resulta aplicable la norma del desembolso mínimo, ni la exigencia de ser inversor profesional, pero, no obstante, con anterioridad a la suscripción de las participaciones, el inversor ha de dejar constancia clara

---

<sup>11</sup> Con el objeto de eludir el control, y las excesivas cargas, límites y restricciones, ha sido una práctica habitual domiciliarse *off shore*, en lugares además con cargas fiscales mínimas.

<sup>12</sup> Recordemos que dicho Real Decreto se encuentra derogado por el 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, que, en cualquier caso, no aporta novedades significativas a los efectos que nos ocupan.

<sup>13</sup> El artículo 2 de la LIIC habla de “la captación mediante actividad publicitaria de clientes para su aportación a la Institución de Inversión Colectiva de fondos, bienes o derechos”.

de conocer los riesgos inherentes a la operación, tal y como establece el artículo 74 1 j) RIIC, cuestión fundamental a los efectos de la posterior litigación que veremos

Analizadas las restricciones a la comercialización de las IIC de inversión libre, cabe preguntarse por aquellas relativas a los *hedge funds*, y, en particular, por las referentes a la comercialización entre inversores minoristas. Por ejemplo, en Italia la suscripción de fondos especulativos está vedada a aquellas inversiones inferiores a 500.000 Euros, prohibiéndose además la comercialización pública. Adicionalmente, existe la restricción consistente en que el número de inversores del fondo no pueda superar los doscientos. Debemos de subrayar, en cualquier caso, la relevancia de la Directiva 2004/39/CE, sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID), que, también en estos supuestos, obliga a advertir al inversor sobre la naturaleza y riesgos del producto que contratan.

Sin embargo, estas restricciones conllevan el importante problema de la posible comercialización de *hedge funds* y de fondos de *hedge funds* extranjeros en España, toda vez que se requiere el registro de la institución en la CNMV, acreditándose que las características de la institución son análogas a las exigidas a una española. Esta complicación en el registro y operación en España ha conllevado que los inversores accedan a otros cauces netamente privados, incluso tomando ellos mismos la iniciativa (cuestión de probática será acreditar el asesoramiento de la entidad). El análisis de dicha decisión será fundamental, toda vez que vendrá a ser muy diferente la calificación jurídica si tal iniciativa es cierta y veraz, o si, por el contrario, existe un asesoramiento, o comercialización, que conlleve la posible responsabilidad de la entidad que preste tal servicio.

Por otro lado, conviene resaltar la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, AIFMD), y que contiene algunas previsiones en torno a la comercialización pasiva y a particulares, definida en su artículo 4.1 como *“toda oferta o colocación directa o indirecta, por iniciativa del GFIA o en su nombre, de participaciones de un FIA gestionado por él a inversores domiciliados en la Unión”*. Por ende, se excluyen las situaciones relativas a inversores profesionales de la Unión Europea que actúen por iniciativa propia, con independencia de dónde esté establecido el fondo, esto es, la denominada comercialización pasiva o *unsolicited*. En cualquier caso, la Directiva únicamente regula la comercialización de los FIA entre inversores profesionales y deja por tanto en manos de los Estados concretos la decisión de permitir su comercialización entre inversores particulares, de modo que es posible el establecimiento de requisitos más estrictos.

Asimismo, la referida Directiva contiene otra novedad que hemos de acentuar muy especialmente, como lo es el establecimiento de un régimen para el ejercicio de la actividad de gestión de *hedge funds*, configurándose una serie de obligaciones que pasan a integrar las normas de conducta aplicables, que vienen regidas por los principios de diligencia y lealtad en el ejercicio de su actividad<sup>14</sup>, y que han de estar encaminadas al mejor interés de los fondos y sus inversores, quienes han de ser tratados de forma equitativa, tal y como lo

---

<sup>14</sup> No se trata de criterios absolutos, pues, como referencia la Sentencia de la Sección 17ª de la AP de Barcelona de 13 de septiembre de 2006, difícilmente pueden establecerse *“los estándares de prudencia propia del sector” de la inversión mobiliaria, debiendo hablarse de tantos estándares como de inversores. Hay algunos de cariz conservador, que se inclinan por la renta fija, o al menos preferentemente, como medio para lograr una seguridad, aunque con menor rentabilidad, de sus inversiones. Hay otros más osados que optan por la renta variable en cualquiera de sus modalidades: fondos de inversión o compra directa de acciones, y dentro de todo ello, atendiendo a sectores más o menos arriesgados pues evidentemente no es lo mismo invertir en los denominados valores refugios, menos susceptibles de bruscas subidas o bajadas de cotización, que, en el extremo opuesto, en valores tecnológicos, por citar los que tradicionalmente han tenido un comportamiento más irregular y llamativo. La prudencia en el sector, como fácilmente se colige, es un factor muy variable y a veces de escasa significación, atendiendo a las circunstancias por lo que resulta muy aleatorio venir a valorar actuaciones y fenómenos producidos en este campo según un patrón abstracto de estándar referencial.”*

señala su artículo 12. Estas ideas genéricas que, de un modo u otro, pretenden promover el mejor interés de los inversores, suponen una guía adecuada para, en su caso, entender que concurre responsabilidad de la gestora.

Otro de los avances que realiza la citada Directiva AIFMD es la relativa a la gestión del riesgo que tantos perjuicios ha conllevado a determinados inversores. Entre las medidas más importantes encontramos la obligación de separar funcional y jerárquicamente las tareas de gestión del riesgo de las unidades operativas, incluida la gestión de carteras (artículo 15.1), lo que pretende garantizar una independencia de criterio e información. Adicionalmente, se prohíbe la delegación de dicha función en la entidad depositaria, u otra entidad con intereses que puedan entrar en conflicto.

Especialmente relevante es el análisis del riesgo que asumen los *hedge funds* a través del apalancamiento financiero, causa de muchos de los perjuicios sufridos por los inversores que veremos. Así, el uso de este recurso queda, según el artículo 15.4 de la Directiva, limitado a través de un nivel máximo que fija la gestora, de modo que la depositaria controlará el respeto a dichos límites, bien negándose a realizar operaciones que traspasen el término fijado, o bien controlándolo *ex post*. En cualquier caso, y sin entrar en particularidades regulatorias, que no son objeto de este estudio, la Directiva antedicha supone un notable avance en el control del riesgo sistémico que puede devenir de las gestoras.

Por último, conviene subrayar la vigencia de la Ley 31/2011 de reforma de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva que complementa la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 2009/65/CE sobre Instituciones de Inversión Colectiva de 13 de julio (en adelante, UCITS IV). En el aspecto que nos ocupa, hemos de recordar que esta norma, que por su cercanía en el tiempo no ha sido objeto de interpretación jurisprudencial, en su artículo 17 introduce un nuevo documento de carácter precontractual, denominado “*documento de datos fundamentales para el inversor*” o KID, cuyo objeto es ofrecer un folleto simplificado con información veraz e inteligible sobre riesgos, rendimientos históricos, escenarios de rentabilidad, advertencias, etc., útil a los efectos del artículo 1.282 del Código Civil. Además, esta Ley en su artículo 18 impone la necesaria entrega, con antelación a la firma, del último informe semestral.

#### **IV. EL RÉGIMEN GENERAL DE RESPONSABILIDAD DE GESTORAS Y DEPOSITARIOS DE *HEDGE FUNDS*.**

El acto dañoso imputable, el perjuicio patrimonial del reclamante, y la relación de causalidad, entendida como causa eficiente entre uno y otro, y que dimanen de los artículos 1.101, o, en su caso, 1.902 del Código Civil, como requisitos tradicionales, tienen, en el área que nos ocupa, unas características singulares que debemos analizar siquiera sucintamente.

Así, las normas de conducta propias de las sociedades gestoras, o depositarios, hacen que nos tengamos que referir necesariamente a los artículos 46.4 y 62.2 de la LIIC, habida cuenta de que se necesitará una desviación de la normal conducta de gestión que realice la sociedad, o, en su caso, de la normal conducta exigible al depositario en la vigilancia y custodia, de modo que a las pautas generales, habrá que añadirse otras específicas relativas a su régimen concreto.

No obstante, bien es cierto que nos encontramos ante inversiones de naturaleza especial, con un mayor riesgo, dimanante de la mayor expectativa de ganancia que se pretende obtener, lo que conlleva que exista un peligro potencial que el inversor acepta. Ello

tendrá una notable influencia en la acreditación del nexo causal, toda vez que la asunción del riesgo que tiene lugar, provoca una dificultad probatoria en torno a la actuación de la gestora o depositaria como causa eficiente del daño. La aleatoriedad del Mercado supondrá así un claro elemento de debate en los litigios que analizaremos, habida cuenta de lo cual colegimos que se hace necesario distinguir entre aquellos factores que son controlables<sup>15</sup>, y aquellos otros que no, herramienta ésta clave a los efectos de entender si concurre relación causal.

Por otro lado, conviene preguntarse en torno a la relevancia del documento del consentimiento del inversor, y que se prevé en el artículo 43 del RIIC, para las IICIL, y en la letra j) del apartado 1 del artículo 44 del RIIC, para las IICIICIL, lo que es desarrollado por la Norma 12ª de la Circular 1/2006. Como advierte TAPIA HERMIDA<sup>16</sup>, no resulta adecuado identificarlo como cláusula de exoneración de la responsabilidad: *“ninguna de las manifestaciones de aquella declaración permite interpretarlas en tal sentido exculpatario ni es función del documento, desde una perspectiva sistemática, rebajar el nivel de diligencia exigida a aquellas entidades auxiliares”*.

Sin entrar en si existe o no vicio de la voluntad, el referido documento tiene relevancia toda vez que se establecen los límites propios de las IIC de carácter financiero, y sus consiguientes riesgos, ya que las participaciones que se ostenten dependen de la evolución de un mercado secundario, extramuros de los valores de renta fija. Del mismo modo, las pérdidas por imposibilidad de obtener reembolso inmediato ante necesidades de liquidez, no podrán ser objeto de reclamación, y, en definitiva, ninguna cuestión que incida sobre los riesgos inherentes a la inversión o a la política seguida<sup>17</sup>, siempre que dichos puntos estén suficientemente descritos en el referido documento.

En cuanto a la responsabilidad de los depositarios hay que recordar la importancia de la Directiva UCITS (Directiva 85/611/CE, de 20 de diciembre), que en su artículo 9<sup>18</sup> ya regulaba tal cuestión, consagrando la responsabilidad de éstos, no sólo frente a los inversores sino también frente a la gestora. Dicho precepto se configura con carácter amplio, ya que contiene la mención a *“cualquier pérdida”* sufrida como consecuencia de un incumplimiento de sus obligaciones, o una ejecución incorrecta de las mismas, lo que incluye sus funciones de custodia y vigilancia.

En cualquier caso, su régimen de responsabilidad en modo alguno es objetivo, ya que requiere del incumplimiento injustificado, amén de la consiguiente imputación causal, y de la concurrencia de culpa a título de dolo o negligencia, cuya prueba ha de ser el núcleo del litigio que se suscite.

Por último, hay que mencionar que la posible encomienda de la custodia por parte del depositario a un tercero, no exonera ni atempera la responsabilidad del primero.

---

<sup>15</sup> El origen delictivo de algunas estrategias, tal y como recuerda la SAP de Barcelona de 5 de abril de 2013, ha de servir como elemento para entender que se excedería un estándar de control incluso elevado.

<sup>16</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto. *La gestión y custodia de los hedge funds*. En “Régimen Jurídico y Económico de los Hedge Funds”. Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pág.131.

<sup>17</sup> Por ejemplo, la frecuencia con la que se garantiza la liquidez, el límite máximo a los reembolsos en una misma fecha, el período de permanencia mínimo, las comisiones de gestión, etc., los posibles reembolsos en especie obligatorios, etc.

<sup>18</sup> *“A depositary shall, in accordance with the national law of the State in which the management company's registered office is situated, be liable to the management company and the unit-holders for any loss suffered by them as a result of its unjustifiable failure to perform its obligations or its improper performance of them. Liability to unit-holders may be invoked either directly or indirectly through the management company, depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the management company and the unit-holders.”*

Pues bien, estas ideas se encuentran en parte recogidas en nuestro ordenamiento jurídico, ya que la LIIC en su artículo 62<sup>19</sup> acoge una regulación del régimen de responsabilidad de los depositarios, poniendo especial énfasis en la necesaria independencia, y debida diligencia, toda vez que “*serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaran por incumplimiento de sus obligaciones legales. El depositario está obligado a exigir a la sociedad gestora responsabilidad en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes.*” Completando su regulación al señalar que “*los depositarios serán responsables de la custodia de los activos de las instituciones, aún en el supuesto de que hayan confiado a un tercero la custodia de parte o de la totalidad de los activos.*”

Es decir, que también existe una amplia responsabilidad de los depositarios en Derecho español, análoga a la establecida en la Directiva comentada, y que necesariamente ha de ser completada con la exégesis de los artículos 1.101 y 1.902 del Código Civil.

En dicha línea, necesariamente, hemos de citar la conocida Directiva MiFID, que aunque excluye de su regulación a los depositarios, unida a la Directiva 2006/73/CE, de 10 agosto, realiza relevantes precisiones sobre la actividad de custodia, toda vez que en su artículo 13.7 señala que “*cuando tenga a su disposición instrumentos financieros pertenecientes a clientes, la empresa de inversión tomará las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de propiedad de dichos clientes, sobre todo en caso de insolvencia de la empresa de inversión, y para impedir la utilización por cuenta propia de los instrumentos de los clientes, salvo en el caso de que los clientes manifiesten su consentimiento expreso.*”

Como recuerda ARRANZ PUMAR<sup>20</sup>, la Directiva de implementación desarrolla la MiFID en su Sección III, que es dedicada a la salvaguarda de los derechos de los clientes, razón por la cual en su artículo 16 se contienen los principios relativos a la función de custodia, útiles a fin de verificar si ha existido negligencia, a saber: i) la necesaria separación entre los activos de los clientes y los de la entidad; ii) la adecuada llevanza de los registros; iii) la realización conciliaciones periódicas; iv) la necesidad de que las cuentas de efectivo estén separadas de las de la entidad financiera; v) la adopción de medidas organizativas encaminadas a minimizar un ulterior daño; vi) la emisión informes anuales.

Los citados ejemplos han de servir para dilucidar la existencia de responsabilidad civil o no, pero, en cualquier caso, no se agotan en sí mismos, pues es muy prudente exigir la realización de una *due diligence* que alcance al subcustodio, y sus sistemas y mecanismos. Adicionalmente, y como recuerda el autor referido en el párrafo anterior, “*para poder utilizar los instrumentos depositados es necesario el consentimiento previo del cliente*”.

Por otro lado, hay que realizar una anotación relativa al ámbito subjetivo de aplicación, y es que, en relación al *hedge fund*, aunque intervengan inversores profesionales, incluso calificables como contrapartes elegibles a tenor del artículo 24.2 de la MiFID, en el momento en el que interviene un depositario o *prime broker*, éstos han de cumplir con requisitos como los referidos, por cuanto se trata de una regulación aplicable con independencia de quien sea el cliente. De ello colegimos que el régimen de responsabilidad es amplio, por cuanto el inversor se vería protegido, toda vez que las reglas expuestas no son obligatorias para la entidad por la condición subjetiva del cliente, sino por sí mismas.

---

<sup>19</sup> Desarrollado a través del Título V del Reglamento de la Ley de IIC, RD 1309/2005, de 4 de noviembre, que no arroja grandes novedades al respecto.

<sup>20</sup> ARRANZ PUMAR, Gregorio *Principales roles en torno a los hedge funds: la figura del prime bróker*. En “Régimen Jurídico y Económico de los Hedge Funds”. Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pág.156 y ss.

Así, el estricto cumplimiento eximiría a los citados agentes de responsabilidad. En particular, el depositario se vería eximido si sigue un minucioso *due diligence* para designar finalmente a un *prime broker* como subcustodio<sup>21</sup>.

En opinión de ARRANZ PUMAR, en caso de fraude (tendremos ocasión de ver algún supuesto análogo), el estricto cumplimiento del proceso por parte del depositario, conllevaría la no necesidad de restituir los instrumentos que entregó al *prime broker*. Resulta sensata dicha solución, por cuanto unas reglas tan taxativas han de servir al depositario para no ser responsable ante la pérdida de los instrumentos: de lo contrario nos encontraríamos ante una responsabilidad cuasi objetiva. Además, las exigencias sirven como elemento para discernir el nexo, y, cumpliéndose, cabe darse una suerte de presunción de que dicha relación causal no ha tenido lugar.

Por último, siquiera sucintamente hay que señalar que existen reglas de información precontractual, contenidas en el artículo 32 de la Directiva de segundo nivel, así como en el artículo 19.3 de la MIFID. Además, con carácter postcontractual, el artículo 43 establece reglas de *reporting* para clientes, no contrapartes elegibles, por lo que si el *hedge fund* no tiene tal consideración, dicha información no será obligatoria para éste, sin perjuicio del ya comentado régimen del artículo 13 de la MIFID, que sí le afecta por los motivos expuestos.

## V. LA COMERCIALIZACIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS*.

La especial preocupación en torno a la protección del inversor que ha acaecido en los últimos tiempos, ha conllevado la regulación de normas de conducta<sup>22</sup> también en el sector de los *hedge funds*, y ello a pesar de que se trata de productos en principio pensados para inversores no necesitados de especial protección. Los productos complejos, y las nuevas técnicas, han obligado, de esta forma, a establecer un marco especial que garantice el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero. Hablamos así de transparencia e información como conceptos clave en la comercialización de este tipo de inversiones, habida cuenta de que su implantación entre los clientes minoristas ha sido perceptible, superando la época en la que eran únicamente los inversores institucionales los que se interesaban en tales productos.

Dicha preocupación tiene por objeto matizar el evidente desequilibrio contractual de quien suscribe con una entidad especialista, cuestión que ya latía en la LMV, así como en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y, en particular en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores, anexo a dicho Real Decreto. Por su parte, la LIIC y su Reglamento, obviamente, profundizan las normas de conducta en la materia que nos ocupa.

En cualquier caso, es la Directiva MiFID la norma que profundiza con mayor claridad sobre la diligencia exigible, ya que aborda la distinción entre asesoramiento y comercialización, estableciendo normas distintas para una u otra actividad, de lo que colegiremos distintos pronunciamientos judiciales según se estime la prestación de un servicio u otro, cuestión de difícil análisis, por cuanto en relaciones tan opacas como las que

---

<sup>21</sup> Régimen a extender a los subcustodios locales, que deberán gozar de las adecuadas garantías, siendo entidades reguladas, etc.

<sup>22</sup> Excede el espacio de este trabajo, pero resulta conveniente dejar anotado lo interesante de autorregulación. Diversas guías de buenas prácticas, tales como la publicada por *Alternative Investment Management Association*, son instrumentos adecuados para arrojar luz en un sector tan opaco.

nos ocupan<sup>23</sup>, no resulta sencillo clasificar los servicios. Así, si una sociedad de gestión asesorase, se obtendría una sujeción a las normas de conducta del Título VII de la LMV, mientras que si únicamente comercializase cabría aplicarse la excepción del artículo 62 de la LMV.

Por otro lado, el artículo 43.1 del RD 1309/2005, estableció para las IICIL<sup>24</sup>, la obligación de incluir en el folleto informativo<sup>25</sup> datos sobre la valoración de los activos, así como los criterios que se hayan seguido, comisiones, conflictos de interés, etc. A mayores, los artículos 44 j) y 43 n), resultan relevantes por cuanto su vigencia hará que se deje constancia de los riesgos que acompaña la inversión de que se trate, y ello en sentido análogo al expuesto por la norma 12ª de la Circular 1/2006 de la CNMV. Se trata de una información amplia y pormenorizada que abarca gastos, periodo de permanencia, etc.

En cuanto al folleto, hemos de recordar el Capítulo III de la Ley 35/2003, desarrollado por los artículos 22, 23 y 44 del RD 1309/2005, que contiene las menciones concretas al contenido del mismo: suscripciones, reembolso, delegación de funciones, política de inversión, límite de endeudamiento y apalancamiento, etc., lo que habrá de ser trasladado a los informes, que advertirán sobre comisiones<sup>26</sup> soportadas, valor de mercado de las garantías otorgadas, patrimonio que se vincula a posiciones del personal de la SGIIC, etc. Esta información no tiene otro objeto que otorgar transparencia al valor liquidativo que se puede utilizar también a efectos meramente informativos.

Conviene que nos centremos en este punto en qué entendemos por comercialización, y es que dicha cuestión será fundamental a los efectos de los conflictos que posteriormente vamos a referir. Siguiendo el artículo 2.1 de la Ley 35/2003 lo podemos entender como captación activa de clientes<sup>27</sup>, esto es, una suerte de promoción del producto por parte de la

---

<sup>23</sup> Es general y común que los partícipes en este mercado analizado no revelen quienes son las contrapartidas de sus operaciones, dado que, como recoge la SAP de Barcelona de 5 de abril de 2013 *“el mundo de la gestión alternativa es un entorno competitivo, que se basa en la habilidad de sus partícipes para ejecutar sus estrategias de inversión mejor que sus competidores, por lo que, (...) el hecho de que X no revelase la identidad de sus contrapartidas no resultaba extraño ya que era algo habitual en el mercado, y no llevó a los analistas a concluir que la actividad X fuera fraudulenta.”*

<sup>24</sup> El artículo 44 k) de modo análogo para las IICIL.

<sup>25</sup> La norma 13ª de la Circular 1/2006 de la CNMV señala que se habrá de incluir: a) Información sobre suscripciones y reembolsos: 1. Periodicidad del valor liquidativo. Valores liquidativos estimados; 2. Mecanismos y fechas para las suscripciones y reembolsos; 3. Plazos de preaviso y pago de reembolsos. Posibilidad de retraso del cálculo del valor liquidativo. En el caso de IIC de Inversión Libre, posibilidad y condiciones de reembolso en especie; b) Información sobre la política general de garantías concedidas por la institución, posibilidad de que sus beneficiarios dispongan de los bienes entregados en garantía, valor de mercado máximo de las garantías susceptibles de ser reutilizadas respecto a las obligaciones del fondo y solvencia financiera mínima de estos beneficiarios; c) Información genérica sobre los acuerdos de delegación de funciones; d) Información genérica sobre los contratos de asesoramiento; e) Información sobre la estrategia de inversión y gestión de la IIC, de los especiales riesgos que puedan conllevar, así como de los criterios de concentración y diversificación que puedan ser relevantes para evaluar los riesgos en que se incurra. En las IIC de Inversión Libre se informará además del riesgo de contraparte con una misma entidad. En las IIC de IIC de Inversión Libre se incluirán los criterios para la selección de las IIC subyacentes en las que invierta, y los criterios de diversificación por gestores, estrategias y valores; f) Política de inversión en activos líquidos y de gestión de la liquidez para atender reembolsos; g) Las IIC de Inversión Libre deberán informar sobre el límite de endeudamiento, así como sobre el apalancamiento adicional por cesión temporal de activos, financiación simultánea, financiación por préstamo de valores y operaciones en instrumentos financieros derivados; h) Las IIC de Inversión Libre incluirán los criterios de valoración de los activos que tengan en cartera; i) Las IIC de Inversión Libre y las IIC de IIC de Inversión Libre deberán informar sobre el nivel acumulado máximo de comisiones de gestión y depositario directas e indirectas que podrán soportar.

<sup>26</sup> Hay que recordar los límites que se establecen en el artículo 5 del RD 1309/2005, toda vez que los gastos del fondo no pueden suponer un coste adicional a la comisión de gestión. El propio RD 1309/2005 establece asimismo la necesidad de que se establezca un sistema de imputación de comisiones de éxito a fin de no perjudicar al inversor que pueda soportar más de una comisión por resultado por una misma rentabilidad. Por ello, el artículo 5.3 articula dos sistemas de imputación de comisiones por resultado.

<sup>27</sup> Siquiera hemos de mencionar la existencia de la Ley 22/2007, de 11 de julio sobre comercialización de a distancia de servicios financieros, relevante máxime en este sector en el que es habitual esta forma de contratación.

entidad a fin de lograr la venta final<sup>28</sup>, de modo que existe un deslinde con aquellas otras circunstancias en las que es el cliente quien toma la iniciativa.

En cuanto a la tipología de los inversores, y siguiendo a MARDOMINGO COZAS<sup>29</sup>, hay que subrayar que el derogado RD 1309/2005, en su artículo 43 b) señalaba que las IICIL únicamente pueden realizar actividades de comercialización cuando se dirijan a inversores cualificados, entendiéndose por éstos, según el referido autor, los que cuentan con *“ciertos medios técnicos y económicos, pueden decidir de una manera más consciente sobre el nivel de riesgo que desean asumir en los diferentes productos ofrecidos por los mercados financieros en general”*.

Así, la industria del *hedge fund* tiene por objetivo este tipo de inversores, aunque, en realidad, el artículo 43 del RD 1309/2005 únicamente impone cortapisas cuantitativas, esto es, un desembolso mínimo de 50.000 Euros, sin restringirse a inversores cualificados<sup>30</sup>, si bien el artículo 39 del RD 1309/2005 señala que la actividad comercializadora únicamente puede tener lugar con éstos últimos<sup>31</sup>. No obstante, un límite cuantitativo tan bajo no ha eliminado la posibilidad de que familias con un alto grado de ahorro hayan podido acceder a productos como los que estudiamos. En cuanto a la condición de inversor cualificado<sup>32</sup>, basta con que nos remitamos a la definición realizada en el artículo 39 del RD 1310/2005, que, *sensu contrario*, valdrá para el minorista.

Por otro lado, cabe preguntarse cómo se ha efectuado la captación de clientes en este sector. Así, no ha resultado extraña la atracción a través de colaboradores que no formaban parte de la plantilla de las entidades financieras, y que actuaban a través de una suerte de contrato de agencia, teniendo un difícil encaje en la realidad normativa, por cuanto dicha labor de captación de clientes deberá estar en exclusiva reservada a las entidades que presten servicios de inversión a través de sus agentes regulados e inscritos en la CNMV, tal y como señalan los artículos 64.7 y 65 bis de la LMV. Pero estas no son las únicas posibilidades de comercialización: las sociedades y agencias de valores, las plataformas de fondos, y las sociedades gestoras, tienen capacidad para dicha función, por lo que el mapa del sector es tremendamente complejo.

En cualquier caso, se hace necesario realizar una breve nota con respecto al 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, y es que éste amplía la información obligatoria que debe de recibir el ulterior inversor: se introducen novedades en el contenido del folleto (artículos 23 y 24); se incluye un indicador de gastos corrientes; se estipula que no se incluirá la evolución histórica de la rentabilidad teniéndose que presentar escenarios de rentabilidad; se concreta el contenido del “documento de datos fundamentales para el inversor”, etc.

---

<sup>28</sup> Señala el artículo 2.1 c) párrafo 4º que *“La campaña se entenderá realizada en territorio nacional siempre que esté dirigida a inversores residentes en España. En el caso de correo electrónico o cualquier otro medio telemático, se presumirá que la oferta se dirige a inversores residentes en España cuando la Institución de Inversión Colectiva o su sociedad gestora, o cualquier persona que actúe por cuenta de éstos en el medio informático, proponga la compra o suscripción de las acciones o participaciones o facilite a los residentes en territorio español la información necesaria para apreciar las características de la emisión u oferta y adherirse a ella.”*

<sup>29</sup> MARDOMINGO COZAS, Jesús. *Normas de conducta y comercialización de hedge funds*. En “Régimen Jurídico y Económico de los Hedge Funds”. Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pág. 219 y ss.

<sup>30</sup> La exigencia de ser inversor cualificado se ve atemperada cuando existe suscripción de un contrato de gestión discrecional de carteras, ya que en este supuesto lo que se da es un mandato de gestión a un tercero experto, tal y como se señala el segundo bloque de consultas sobre la Circular 1/2006, CNMV, de 26 de julio de 2007.

<sup>32</sup> Ampliamente, la OM de 25 de abril de 2006, y la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **VI. LA CALIFICACIÓN DEL SERVICIO: ASESORAMIENTO, O MERA EJECUCIÓN DE ÓRDENES DE COMPRA.**

La calificación contractual, que deriva de la vigencia de la Directiva MiFID, alude a una primera función, la de asesoramiento, que se refiere a la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, bien por iniciativa de éste, bien por ánimo de la entidad financiera, pero presentándose como conveniente para la persona concreta, habida cuenta del análisis de sus circunstancias personales y patrimoniales. Así, deslindar esta función de la mera comercialización resulta complicado, y suele quedar en manos del material probatorio que se ostente en el caso concreto.

Así, la práctica ha demostrado que es harto difícil la distinción entre un supuesto y otro, ya que existen tantos matices como relaciones entre cliente y entidad, razón por la cual se hace necesario examinar las características de cada una de las negociaciones. En cualquier caso, será fundamental la búsqueda del acervo probatorio que acredite la recomendación, toda vez que la entrega de una indicación genérica, folletos simplificados, documentación estándar, etc., no implicaría *per se* asesoramiento. Sin embargo, esa misma información tiene la virtualidad de convertirse en recomendación si se hubiere entregado previo detalle por parte del inversor de sus características personales, etc. Como se puede observar, la realidad admite las más variadas combinaciones.

De este modo, como decimos, una calificación u otra conllevará consecuencias relevantes, a saber: la comercialización implica un nivel más bajo de protección al cliente, mientras que el asesoramiento se sitúa en la franja alta, asimilándose a una gestión de cartera en la que existe un examen del grado de idoneidad del producto concreto que se ofrece al cliente de que se trate.

La obtención de datos sobre la experiencia financiera, la conveniencia del producto ofrecido, etc., son características de la función de asesoramiento, mientras que el artículo 19.6 de la Directiva MiFID exime a las entidades de inversión que se dediquen a la mera ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, de la obligación de obtener la referida información en determinados casos, tales como cuando la operación se presta a iniciativa del cliente, o cuando se refiera a instrumentos financieros no complejos.

Hemos de subrayar que la inversión en *hedge funds* supone un difícil reto en cuanto a la prueba del servicio prestado por la entidad, ya que muy a menudo el asesoramiento prestado lo es por cauce verbal, sin que exista material probatorio alguno. Las relaciones de confianza con empleados de banca llevan a que sean los propios clientes quienes materialicen, al menos formalmente, la operación por sus propios medios, actuando la entidad financiera como mera intermediaria que se limita a ejecutar las órdenes de los inversores, tal y como estudia, por ejemplo, SAP de Madrid de 18 de febrero de 2013.

Como decimos, el discernimiento del contrato no es, en modo alguno, cuestión baladí, pues afecta al mismo nexo causal, toda vez que la gestión del fondo por parte de entidades ajenas, hace alejar al esfera de responsabilidad sustancialmente, esto es, la relación causal entre el hecho dañoso y la conducta de la entidad financiera, tanto más alejada estará, cuanto más se incardine en una mera ejecución de órdenes de compra por parte de ésta, y, por ende, menos de asesoramiento profesional tendrá. Huelga decir que uno y otro tipo contractual no son compartimentos estanco fácilmente determinables: la complejidad se encuentra en determinar las circunstancias del caso, lo que intentaremos someramente estudiar.

De esta forma, el artículo 63 de la LMV, que distingue los servicios de inversión, de lo servicios auxiliares, en su apartado g), realiza una clara orientación en torno al asesoramiento, señalando que se trata de “*la prestación de recomendaciones personalizadas*”

*a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros". Desligando posteriormente la referida actuación de "las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial."*

Pues bien, y como ya advertimos, el encaje en una u otra función, llevará aparejada diferentes consideraciones en cuanto a la imputación de responsabilidad a la entidad financiera. No obstante, el deslinde entre una y otra figura es francamente difuso, debiendo de buscarse su diferenciación en la personalización de las recomendaciones que el operador realice, todo ello desde la perspectiva de que, tratándose de inversores minoristas, y consumidores, la carga de la prueba de la mera ejecución de órdenes corresponde a la entidad financiera<sup>33</sup>.

Con independencia de la teoría general, la jurisprudencia ha acudido a determinados indicios de asesoramiento, que convienen ser subrayados muy especialmente, máxime cuando una estrategia procesal habitual de las entidades financieras, lo supone desmentir cualquier atisbo de asesoramiento, para después entrar a justificar subsidiariamente una adecuada prestación del mismo, lo que ya de por sí es un claro indicio de su existencia.

Por otro lado, la consideración de cliente minorista, y consumidor protegido por la LGCU, y su contratación con la banca privada, no genérica, es, desde luego, otro síntoma de asesoramiento, pues, como la SAP de las Islas Baleares de 5 de marzo de 2013, señala, su objeto es la gestión integral de patrimonios privados, lo que es usado como método publicitario.

Así, estos hechos nos acercan al contrato de gestión o administración de carteras<sup>34</sup>, que incluye el asesoramiento, prototípico de la banca privada, y de quien acude a la misma solicitando recomendaciones para optimizar el rendimiento de su patrimonio, a través de contactos muy personalistas, y basados en la confianza con determinados empleados, cuya prueba testifical suele ser determinante, pues, no en vano, en ocasiones el cambio de entidad de éstos, suele ir acompañada de la mudanza de los propios clientes.

No sólo estos hechos alumbran la existencia de un contrato de gestión de cartera: la información periódica<sup>35</sup>, las consultas, el contacto frecuente y habitual entre gestor y

---

<sup>33</sup> En sentido análogo, la SAP de las Islas Baleares de 13 de noviembre de 2013: *"la carga de la prueba de la correcta información y, sobre todo, en el caso de productos de inversión complejos, corresponde a la entidad financiera, por ser ella quien tiene la obligación legal de informar y por no poderse imponer al inversionista la carga de probar un hecho negativo- la no información."*

<sup>34</sup> Esto es, cuando una entidad legalmente habilitada para desarrollar el servicio de inversión tipificado en la letra d) del artículo 63.1 de la LMV, presta un servicio de gestión profesional, discrecional, individualizada y extraordinaria de un conjunto de valores negociables o instrumentos de inversión por cuenta y encargo de su propietario, el cual se obliga a remunerar aquella gestión, estableciéndose entre ambos sujetos una relación duradera y basada en la recíproca confianza.

La Sentencia de la Sala Primera de lo Civil de nuestro Tribunal Supremo de 11 de julio de 1998 distingue entre: 1. En el contrato de gestión "asesorada", la entidad gestora se limita a proponer al inversor una serie de operaciones, siendo este último quien decidirá acerca de su efectiva ejecución que será realizada por el gestor. 2. En la gestión "discrecional", la entidad gestora goza de un amplísimo margen de libertad de actuación de tal manera que podrá realizar todas aquellas operaciones que tenga por convenientes sin previo aviso ni consulta al titular de la cartera.

<sup>35</sup> Hemos de subrayar que la norma 14ª de la Circular 1/2006 de la CNMV señala, en relación a la información periódica, que *"Los informes anuales, semestrales y trimestrales de las IIC de Inversión Libre se ajustarán a lo dispuesto con carácter general para las IIC ordinarias. Deberán informar en todo caso sobre los siguientes extremos: a) Proporción del patrimonio que se vea afectado por operaciones estructuradas de terceros en las que la propia IIC actúe como subyacente; b) Parte del patrimonio vinculado a posiciones propias del personal de la sociedad gestora, o de los promotores de la IIC; c) Conciliación de las diferencias superiores al 10 por 100 entre el valor liquidativo estimado y el valor liquidativo definitivo correspondiente a la misma fecha; d) Valor de mercado*

cliente, etc., son elementos fundamentales, ya que, soportar que existe una mera ejecución de órdenes de compra en el simple hecho de que la decisión final corresponde al inversor es francamente ingenuo.

Obviamente, ello hay que deslindarlo de las meras recomendaciones generales, pues la labor de asesoramiento hay que encuadrarla en la información personalizada, y no en una simple explicación comercial. El ajuste al perfil, y a las expectativas del inversor resultan determinantes a la hora de entender que existe un asesoramiento de tipo individualizado.

No obstante, como decimos, la acreditación de la existencia de asesoramiento, o, en su caso, de contrato de gestión de carteras, en la venta de este tipo de productos resulta francamente complicado. Podemos ver un ejemplo en la reciente SAP de León (76/2013) de 21 de febrero de 2013, que, con base en la LMV, LIIC, RIIC, y en los artículos 244 y siguientes del Código de Comercio, señala:

*“Debemos ya anticipar que la acción ejercitada frente al Banco X, sobre la base de un supuesto incumplimiento contractual por parte del mismo, ha de ser rechazada. Consta acreditado en autos -y tampoco es cuestionado- que el Consejo de Administración de "Y", actuando conforme a los Estatutos, acordó con fecha 12 de diciembre de 2008 suspender los reembolsos de las participaciones de "Fondo Z" y que dicha suspensión se aplicaría a cualesquiera reembolsos de ese sub-fondo cuyo día de transacción ("Dealing Day") fuera el 1 de diciembre de 2008 (doc. n° 24 de la contestación del Banco X)". En tal decisión se fundó la negativa al reembolso solicitado por la demandante, por lo que se podrá cuestionar por la recurrente que fecha de computarse como "Dealing Day", pero lo cierto es que la decisión de no realizar el reembolso no corresponde al Banco X., sino al Consejo de Administración del fondo "Y Ireland", que es un "fondo paraguas" dividido en varios sub-fondos, entre ellos el fondo "Y Ireland ", del que trae causa la demanda. Es por ello que se podrán impugnar ante quien corresponda las decisiones adoptadas por su Consejo de Administración, pero lo que no resulta factible es trasladar a la comercializadora la responsabilidad de tales decisiones. Lo cierto y seguro, y así resulta de la prueba practicada, es que la comisionista no recibió suma alguna y por ello no le es exigible la restitución de lo percibido ( Artículo 263 del Código de Comercio ) ya que nada se le ha entregado. Es más si el Banco X, S.A. hubiera recibido el reembolso es evidente no se hubiese planteado controversia alguna, siendo precisamente la falta de aquel lo que en última instancia ha dado lugar a este procedimiento.”*

En este supuesto el demandante invocó asimismo los artículos 254 y 255 del Código de Comercio, referidos al cumplimiento de las instrucciones del comitente, y deber del comisionista de actuar conforme a ellas y no contravenirlas. Ello lo hacía con respecto a la actuación de la entidad financiera concreta que actuaba en las gestiones realizadas para la tramitación de la venta y, en su caso, cobro del rescate de las participaciones, “*apuntando hacia un actuar incorrecto o poco diligente*” de ésta.

Aplicando dicho contrato de comisión, la Sentencia analizada señala que la demandante solicitó el rescate, cumplimentando el formulario de reembolso, y la comisionista cursó la orden de liquidación a la administradora, sin embargo, se llega a

---

*de las garantías otorgadas por la IIC sobre las que se ha ejercido el derecho de disposición, respecto a las obligaciones de la IIC con cada entidad beneficiaria; e) Solvencia financiera de las entidades beneficiarias de dichas garantías; f) Información sobre el importe de las comisiones de gestión y depositario directas y, en su caso, indirectas, soportadas efectivamente. Esta información deberá remitirse al partícipe, de acuerdo con lo establecido en el artículo 18 de la Ley de IIC; 2. Los informes anuales, semestrales y trimestrales de las IIC de IIC de Inversión Libre se ajustarán a lo dispuesto con carácter general para las IIC ordinarias, con las adaptaciones que resulten necesarias. Deberán informar en todo caso del importe acumulado de las comisiones directas e indirectas soportadas efectivamente y de la conciliación de las diferencias superiores al 10 por 100 entre el valor liquidativo estimado y el aplicado en suscripciones y reembolsos de la misma fecha.”*

determinar que “no se puede establecer relación causal alguna entre la demora de la comisionista y la frustración del buen fin de la orden de venta, que sería el único presupuesto para fundar la responsabilidad por culpa de la comisionista: “Será responsable de los perjuicios que ocasionen su omisión o demora, el comisionista que no verifique la cobranza de los créditos de su comitente en las épocas en que fueren exigibles, a no ser que acredite que usó oportunamente de los medios legales para conseguir el pago (Artículo 273 Código de Comercio).”

## VII. ALGUNOS CRITERIOS ORIENTADORES.

### 1. *En torno a la iniciativa inversora.*

Si bien los elementos del contrato de gestión de cartera han sido definidos, y son aplicables a la responsabilidad por incumplimiento contractual, también resulta útil un criterio aparejado a la mera orden de ejecución, como lo es el analizado por la SAP de las Islas Baleares 5 de marzo de 2013, esto es, la iniciativa inversora, y que asimismo ha recogido la SAP de Madrid de 18 de febrero de 2013. Entiendo que el mismo es útil a los efectos de la delimitación de responsabilidad que nos ocupa.

Así, podemos encontrar supuestos en los que, pese a las advertencias de la entidad financiera, y pese a que se subraye que se trata de una operación de riesgo, el cliente decide realizarla, en cuyo caso bien cabría entender que la entidad ha actuado diligentemente.

No obstante, esta iniciativa del inversor ha de ser clara y paladina, ya que la mera advertencia contenida en la propia orden de suscripción no es suficiente para cumplir con las obligaciones de debida información precontractual, habida cuenta de que se trataría de un mero cumplimiento formal que no puede convertirse en una suerte de patente de corso con la que exonerar a las entidades de crédito.

En cualquier caso, del material probatorio puede extraerse de quién es la iniciativa inversora, y si la entidad, cumpliendo con sus obligaciones, deja en manos del cliente la mera transmisión unilateral de una orden, alejada de cualquier tipo de asesoramiento, o si, por el contrario, se otorga una recomendación sobre un producto concreto adecuado a las expectativas del inversor. La iniciativa dejará de ser del cliente, cuando, atendiendo a recomendaciones personalizadas, se deja al criterio del gestor la efectucción de la operación de que se trate.

### 2. *En torno al perfil del inversor.*

Por otro lado, conviene que analicemos algunos de los criterios singulares que se estudian en relación al perfil del inversor. Así, un claro indicio en torno a la condición de experto inversor lo supone la realización de operaciones de apalancamiento financiero, esto es, aquellas en las que el sujeto acude a la financiación ajena para acometer la inversión, de modo que, en caso de evolución favorable de la misma, los beneficios se multiplican, toda vez que el coste real de la inversión se reduce a los gastos financieros, nimios en comparación con los frutos obtenidos sobre la totalidad de lo invertido<sup>36</sup>.

De igual forma, estas operaciones pueden causar un gran perjuicio al inversor que ha acudido al apalancamiento financiero, habida cuenta de que ha de soportar unas

---

<sup>36</sup> Este criterio resulta acertadamente analizado por la SAP de Santa Cruz de Tenerife, Sección 4ª, de 20 de junio de 2013, recurso 695/2012, que, adicionalmente, estudia las advertencias claras que en este supuesto se habían dado al inversor, y que aludían a la posibilidad de pérdida total de la inversión.

pérdidas con financiación ajena, existiendo, por ende, un gran riesgo, que me lleva a entender que quien acude a operaciones de este tipo con financiación ajena, en modo alguno puede ser calificado como inversor conservador<sup>37</sup>, lo que separa a éste de aquél otro que acude a una operación en *hedge funds* a través de recursos propios.

Por otro lado, resulta ser un claro síntoma de asesoramiento financiero a una persona con perfil conservador, aquella circunstancia que se da, por ejemplo, cuando un individuo realiza tal inversión mediante recursos que traslada de otros activos patrimoniales más cautelosos, tales como plazos fijos, o análogos. Por lo tanto, los hechos anteriores a la inversión han de ser examinados en la litigación, y ello con objeto de tener una imagen lo más fiel posible del perfil del inversor. Resultaría claramente aplicable así el tenor literal del artículo 1.282 del Código Civil: *“Para juzgar de la intención de los contratantes, deberá atenderse principalmente a los actos de éstos, coetáneos y posteriores al contrato”*.

En cualquier caso, el perfil del inversor se suele analizar también a la luz de la información otorgada a éste, y, en particular, en relación a las indicaciones contractuales relativas a la garantía<sup>38</sup>, a la posibilidad de pérdida total del capital invertido, y a la cancelación anticipada, cuestiones éstas de honda preocupación en la jurisprudencia estudiada. Por ejemplo, la SAP de Vizcaya, de 30 de septiembre de 2011<sup>39</sup>, analiza el perfil conservador de un producto cuando su cesta de inversión configura una rentabilidad y seguridad ciertas, frente a la volatilidad de los mercados, lo que, evidentemente, ha de ser examinado en el tiempo en que se cursa la inversión, y a la luz de lo generalmente aceptado en el mundo financiero, sin perjuicio de la posible pérdida de lo invertido, que ha de ser suficientemente advertido al cliente.

De otro lado, se hace especialmente trascendental el análisis de los términos contractuales de la venta de los productos estructurados que causan el perjuicio en el inversor. En particular, resulta importante el estudio de las posibles menciones a la vinculación de la inversión con los fondos de referencia, y con entidades autónomas e independientes de la entidad financiera que ha sido demandada, y que gozaban de capacidad propia para adoptar las decisiones que se entendiesen pertinentes, habida cuenta de las cuales se pretende hacer responsable a la comercializadora.

En este sentido, la SAP de Madrid 4 de diciembre de 2012, señala, *“por el hecho de que la estrategia o gestión de la inversión estuviera fijada por una entidad perteneciente al grupo empresarial de la demandada, pues la naturaleza del producto conlleva que sea la ejecución material de los fondos de referencia, la que marque el desarrollo y ejecución de la inversión”*. Así, de los términos contractuales, o de la información precontractual, se hace necesario dilucidar, en consonancia con el perfil inversor, la más o menos correcta mención, y conocimiento por parte del inversor, a la ausencia de intervención, o garantía, de la entidad financiera.

---

<sup>37</sup> Bien es cierto, como recuerda la SAP de Madrid, Sección 20ª, de 18 de febrero de 2013, recurso 115/2012, que la calificación de conservador o no del producto, ha de hacerse a la fecha de la suscripción, y en función de las circunstancias normales del mercado.

<sup>38</sup> El debate relativo a si existe o no garantía del capital es un habitual centro de debate, pues en esa creencia suelen realizar alegaciones los inversores, siendo una cuestión de difícil prueba por la falta de soporte documental: es la confianza mutua la que dirige la negociación, y es en virtud de ésta por la que nace dicha creencia, cuando, sin embargo, los documentos contractuales suelen señalar lo contrario.

<sup>39</sup> Citada y reiterada por la SAP de Madrid, Sección 20ª, de 4 de diciembre de 2012, recurso 15/2011.

## VII. EL NEXO CAUSAL.

Hasta ahora hemos podido advertir la existencia de cierto espíritu tuitivo que impera en la litigación derivada de la contratación bancaria, sin embargo, ello no obsta para que sea necesario el estudio del nexo causal entre la actuación, u omisión, y el daño pecuniario sufrido por el inversor. De este modo, la existencia de la relación causal es condición para la posterior imputación de responsabilidad, del modo en que veremos.

Así, el principal problema que han encontrado los Tribunales a los efectos de establecer un nexo causal es la aparente desvinculación entre las supuestas estafas<sup>40</sup>, que aunque eran origen de la pérdida del valor del fondo en cuestión, se podían considerar causa externa a la comercialización efectuada.

De este modo, los términos de la discusión se han centrado en determinar si el fraude existente con respecto a los productos estructurados es un imponderable, o si, por el contrario, existe un deber de velar por la inmunidad del cliente frente a la conducta fraudulenta de que se trate. Por tanto, se hace francamente relevante el estudio de si el acontecimiento fraudulento era predecible, o no, por la entidad financiera demandada.

Pues bien, responder a la citada pregunta no es, en modo alguno, sencillo, por cuanto las situaciones fraudulentas son habitualmente escenarios absolutamente inesperados, difícilmente perceptibles incluso llevando a cabo una diligencia razonable, lo que nos puede llevar a colegir en determinados casos que es improbable que la entidad financiera comercializadora pudiera conocer el fraude al momento de la comercialización.

Un consistente argumento que apoya la referida tesis lo es la propia evolución de los fondos de la cesta que se hubiere vendido, toda vez que, muy habitualmente, nos encontramos supuestos en los que éstos habían obtenido una cotización, y un nivel valor liquidativo alto, que nada hubiese hecho pensar que iban a tener consecuencias dañosas derivadas de dicha cesta<sup>41</sup>. De igual modo, la SAP de Madrid de 18 de febrero de 2013, se refiere a que la información ha de relacionarse con las incidencias normales o previsibles del producto, pero *“no puede llevarse al extremo de prever las concretas causas que originaron las pérdidas de la inversión”*.

A mayor abundamiento, y en lo que respecta a la información a otorgar el inversor, hay que matizar que ésta, como señala la SAP de Santa Cruz de Tenerife de 20 de junio de 2013, *“no puede determinarse en función de la evolución posterior del producto una vez constatada esa evolución, pues es obvio que entonces no se acometería la inversión”*.

Es decir, que la jurisprudencia tiene en cuenta cierta dosis de riesgo que asume el inversor cualificado, siempre y cuando se informe a éste de las inseguridades existentes al momento de la perfección contractual, amén de las alternativas a la operación a suscribir. En cualquier caso, el nivel de información a proporcionar depende del perfil del sujeto, pues ésta ha de analizarse a la luz de los riesgos con los que se le quiere hacer pechar, ya que sólo desde dicho examen se puede entrever si existe falta de diligencia, lo que resulta más fácilmente acreditable existiendo un contrato de gestión de carteras; o si, por el contrario, la actuación se ajusta a un perfil inversor de quien solicita meras ejecuciones. De este modo, hemos colegir que no podemos hablar de categorías cerradas, sino que del caso concreto derivará en una consecuencia jurídica u otra.

Un supuesto habitual es el recordado por la SAP de Madrid de 18 de febrero de 2013, *“eran de rentabilidad generalmente aceptaba en el mundo financiero, pero ello no*

---

<sup>41</sup> Este criterio del grado de predictibilidad, por ejemplo, lo acepta la SAP de Madrid, Sección 14ª, de 25 de enero de 2013 (recurso 714/2011).

*puede entenderse como garantía de ganancia indefinida, pues el riesgo de pérdida es inherente a toda inversión; de igual manera, al analizar el perfil del inversor, la configuración y calificación de conservador, no puede venir atribuida de manera exclusiva, ni siquiera principal, por el grado de conocimiento de productos y mercados financieros y por el hecho de que solo se contemplen expectativas de ganancias”.*

Esta misma Sentencia, asimismo, recoge el indicio negativo para el interés del cliente consistente en que el inversor que puede tener información suficiente sobre la inversión, y que nada manifiesta cuando ésta le es favorable, tampoco se puede ver beneficiado por una ulterior indemnización.

Por ello, no es extraño que sentencias como la de la AP de Madrid de 21 de marzo de 2012 se pronuncien señalando que el inversor *“sabía que estaba contratando un producto de riesgo, un producto cuya rentabilidad estaba directamente referenciada a la evolución de determinados activos subyacentes y dio orden de extinción del contrato cuando le convino haciendo uso de las facultades que le otorgaba éste, y esta extinción fue aceptada por el Banco apelado por lo tanto la orden de cancelación le vincula y, aunque han surgido serias discrepancias entre las partes a la hora de liquidar el producto, ya no puede triunfar su pretensión de resolución del contrato al amparo del artículo 1124 del Código Civil”.*

En relación a este aspecto concreto de la materia que nos ocupa, tampoco cabe descuidar el contexto probatorio, habida cuenta de que se hace necesaria la acreditación de la debida diligencia de la entidad financiera en la prestación de sus servicios, sin perder el horizonte de que, en este tipo de contratación, existe siempre un alto grado de riesgo. De este modo, en relación a la diligencia exigible, suele ser relevante la prueba por parte de entidad financiera, de la aplicación de los debidos procedimientos de comprobación o *due diligence*, así como del otorgamiento de las necesarias advertencias en torno a la posible pérdida total de la inversión.

Es en este concreto aspecto donde estimo que la jurisprudencia quizá se descuide, por cuanto no utiliza de forma clara el criterio de facilidad probatoria (artículo 217.7 de la LEC), aplicable a las entidades financieras con especial rigor. Es decir, una y otra vez se insiste sobre el hecho de que no se haya acreditado por parte del inversor el conocimiento de la entidad de las actuaciones fraudulentas, cuando, en aplicación del antedicho criterio, resultaría más adecuado que quien tuviese la carga de la prueba de acreditar tu diligente actuar sea la entidad financiera, que podrá probar el seguimiento de cánones, *due diligence*, análisis de riesgos, informes, etc., a fin de procurar el mejor destino de la cantidad invertida, máxime cuando resultan aplicables los criterios de la buena fe contenidos en los artículos 7 y 1.258 del Código Civil<sup>42</sup>.

Realizados dichos procedimientos dentro de los cánones habituales, resulta complicada la existencia de nexo causal en supuestos de fraude como los analizados. De esta forma, por ejemplo, ciertas Audiencias Provinciales<sup>43</sup>, han entrado a analizar la falta de necesidad del examen del subcustodio, puesto que lo han entendido como un elemento irrelevante a la hora de elegir un fondo de inversión, toda vez que su figura suele depender, y ser sustituible, por la del custodio, y, en última instancia, la garantía del producto recae sobre el custodio o depositario, que suele ser una entidad de primer orden mundial. Adicionalmente, tratándose de productos nuevos, las simulaciones auditadas han sido también elementos de prueba tenidos en cuenta.

Así, estos elementos unidos llevan en ocasiones a llegar a la conclusión de que el nexo carece de causa eficiente en el resultado dañoso producido, no considerándose las

---

<sup>42</sup> Así lo señala la SAP de Madrid, Sección 20ª, de 18 de febrero de 2013.

<sup>43</sup> SAP de Barcelona, Sección 1ª, de 22 de julio de 2013 (recurso 1049/2011).

omisiones antedichas como merecedoras de negligencia profesional, exigible al gestor financiero cualificado, o, como la SAP de Barcelona de 22 de julio de 2013, señala: “no se puede ahora, una vez conocidos los resultados negativos de la inversión, exigir como diligencia de un experto comerciante, la previsión de que la coincidencia de gestor y custodio conllevaría la pérdida de la misma”.

Ciertamente, resulta inadecuado reconstruir un curso causal dando por ciertos los elementos que provocan el daño. En concreto, y refiriéndonos al fraude, resulta acertada la antedicha Sentencia, ya que, en análisis de la relación causal, señala que para entender que existe la misma, se hace necesario acreditar la previsibilidad del fraude a través de la repetida crisis patrimonial de quien lo origina, bien de forma contundente, bien siquiera a través de indicios.

Esta acreditación difícilmente tiene lugar: a menudo existen reuniones periódicas con gestores de carteras, informes mensuales, o incluso cambios de gestores que mantienen la opinión de sus antecesores en la inversión cursada, dando credibilidad, por ende, al producto finalmente dañoso. Estas circunstancias, como la referida SAP de Barcelona de 22 de julio de 2013 señala, son indicios claros para determinar que la diligencia exigida al gestor, una vez acaecido el daño, es excesiva, y que, por tanto, un estudio cualificado de todos los componentes del fondo, sobrepasa la *lex artis* exigible a la entidad. Así, en el referido pronunciamiento, el examen de la coincidencia entre el director de la estrategia, y el subcustodio, no se reconoce como elemento esencial y determinante de falta de diligencia profesional, máxime cuando, como en el caso *Madoff*, los propios reguladores no logran detectar las técnicas fraudulentas, y el *broker - dealer* goza del prestigio de la comunidad financiera.

Al hilo de lo antedicho, bien es cierto que encontramos jurisprudencia contraria a entender que existe un vicio del consentimiento a la fecha de la otorgación del contrato en supuestos como el anteriormente comentado<sup>44</sup>. Por ejemplo, la SAP de Madrid de 4 de diciembre de 2012, señala que con respecto a la intervención del famoso *broker dealer*, su no identificación no puede suponer un vicio, pues la mención indeterminada, acompañada a la alusión de su inscripción en la SEC, y la NASD, es suficiente a los efectos de no configurar desconocimiento susceptible de generar error, y, por ende, nulidad contractual. Resalta la antedicha Sentencia que el vicio no resulta posible, por cuanto no se hubiera dado a la fecha de la firma del contrato, ya que las condiciones esenciales estaban reflejadas, y, en su caso, los perjuicios devendrían como consecuencia de la propia vida y ejecución del negocio.

Es decir, que la correcta descripción de las características esenciales del contrato se encuentra salvada mediante las citadas menciones al momento de la perfección, no obstante, la información que ha de existir durante la ejecución del contrato, es en este supuesto quizá incluso más importante, y la acreditación de la misma, cuya carga la ostenta la entidad financiera, será fundamental. Sobre esta cuestión entiendo que no se ha incidido lo suficiente.

Efectivamente, los incumplimientos en la información al momento de la perfección del contrato son difícilmente apreciables, sin embargo, el eje de la reclamación debería girar en torno a la falta de seguimiento informativo, hecho que, como la SAP de las Islas

---

<sup>44</sup> Principalmente, tal desestimación viene como consecuencia de la aplicación de la doctrina de la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de mayo de 1997 que señala no cabe alegar error en el contrato respecto a un hecho que se ha producido en fase de consumación. O, como expresa la Sentencia del mismo Tribunal de 8 de febrero de 1993 "... avatares posteriores y ajenos a las partes (...) no vicia dicho consentimiento".

A este respecto, la SAP de Barcelona de 5 de abril de 2013, señala, en relación al famoso caso *Madoff*, que la mención del *broker dealer* a la fecha de la firma, lo que no se hizo, ninguna eficacia invalidante tendría, toda vez que entonces gozaba del prestigio internacional.

Baleares de 5 de marzo de 2013, señala, ha de estar *“acomodado a la gravedad de los acontecimientos y a la obligación de aquélla de velar por los intereses del cliente y de tenerle al día de la situación”*, habida cuenta de lo cual el incumplimiento de dicho deber sería enmarcable en el artículo 1.101 del Código Civil, esto es, podría existir un incumplimiento contractual generador de responsabilidad.

Las reuniones con el inversor, *due diligence*, los informes periódicos, etc., resultan pruebas relevantes a los efectos del ulterior litigio, pues de ellos se desgranará si la entidad tenía o no conocimiento de las posibles actuaciones fraudulentas, y si ésta transmitió correctamente la posible alerta al inversor, conforme a las exigencias de la buena fe contractual que, con carácter general, recogen los artículos 7 y 1258 del Código Civil, y que se acentúa como obligación en las mercantiles que prestan servicios financieros, habida cuenta de las exigencias de transparencia que ostentan. Estas sospechas, e informes marcadamente técnicos, obviamente, suelen ser objeto de periciales que han de coadyuvar a lograr una imagen lo más fiel posible del transcurso de los acontecimientos.

Por último, cabe realizar siquiera una sucinta mención a la independencia de los intervinientes en la relación jurídica, cuestión que ha ocupado, por ejemplo, a la SAP de Madrid de 4 de diciembre de 2012, que se refiere a entidades autónomas e independientes a la hora de adoptar las decisiones en la estrategia inversora, a pesar de formar parte del grupo empresarial de la entidad financiera comercializadora. La citada Sentencia justifica no extender la responsabilidad a ésta señalando que *“por el hecho de que la estrategia o gestión de la inversión estuviera fijada por una entidad perteneciente al grupo empresarial de la demandada, pues la naturaleza del producto conlleva que sea la ejecución material de los fondos de referencia la que marque el desarrollo de la inversión, y en estas actuaciones ninguna intervención tuvo la entidad demandada”*.

Existen, asimismo, otras Sentencias como la de la AP de Madrid de 9 de septiembre de 2013, que analizan, y desechan, la aplicación de la doctrina del levantamiento del velo, con base, por ejemplo, en la SAP de Madrid de 25 de enero de 2013, que vino a señalar que no existe identidad entre la gestora y la entidad bancaria, toda vez que no se da una relación de dependencia o subordinación, a pesar de ser del mismo grupo, de modo que, asimismo, tampoco entiende aplicable el artículo 1.903 del Código Civil, relativo a la responsabilidad por actos de terceros.

Por otro lado, la SAP de Madrid de 4 de diciembre de 2012, asimismo, realiza un interesante análisis de la posición en la que queda la responsabilidad de la entidad bancaria en supuestos de fraude o estafa cometidos por el *broker dealer*: *“en cuanto a la situación producida, una vez se detectó el fraude o estafa cometido por el broker – dealer, y la cancelación del producto concertado, se produjo por aplicación de previsiones contractuales y una vez entró en proceso de liquidación, las consecuencias finales del mismo han de ser las derivadas de dicho proceso”*.

Así, estas situaciones especiales, encabezadas por el famoso *caso Madoff*, han provocado supuestos en los que se ha impedido la liquidación del producto financiero de que se trate. Efectivamente, el hecho de estar encargada la ejecución de las inversiones a brokers inmersos en procedimientos penales, ha provocado con cierta habitualidad la imposibilidad de producirse la liquidación en los términos pactados, toda vez que existía el inconveniente de que el elemento esencial para dicho cálculo, como lo es el valor liquidativo de los fondos subyacentes era, sencillamente, indeterminable.

Pues bien, a dicha cuestión ha dado solución, entre otras, la SAP de Madrid de 21 de noviembre de 2012, que entiende que las circunstancias penales sobrevenidas a las que hemos hecho alusión, no ostentan la virtualidad de considerarse incumplimiento contractual de la entidad bancaria en su condición de comercializador del producto. No

obstante, una solución u otra, insisto, quedará determinada por las circunstancias del caso concreto.

### VIII. PÉRDIDA DE VALOR Y CASO FORTUITO.

Como conocemos, la existencia de caso fortuito excluye la responsabilidad, tal y como reconoce el artículo 1.105 del Código Civil. Así, las pérdidas que pudieren tener lugar, y su consiguiente nexo causal, como advierte la STS de 17 de abril de 2013, han de ser examinadas siguiendo un adecuado análisis de la imputación de responsabilidad, cuestión jurídica, y no de hecho, toda vez que se hace necesario dilucidar si existe una correcta diligencia de la entidad financiera. Esto es, en el supuesto de fraudes como los relatados, se puede llegar a entender que existe una causa externa al producto en cuestión, siempre y cuando se acredite la existencia de caso fortuito.

El TS en la Sentencia antedicha estudia así un supuesto en el que se solicita la indemnización de daños y perjuicios por la gestión negligente de una cartera de valores, toda vez que la inversión quedó reducida a cero por influencia de una estafa internacional. Según el TS procedería la responsabilidad de la entidad financiera, y ello en atención al perfil del inversor (claramente conservador), que eligió un nivel de riesgo muy bajo, y, sin embargo, se invirtió en un hedge fund con plazo de espera de liquidez de sesenta días lo que impidió que se cumpliera a tiempo la orden de desinversión.

De esta Sentencia hemos de subrayar varias cuestiones con carácter previo. En primer lugar, en el procedimiento se acreditó debidamente el consejo del empleado del banco en el sentido de recomendar el mantenimiento de la inversión por las buenas perspectivas que ostentaba; en segundo término, la Sentencia incide mucho en el perfil del inversor, y lo inadecuado de la inversión por los riesgos, y falta de liquidez, existentes.

Pues bien, y en lo que respecta a este concreto epígrafe, el TS entiende que el fraude no es oponible al demandante, habida cuenta de que la entidad de crédito debió probar la existencia de controles, garantías y precauciones, máxime en un producto que se considera de alto riesgo, y que, a mayores, constituía el cien por cien de la cartera del cliente concreto.

También en este supuesto desde 2006 a 2008 existió una alta rentabilidad de la cesta, hecho al cual el cliente no opuso objeción alguna, no obstante, la STS es clara al imputar responsabilidad a la entidad, haciéndolo sobre la base del anuncio de la entidad financiera de una inversión altamente líquida y segura, con independencia de que no se encontraba garantizada<sup>45</sup>. Por otro lado, el TS desecha las alegaciones relativas a la importancia dada por la entidad financiera a la confirmación por parte del inversor de las gestiones del banco, toda vez que a dicha fecha el producto era rentable.

De este modo, son entendibles las dudas en torno a que la posible estafa se considere como un hecho ajeno y extraño a la relación contractual, ya que, la reducción a cero de la inversión que pudiere producirse bien cabe achacarla al fraude, imponderable en el análisis evolutivo del fondo, y no a elementos relativos al perfil del riesgo, que ven decaer su importancia ante un acontecimiento ajeno de la dimensión del analizado.

No obstante, hemos de matizar que resulta audaz calificar la posibilidad de fraude como un imponderable, ya que es precisamente función de las entidades financieras, ponderar la referida contingencia, como herramienta útil en la ejecución del contrato de gestión de carteras para evitar perjuicios de los clientes, ya que la entidad debe velar por el

---

<sup>45</sup> Sobre esta cuestión insiste la SAP de Vizcaya (421/11) de 30 de septiembre de 2011: *“La conclusión parece obvia no se incumplieron las premisas contractuales, Y evidentemente la liquidez ligada a los fondos, que nunca un garantizado capital, ni rentabilidad, no supone su existencia en tanto que insistimos nunca se garantizó su capital.”*

buen fin del patrimonio. Y, podemos añadir, las cautelas guardadas por ésta han de servir a la misma como elemento de prueba para mitigar o eliminar su responsabilidad.

Pues bien, es especialmente interesante la citada STS de 17 de abril de 2013 a los efectos del mencionado caso fortuito, enmarcable en el artículo 1.105 del Código Civil que señala que *“fuera de los casos expresamente mencionados en la ley, y de los en que así lo declare la obligación, nadie responderá de aquellos sucesos que no hubieran podido preverse o, que, previstos, fueran inevitables.”* Este supuesto, que sirve de pilar central de la argumentación de la entidad financiera, es sin embargo desechado por el TS, con base en las siguientes ideas.

En primer lugar, el análisis del caso fortuito queda excluido de plano por el TS cuando, como en el supuesto que analiza, se da la circunstancia de que el perfil del inversor desaconsejaba desde un inicio la inversión en un fondo con un plazo de liquidez tan largo, lo que por sí mismo es relevante para determinar la responsabilidad de quien comercializa.

En segundo término, el TS entiende que supone un riesgo añadido el hecho de que toda la inversión del cliente se destinase al fondo en cuestión. Así, ambas circunstancias llevan al juzgador a apreciar que, a pesar de que existe un suceso de difícil previsión, la propia entidad hace correr al patrimonio del inversor un riesgo no deseado, de modo que este incumplimiento contractual *per se* es causa suficiente para determinar una falta de diligencia, toda vez que la entidad ha de proteger al cliente frente a los riesgos no deseados en su inversión, y, entre ellos, el fraude.

En otras palabras, esta eliminación del caso fortuito como elemento a tener en cuenta, es matizada por el TS, ya que llega a señalar que el hecho de entender como imprevisible el fraude, no detectado por las agencias de calificación, ni autoridades supervisoras, no es una cuestión *“oponible por la entidad gestora a su cliente porque frente a éste se obligó a respetar su perfil conservador, y, por tanto, a no invertir su patrimonio en fondos cuya denominación no permitía comprender mínimamente su funcionamiento ni el verdadero riesgo que comportaban”*.

Así, lo fundamental será de nuevo la información, y es que quien actúa como colocador, como recuerda la SAP de las Islas Baleares de 5 de marzo de 2013<sup>46</sup>, ante la calificación del tipo de contrario, debe de prestar un servicio muy activo de información y asesoramiento, *“no sólo antes de la suscripción, sino también de información al cliente tras la firma del contrato”*, que se extiende a un amplio elenco de funciones predeterminadas que ya fijó el artículo 16.2 del RD 629/93, de 3 de mayo, y que viene amparado por el artículo 79 bis de la LMV.

---

<sup>46</sup> Aunque alejado del análisis, no podemos dejar de citar que esta misma Sentencia rechaza la aplicación de la doctrina de los actos propios, basada en que la recurrente, amén de haber cobrado intereses, había participado con un acción conjunta de responsabilidad contra la gestora del fondo, así como contra otras filiales, y también había comunicado su crédito al Tribunal de Quiebras de Nueva York.