

### Sentencia del Tribunal Supremo (Pleno de la Sala de lo Civil), n.º 244/2013, de 18 de abril de 2013 (ROJ STS 2589/2013)

#### El perfil de riesgo en el contrato de gestión de carteras de inversión. Adquisición de participaciones preferentes para inversor no experto

#### 1. Introducción

Dos clientes de una entidad de crédito celebran un contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, en virtud del cual tal entidad adquiere para aquellos unas participaciones preferentes de Lehman Brothers. Este tipo de gestión constituye un servicio de inversión previsto en el art. 63.1 de la LMV que pueden realizar las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión (ESI) siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 de la LMV). Que una entidad de crédito queda sujeta a las normas del mercado de valores, en cuanto a la realización y disciplina de los servicios y actividades, cuando actúa en ellos, no alberga duda alguna, como tampoco que el cliente de dicha entidad de crédito debe recibir además protección como inversor, e incluso, en su caso, como consumidor o usuario.

La protección del inversor se encuentra situada como principio informador en la base de todos los ordenamientos jurídicos actuales reguladores de los mercados de valores. Ahora bien, no todas las personas encuadradas en la categoría de inversor se encuentran en la misma situación. Hay inversores especialmente cualificados, expertos (*sophisticated investors*) que actúan profesionalmente, que son capaces de interpretar la información económica y financiera, y conocen los mercados de valores, la normativa, los clausulados típicos y las consecuencias de la inserción de determinadas cláusulas, etc.; tal es el caso de los inversores institucionales y de otros inversores particulares profesionales, igualmente expertos. Junto a estos inversores hay otros no cualificados, no expertos (*unsophisticated investors*), los «pequeños inversores», pudiendo ser tanto personas físicas como personas jurídicas, incluso empresarios, que adquieren los títulos actuando fuera de una actividad profesional, integrando la categoría del «gran público» inversor.

Las denominadas normas MIF o MIFID –derivadas de la Directiva 2004/39/CE y de la Directiva 2006/73 CE que la desarrolla–, incorporadas en la LMV y actualmente en el RD 217/2008, de 15 de febrero, que recoge el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, obliga a los intermediarios a clasificar a sus clientes, debiendo sopesar tanto sus conocimientos, como su propia voluntad y capacidad de asumir riesgos y la actitud que tienen frente a los mismos, lo que

se conoce como «perfil de riesgo» del inversor, pudiendo incurrir en responsabilidad por un asesoramiento que no se corresponda con el perfil de riesgo del cliente inversor.

## 2. La demanda

Los demandantes alegan que la entidad de crédito demandada, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), había incumplido culposamente el contrato de gestión discrecional de carteras de inversión al haber adquirido para ellos valores complejos y de alto riesgo como eran unas participaciones preferentes de «Lehman Brothers Holdings Inc», cuyo valor se había visto reducido en la cantidad reclamada como indemnización como consecuencia de su quiebra, cuando los demandantes habían optado por un perfil de riesgo muy bajo al suscribir el contrato. Con base en ello, pedían que se condenara a la entidad de crédito demandada al pago de la suma de 291.488,84 euros, más el pago de los intereses legales de dicha cantidad desde el requerimiento de pago al Defensor del Cliente de dicha entidad por correo electrónico, y del interés legal del dinero incrementado en dos puntos desde la fecha en que se dictara la Sentencia, además de la condena en costas.

## 3. Las resoluciones judiciales y los recursos

La sentencia de 30-12-2010 del Juzgado de Primera Instancia n.º 27 de Valencia (ordinario n.º 132/2010), estimó la demanda condenando a la entidad BBVA, por incumplimiento culposo del contrato de gestión, a abonar a los actores la suma y los intereses reclamados, sin imponer las costas a ninguna parte.

La sentencia de apelación, de 28-6-2011 (rec. 289/2011) de la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª), estimó el recurso de apelación, revocó la sentencia del Juzgado de Primera Instancia y absolvió a BBVA. En dicha sentencia la Audiencia considera que el contrato de gestión de cartera de inversión se asemeja al de mandato para la gestión de un patrimonio ajeno en el que el mandatario contrae una obligación de medios y no se compromete a un resultado concreto de la inversión, señalando además que los actores tuvieron información adecuada para comprender la naturaleza del producto que BBVA iba a adquirir para ellos. En cuanto al perfil de riesgo inversor de los demandantes, reconoce que llama la atención la compra de valores complejos y de riesgo ante un perfil de riesgo muy bajo, pero afirma que la normativa no impedía a clientes conservadores solicitar inversiones en productos de riesgo, habiendo resultado probada la voluntad de los demandantes de adquirir las participaciones preferentes.

Contra la sentencia dictada en apelación se interpusieron sendos recursos extraordinario por infracción procesal y de casación. En el primero se alegó la infracción del art. 217.7.º LEC, por no haber desplazado la carga de la prueba al profesional experto, por razones de disponibilidad y facilidad probatoria, al ser objeto de enjuiciamiento una relación contractual con un consumidor de perfil de riesgo muy bajo. Además, se

recurrió en casación por dos motivos: por infracción de los arts. 1726 CC y 255 y 264 CC.º relativos a los contratos de mandato y de comisión, y por infracción del derecho de información del art. 79 LMV.

La Sala 1.ª del Tribunal Supremo constituida en pleno el 20-3-2013 (ponente D. Rafael Sarazá Jimena) desestima el recurso extraordinario por infracción procesal por considerar que no se basa la decisión en la inexistencia o insuficiencia de prueba sobre un determinado extremo relevante para resolver el litigio (FJco 3.º), imponiendo las costas a los recurrentes, y estima el recurso de casación, confirmando la sentencia de instancia, condenando a BBVA a las costas de la apelación, sin imponer las costas de la casación a ninguna parte. El motivo para no aplicar el principio de vencimiento objetivo en la imposición de las costas es la complejidad de la situación fáctica y jurídica objeto del litigio y la ausencia de una doctrina jurisprudencial consolidada (FJ 8.º). Este mismo es el motivo por el que se acordó someter el asunto al conocimiento del Pleno de la Sala, siendo además la razón del carácter «didáctico» del FJco 6.º que fundamenta la resolución de los dos motivos de casación.

#### **4. El contrato de mandato o comisión como modelo contractual típico del contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión**

En relación con el contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión celebrado, indica el TS que puede afirmarse, en línea con lo declarado en la STS de 11-7-1998 (rec. 1195/1994), que su esquema contractual responde fundamentalmente al mandato o comisión mercantil, señalando (FJ 6.º) que «es un contrato que por su función económica y su significación jurídica encaja en el esquema contractual del mandato o comisión mercantil, como modelo contractual típico de la gestión de negocios ajenos. Se caracteriza por la especificidad de su objeto y se basa en la confianza del cliente hacia el profesional del mercado de valores al que confiere amplias facultades para realizar, por cuenta del cliente inversor, las operaciones que considere más convenientes para el objetivo perseguido, conseguir una mayor rentabilidad, en relación a un ámbito restringido de actividad, el de la inversión en valores negociables». Cita además la sentencia del TJUE de 21 de noviembre de 2002 (TJCE, Sala 5.ª, 2002, 343), dictada en el asunto C-356/2000, caso Testa y Lazzeri contra la Consob italiana, cuyo párrafo 38 indica que la gestión de carteras debe efectuarse con arreglo a un mandato en virtud del cual el inversor faculta a una empresa de inversión para tomar decisiones de inversión por su cuenta, discrecionales pero respetando siempre las decisiones estratégicas del inversor.

#### **5. Perfil de riesgo, su función integradora del contrato de gestión de carteras de inversión, obligaciones de información y actuación de buena fe**

El contrato celebrado carece de una regulación específica y detallada de su aspecto jurídico-privado, si bien es numerosa la normativa que ha regulado los requisitos

que han de cumplir las entidades que se dedican a la gestión de carteras de inversión. La sentencia que comentamos cita la LMV; la Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo, sobre servicios de inversión; la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIF o MIFID) –que derogó la anterior directiva a partir de 1-11-2007, y que ya vinculaba a jueces y tribunales aunque no había transcurrido el plazo de transposición (STJCE de 8-10-1987, caso «Kolpinghuis Nijmegen», asunto 80/86)–; el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados financieros y registros obligatorios; la Orden MEH de 25-10-1995 que desarrolló dicho RD, y la Orden MEH de 7-10-1999, que desarrolló el código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión. Tales normas eran las vigentes en el momento en que fue concertado el contrato de gestión, si bien algunas de ellas están derogadas ya, habiendo sido sustituidas por el RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, y por la Orden EHA 1665/2010, de 11 de junio, que derogó las de 1995 y 1999.

De la LMV y normativa de desarrollo vigentes al celebrarse el contrato, interpretadas a la luz de la letra y de la finalidad de las Directivas comunitarias, el Tribunal Supremo extrae que tal normativa «impone a las empresas que actúan en el mercado de valores, y en concreto a las que prestan servicios de gestión discrecional de carteras de inversión, la obligación de recabar información a sus clientes sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, y la de suministrar con la debida diligencia a los clientes cuyas carteras de inversión gestionan una información clara y transparente, completa, concreta y de fácil comprensión para los mismos, que evite su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata». Considera el TS que estas empresas «deben observar criterios de conducta basados en la imparcialidad, la buena fe, la diligencia, el orden, la prudencia (...), respondiendo de este modo a la confianza que el inversor deposita en el profesional en un campo tan complejo como es el de la inversión en valores mobiliarios».

Concluye finalmente que «las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato, fundamental en el caso del mandato (arts. 1719 del Código Civil y 254 y 255 del Código de Comercio), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica. Por eso es fundamental que al concertar el contrato las preguntas formuladas al cliente para que defina su perfil de riesgo y los valores de inversión que pueden ser adquiridos sean claras, y que el profesional informe al cliente sobre la exacta significación de los términos de las condiciones generales referidas a dicho extremo (...)

De los hechos resulta que el perfil de riesgo declarado por los clientes era conservador, habiendo optado por un perfil «muy bajo», por lo que las inversiones aconsejadas a los clientes eran incompatibles con el mismo; en este sentido, el «plus de buena fe y diligencia a observar por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que ésta ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (...) y los productos de inversión aceptados por el cliente» (FJ 7.º). El hecho de que el codemandante fuera empresario, de que estuvieran acompañados por el asesor laboral y contable de sus empresas o de que hubieran realizado algunas inversiones anteriormente no reduce las obligaciones de información, pues la actuación en el mercado de valores exige un conocimiento experto, que no lo da cualquier actividad empresarial, ni ser asesor, ni haber realizado otras inversiones.

En fin, la sentencia finaliza señalando que «el incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con la clientela constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida casi absoluta de valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas».

## 6. Conclusión

Los «pequeños inversores» pueden congratularse, más en estos tiempos, por esta sentencia del Pleno de la Sala Primera del TS que diferencia claramente entre inversores expertos y no expertos y hace recaer la responsabilidad sobre una entidad que no ha cumplido con sus obligaciones de información y de buena fe contractual en el ámbito de los servicios de inversión al adquirir para unos clientes no expertos un producto de riesgo como son unas participaciones preferentes. Esta sentencia debe ser completada con otra de la misma Sala y de igual fecha (rec. 2353/2011), constituida también en Pleno (ponente D. José Ramón Ferrándiz Gabriel), que no observa incumplimiento contractual por tener el actor la condición de experto inversor. Deben tenerse en cuenta en esta materia las importantes modificaciones del art. 79.bis LMV introducidas por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, de las que se ha hecho eco la Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, creada por el RD-Ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero (BOE 23 de marzo). Igualmente ha de considerarse la reciente Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros (BOE 19 de junio). Digamos para finalizar que la Comisión Europea, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y el Banco de España debían haber tenido más en cuenta el carácter experto o no experto de los clientes de las entidades de crédito a la hora de imponerles un determinado Plan –con

quita incluida– en los procesos de reestructuración del sector del crédito y de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, más aún tratándose de productos de las propias entidades de crédito, respecto de los cuales los clientes tienen, o tenían, aún más confianza. El número de clientes con preferentes a marzo de 2013 era de 185.932, y de 478.604 aquellos con obligaciones subordinadas.

JOSÉ LUIS SÁNCHEZ BARRIOS  
*Profesor Titular E. U. de Derecho Mercantil*  
*Universidad de Salamanca*  
[jsaba@usal.es](mailto:jsaba@usal.es)