

Hacia un estatuto del inversor

*Fernando Zunzunegui,
Universidad Carlos III de Madrid*

Sumario: I. Aspectos previos. — I.1. Noción de inversor. — I.2. Distinción de la noción de cliente. — II. Régimen jurídico.— II.1. Caracterización de las normas de conducta.— II.2. Normas de conducta y protección del inversor. — III. Derechos del inversor. — III.1. Derecho a la información del inversor. — III.2. El consentimiento informado del inversor. — II.3. Derecho del inversor al secreto profesional del intermediario.— IV. Obligaciones del inversor.— IV.1. Obligación de prevenir el abuso de mercado.— IV.2. Obligación de lealtad y colaboración. — V. A modo de conclusión.

I. Aspectos previos

El inversor es uno de los principales sujetos del mercado de valores como destinatario de los valores ofrecidos en el mercado que contrata a través de los intermediarios que le prestan los servicios de inversión. Sin embargo no existe un estatuto del inversor en contraste con el que existe para intermediarios y emisores.

La protección del inversor se menciona como principal objetivo de la regulación financiera, pero más haya de estas declaraciones de principios no se regulan de una forma sistemática los derechos y obligaciones de los inversores.¹ Hay aisladas referencias legales

¹ La «protección del inversor» constituye uno de los principales objetivos de la legislación financiera, según ha sido destacado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores y recogen las principales legislaciones nacionales. Véase IOSCO, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre 1998, que identifica los siguientes tres objetivos básicos: la protección de los inversores; garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y la reducción del riesgo sistémico. La protección de los inversores es pues para IOSCO el primer objetivo enumerado en su declaración de principios. A su vez las legislaciones nacionales, al enumerar los objetivos de la legislación del mercado de valores señalan la protección del inversor como objetivo prioritario. Así ocurre en la Ley del Mercado de Valores española (art. 13.II), y en otras jurisdicciones europeas. Por ejemplo, en Francia los prestatarios de servicios de inversión deben respetar “*des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs*” (art. L533-4 *Code monétaire et financier*), en Italia la actividad de vigilancia de la CONSOB tiene por finalidad la “*tutela degli investitori*” (art. 5.1 *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria de 24 de febrero de 1998*), y en Portugal, por terminar de citar las legislaciones europeas más cercanas y relevantes, la “*proteção dos investidores*” constituye el primer principio que debe aplicar la CMVM en el ejercicio de sus potestades de supervisión. Pero también en las legislaciones latinoamericanas se destaca este objetivo, así lo destaca la Ley del Mercado de Valores peruana (DL 861-DL 862), cuyo art. 1 dice: “*La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista*”. En Colombia, la Ley N.º 964 de

a la figura del inversor junto a normas de conducta aplicables a los prestadores de servicios de inversión y normas de transparencia de los emisores destinadas, unas y otras, de algún modo a su protección.

Tradicionalmente se ha descrito la relación intermediario financiero-cliente como una relación vertical, en la que existe una parte fuerte, bien informada, que es el intermediario, frente al cliente, parte débil, carente de formación y de información, que debe ser protegida. Sin embargo es preferible, como habremos de ver, contemplar una relación entre iguales, de la que surgen derechos y obligaciones para ambas partes. Desde esta perspectiva se puede llegar a construir el «estatuto del inversor» como conjunto de derechos y obligaciones que conforman la posición del inversor en el mercado financiero como una figura autónoma. Pero antes de desarrollar estas bases sobre las cuales se puede llegar a desarrollarse dicho estatuto conviene comenzar por preguntarse sobre la noción de inversor, y su diferenciación de las figuras de cliente y de consumidor.²

I. 1. Noción de inversor

El inversor es el sujeto que decide canalizar su ahorro hacia la inversión mediante la adquisición de acciones y otros instrumentos financieros. Es en general la calificación atribuida al ahorrador que se acerca al mercado de valores para invertir. Pero hay una noción amplia de inversor, que incluye a todos los ahorradores como potenciales inversores y una noción estricta, la de quienes invierten sus ahorros en determinados instrumentos financieros. La noción amplia es útil para referirse al grupo de personas necesitadas de protección. A su vez, la noción estricta resulta más adecuada para hacer referencia a situaciones concretas en las que existen derechos subjetivos que merecen protección.

En los modernos mercados financieros la apelación al ahorro del público mediante la emisión de valores negociables se condiciona a que los inversores dispongan de una información suficiente sobre los productos en los que invierten y, en particular, del grado de riesgo asociado a las inversiones que se les proponen. Con este fin se desarrolla una legislación del mercado de valores bajo principios universales.³ En este sentido, en

2005, del Mercado de Valores, incorporando los principios de IOSCO, comienza en su art. 1 destacando como primer objetivo de la intervención del Gobierno en el mercado de valores: “*Proteger los derechos de los inversionistas*”. A su vez, en Brasil es atribución del *Conselho Monetário Nacional* y de la *Comissão de Valores Mobiliários*: “*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores*” (art. 4.IV Ley N° 6.385 de 7 de diciembre de 1976, sobre el mercado de valores y la creación de la *Comissão de Valores Mobiliários*).

² En nota al objetivo de “protección de los inversores”, IOSCO precisa que: “El término “inversor” incluye a los clientes u otros consumidores de servicios financieros” (IOSCO, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre 1998, nota 2, p. i). Por otro lado, en el Reino Unido, uno de los objetivos de la regulación financiera es “*the protection of consumers*” [Sección 2.(2) (c) *Financial Services and Markets Act 2000*]. Esta mezcla de términos justifica que abordemos en el siguiente apartado los conceptos, cercanos al de «inversor», de «cliente» y de «usuario», utilizados internacionalmente al hacer referencia a los objetivos la regulación financiera.

³ Véase IOSCO, *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores*, septiembre 1998, a lo que deben añadirse los principios del buen gobierno corporativo. Los escándalos financieros de los últimos años han dado lugar a reformas legales como la Sarbanes-Oxley Act estadounidense o la Ley de Transparencia en España que han venido a incorporar en la legislación las principales normas de buen

Derecho español, el apartado segundo del art. 13 de la Ley del Mercado de Valores impone a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el deber de velar por la protección de los “inversores”. Utiliza el plural para poner de relieve que la protección en este caso se refiere al colectivo de inversores, es decir, al inversor en cuanto grupo de sujetos que van a ser tutelados. No se protegen, por lo tanto, los derechos subjetivos de cada inversor, sino los derechos del colectivo, en particular el derecho de los inversores a disponer de una información correcta y a recibir un trato equitativo. Se trata de adoptar medidas administrativas que favorezcan que los inversores puedan adoptar sus decisiones de inversión de forma fundada, con información adecuada.

Pero la ordenación financiera protege al inversor no profesional, es decir, al inversor no cualificado que carece de conocimientos en la materia. Se puede considerar inversor profesional a toda persona que tiene los conocimientos y experiencia necesarios en materia de negociación de instrumentos financieros para poder tomar sus propias decisiones de inversión y medir los riesgos asociados. Entre los inversores profesionales destacan los institucionales. Se consideran inversores institucionales los fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva o entidades aseguradoras, así como a las entidades de crédito o de valores que realizan habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables.

En la Unión Europea, las directivas de folletos y la de mercados de instrumentos financieros, aunque difieran en los términos de partida, la de folletos define al *inversor cualificado*, y la de mercados de instrumentos financieros al *cliente profesional*, llegan a conceptos y aplican técnicas de extensión del concepto similares. En ambos casos, se permite que el inversor no cualificado/cliente no profesional, que acredite conocimientos y experiencia suficiente, pueda solicitar ser tratado como profesional.

La Directiva 2003/71/CE, que regula el folleto que debe acompañar a las ofertas públicas, introduce la noción de *inversor cualificado*, con el fin de excluir de la obligación de publicar folleto a las ofertas dirigidas a este tipo de inversores, que comprende además de los institucionales, diversos organismos públicos y grandes empresas.⁴ A su vez, desde su propia perspectiva, la de la relación cliente-intermediario, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, según sus siglas en inglés) utiliza el concepto de *cliente profesional*, al que define como aquel que posee la experiencia, los conocimientos y la

gobierno corporativo en protección del inversor. No obstante, los objetivos de la regulación del mercado de valores siguen siendo los de búsqueda de la eficiencia del mercado, estabilidad de los intermediarios y protección del inversor a través de la transparencia (véase del autor, Derecho del mercado financiero, 3.^a ed., Marcial Pons, 2005, pp. 35-40). Así lo indica la ley española, al identificar como objetivos del supervisor financiero, velar por la transparencia del mercado de valores y la protección de los inversores (véase art. 13.II Ley del Mercado de Valores). Sobre la protección del inversor en la doctrina española, véase: Belando Garín, B. *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Civitas, 2004, p. 204, y Fernández de Araoz Gómez-Acebo, A. “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”, en *RDBB*, No. 76, 1999, pp. 65-133.

⁴ Véase el art. 2.1. letra e), apartado iv) y 3.2. letra a) de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, y su transposición en el art. 30.bis.1. letra a) de la LMV.

cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.⁵ Esta noción de cliente profesional se utiliza para determinar qué clientes merecen, por no tener precisamente la cualificación de profesionales, la protección de las normas de conducta que se aplican a los prestadores de servicios de inversión.

Ciertos clientes no profesionales pueden ser tratados como profesionales si así lo solicitan. Esta renuncia a la protección de las normas de conducta sólo se considera válida si el prestador de servicios de inversión efectúa una evaluación adecuada de la formación, experiencia y conocimientos del cliente en materia financiera y esta evaluación le ofrece garantía de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones de inversión y de comprender sus riesgos. En el marco de esta evaluación el prestador del servicio debe comprobar que el cliente cumple los criterios recogidos en el anexo II de la MiFID,⁶ que son similares a los exigidos en el Directiva de folletos para calificar a determinadas personas físicas como inversores cualificados.⁷

I. 2. Distinción de la noción de cliente

Hay que partir de que la noción de *inversor* es distinta a la de *cliente*. Cliente es quien se relaciona contractualmente con el intermediario, empresa prestadora del servicio de inversión. El cliente es la persona a cuyo nombre se celebra el contrato, cuya capacidad y consentimiento son relevantes, y a quien corresponden los derechos, obligaciones y cargas derivados del contrato. Si bien, en sentido estricto, la noción de cliente se suele aplicar sólo a quien tiene abierta cuenta en una entidad financiera.⁸

⁵ Véase Anexo II de la DIRECTIVA 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo).

⁶ Debe comprobar que cumple, como mínimo, dos de los siguientes criterios: 1) Que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; 2) Que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500 000 euros; y 3) Que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero (véase el Anexo II, apartado II.1 de la Directiva).

⁷ Según la citada Directiva de Folletos un Estado miembro puede autorizar a determinadas personas físicas que residan en el Estado miembro y que soliciten expresamente ser consideradas inversores cualificados si dichas personas cumplen por lo menos dos de los siguientes criterios: a) que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; b) que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500 000 euros; y c) que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos sobre la inversión de valores [véase art. 2.1. letra e), apartado iv), en relación con el número 2 del citado artículo de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE].

⁸ Así se utiliza en el derecho bancario y en el derecho del mercado de valores y, en general, en el bancario. Éste parece ser el concepto de cliente utilizado en la Ley Cambiaria y del Cheque española (art. 144). Y puede resultar útil para delimitar las emisiones de valores destinados a ser negociados entre las entidades de crédito y su “clientela” en el régimen del mercado primario. Véase en Derecho anglosajón: E.P. Ellinger, E. Lomnicka, R.J.A. Hooley, *Modern Banking Law*, Oxford, 2002, p. 90.

A veces el término *cliente* se utiliza en un sentido más amplio, que equivale a público ahorrador o inversor. Así se habla de reglas de transparencia “con el fin de proteger los legítimos intereses de la clientela”,⁹ cuando es lo cierto que los deberes de transparencia de las entidades financieras se establecen en protección del público en general y no sólo de los clientes vinculados jurídicamente a éstas.

Pero aunque se trate de conceptos distintos, la noción de inversor está profundamente vinculada con la de cliente. El ahorrador, una vez se decida a invertir a través del mercado de valores, necesariamente tendrá que utilizar los servicios de un intermediario financiero, pues tiene vedado el acceso directo al mercado. Recordemos que en el mercado de valores las operaciones tienen lugar entre profesionales y son los prestadores de servicios de inversión los únicos habilitados para canalizar y ejecutar en el mercado las órdenes de los inversores y custodiar sus activos financieros. Todo inversor, necesariamente, si quiere operar en los mercados, debe convertirse en cliente de un prestador de servicios de inversión. Hasta tal punto existe esta conexión que ser inversor llega a equipararse a ser cliente de un prestador de servicios de inversión, según el siguiente esquema:

público → ahorrador → inversor → cliente

Si bien en principio se parte de la distinción entre la protección del ahorrador como inversor en el mercado de valores y la protección del ahorrador como cliente de los intermediarios financieros, esta diferenciación debe tener en cuenta que el acceso al mercado tiene lugar siempre a través de prestadores de servicios de inversión, y son estos intermediarios financieros los encargados de asesorar e informar a los inversores.

En este sentido, los ahorradores ocupan una doble posición en el mercado financiero. Son, por un lado, inversores que deciden dar determinado destino a sus ahorros y, por el otro, son clientes de las entidades financieras que prestan servicios de inversión. De conformidad con esta doble posición, en el derecho del mercado financiero la protección del ahorrador se organiza, por un lado, a través de un régimen de protección de inversor, basado en la transparencia informativa de las características de los instrumentos financieros y de la solvencia de sus emisores y, por el otro, mediante una normativa protectora del usuario de servicios financieros, que trata de prevenir y proteger al cliente frente a los conflictos de interés que puedan surgir entre el cliente y su intermediario.

El ahorrador como inversor es protegido a través de la información que deben suministrar los oferentes de los instrumentos financieros. Debe recibir suficiente información sobre los instrumentos financieros en los que decide invertir. Tiene derecho a conocer la solvencia del emisor y las características del instrumento ofrecido reveladoras de su posición en cuanto a derechos y obligaciones. El inversor debe ser consciente del riesgo que asume y de que su ganancia no está garantizada.

⁹ Cfr. art. 48.2 Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (LDIEC), y los comentarios de María del Mar Andreu Martín, *La protección del cliente bancario*, Madrid, 1998, p.115 y ss.

Pero hay otra circunstancia que afecta al inversor. Nos estamos refiriendo al carácter intermediado de la inversión bursátil. Para acceder a los activos financieros, el inversor se convierte forzosamente en cliente del intermediario que le facilita el acceso al mercado. Hay aquí una aparente paradoja, entre la inversión en activos financieros, que no constituye acto de consumo, y el negocio de inversión, que tiene lugar forzosamente a través de intermediarios financieros, lo cual convierte al inversor en cliente del intermediario y usuario de un servicio de inversión. No siendo la inversión un acto de consumo, la reserva legal de la actuación en el mercado a favor de los prestadores de servicios de inversión convierte al inversor en usuario forzoso de un servicio.¹⁰

Como cliente del intermediario, el ahorrador merece la protección de usuario de servicios financieros. El intermediario es un prestador de servicios financieros que cumple la función de facilitar a sus clientes el acceso al mercado. En una relación fiduciaria, el inversor le hace entrega de su patrimonio mobiliario para que lo custodie y lo canalice, de conformidad con sus instrucciones, al mercado financiero.

El intermediario que presta el servicio de inversión es gestor del interés del cliente. Al canalizar y ejecutar la orden de inversión o prestar el servicio de pagos, debe hacerlo en interés del cliente. No hay aquí la contraposición de intereses que existe en las compraventas, entre el consumidor y la gran empresa comercializadora. Pero en la prestación del servicio de inversión pueden surgir conflictos de interés, entre el interés del cliente, cuyo ejercicio corresponde al intermediario, y el interés propio del prestador del servicio. El conflicto surge cuando el prestador del servicio ofrece, además de la intermediación, la contrapartida, por ejemplo, por vender de su propia cartera los valores que el cliente le ha ordenado adquirir en el mercado. Para evitar el riesgo de este y de otros conflictos de interés que pueden surgir en la prestación de servicios de inversión, la regulación financiera dicta normas de conducta de los intermediarios. Así, los prestadores de servicios de inversión deben comportarse en interés del cliente y organizarse de forma que reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y en situación de conflicto dar siempre prioridad al interés del cliente.¹¹

II. Régimen jurídico

El mercado de valores es un elemento más del sistema financiero, “conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la

¹⁰ La doctrina considera mayoritariamente que la inversión en Bolsa escapa al dominio del derecho del consumo (véase Bonfils, S. *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, París, L.G.D.J., 2005, p. 16; y Bonneau, Th. y Drummond, Fr. *Droit des marchés financiers*, París, Economica, 2001, pp. 384 y 385). Los valores negociables no se consumen, sino que en ellos se invierte con el fin de especular. Por el contrario, H. Causse considera que la oposición entre consumo y ahorro no puede dar lugar a una desprotección del inversor, dado que el ahorrador trata con profesionales y el acto de ahorro se completa con contratos de prestación de servicios que merecen entrar en la categoría de contratos de consumo, y (en su opinión) la exclusión del ahorro/inversión del derecho del consumo responde más bien a “*la volonté des banquiers de tenir loin d'eux les mouvements et revendications consuméristes*” (“De la notion de consommateur”, en AA. VV. *Après le Code de la Consommation, grands problèmes choisis*, París, Litec, 1995, p. 24).

¹¹ Véase, el art. 79.1 de la LMV.

inversión”.¹² En este ámbito el art. 149.1.6.º de la Constitución Española reserva al Estado la fijación de las bases de la ordenación del crédito y la banca. A su vez, las leyes sectoriales fijan estas bases con el fin de garantizar el buen funcionamiento del mercado, su estabilidad y la transparencia de los intermediarios frente a su clientela. Es este aspecto de la tutela indirecta del inversor a través de la información en el que nos vamos a detener.

II.1. Caracterización de las normas de conducta

Partimos del hecho de que la prestación de servicios de inversión se somete a las reglas de ordenación del mercado que fijan la conducta profesional de los prestadores de este tipo de servicios. Pero en el mercado de valores hay mecanismos adicionales de protección del inversor. Por un lado, existen normas de prevención del abuso de información privilegiada por parte de los emisores de valores o de quienes prestan servicios profesionales en el mercado de valores. De otro lado, también se protege al inversor a través mecanismos de resolución extrajudicial de conflictos, destinados a superar las situaciones de conflicto que puedan surgir entre el intermediario financiero y sus clientes. Y como medida de cierre del sistema protector se contempla la existencia de fondos de garantía de las inversiones realizadas a través de intermediarios con el fin de recuperar hasta ciertas sumas las pérdidas ocasionadas a los inversores en la intermediación financiera.¹³ Vamos a ocuparnos aquí de las normas de conducta en sentido estricto, por ser el tipo de normas que tienen por finalidad específica la protección del inversor y que pueden servir como punto de partida para la construcción del estatuto del inversor.

Las normas de conducta son normas jurídicas que fijan los criterios que deben regir las relaciones de las entidades financieras que prestan servicios de inversión con su clientela y los medios técnicos con que deben contar en el ejercicio de sus actividades. Estas reglas forman parte, junto a las normas prudenciales, del estatuto profesional de las entidades financieras. Las normas de conducta son normas de carácter administrativo, cuyo incumplimiento constituye una infracción administrativa.¹⁴ Por su naturaleza jurídica se separan de su precedente más inmediato, los códigos deontológicos de carácter profesional.

En principio debe considerarse que se trata de normas administrativas que no integran el contenido del contrato que vincula a la empresa financiera con el cliente.¹⁵ Son normas

¹² Sentencia del Tribunal Constitucional español 133/1997, de 16 de junio, fundamento jurídico tercero.

¹³ La protección del ahorrador, ya sea depositante o inversor, se ve reforzada al añadirse, a la protección indirecta que proporcionan las normas prudenciales y de transparencia, la protección directa derivada de la existencia de fondos de garantía de depósitos y de inversiones. Véase Sánchez Andrés, A. “La protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones”, en RDBB, No. 75, 1999, pp. 111-130, y del autor, *Derecho del mercado financiero*, 3.ª ed., Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 151 ss.

¹⁴ Grave, salvo el uso indebido de información privilegiada o el incumplimiento de la comunicación de hechos relevantes que constituyen infracciones muy graves (arts. 100n; 99ñ y o de la LMV). A su vez, el incumplimiento de las normas de transparencia bancaria dictadas al amparo del art. 48.2 de la LDIEC constituye una infracción grave (art. 5 e de la LDIEC; que puede llegar a ser considerado muy grave: art. 4 j).

¹⁵ Así lo afirma, para las normas de transparencia bancarias, la exposición de motivos de la Ley Española del Crédito al Consumo, según la cual: “las normas promulgadas en desarrollo de la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito son de carácter administrativo y no afectan, por tanto, a los contratos”. En otras leyes financieras españolas se precisa que normas de transparencia se aplican sin

de derecho público que afectan a los contratos en la medida necesaria para proteger el mercado financiero, irremediablemente unido en una economía de mercado a la protección de la clientela. Tienen, por lo tanto, el carácter de normas de orden público económico que se integran en el estatuto profesional de las entidades financieras. Son normas de ordenación del mercado que, adicionalmente, están llamadas a facilitar el conocimiento por los clientes de las operaciones que conciertan y de sus costes.

Pero las normas de conducta también tienen efectos sobre los contratos celebrados entre las empresas financieras y sus clientes. Según dispone el art. 57 del Código de Comercio español, “los contratos de comercio se ejecutarán y cumplirán de buena fe”. Y la buena fe en la prestación de servicios financieros queda delimitada por las normas de conducta que rigen el comportamiento de los prestadores de este tipo de servicios. Además, también sirven para llenar de contenido la diligencia y lealtad que deben mantener las empresas financieras en el mercado. Son profesionales cualificados a los que se les exige una diligencia especial. En este ámbito resultan de especial relevancia para determinar el deber de cuidado objetivo exigible al prestador de servicios financieros, medido por el grado de cumplimiento de las normas de conducta sectoriales.

Este efecto de derecho privado no altera su naturaleza, pues siguen siendo normas administrativas. Desde el punto de vista contractual, la norma que se aplica es la que rige el contrato de prestación de servicio de inversión, habitualmente el de comisión mercantil. Las normas de conducta habrán servido para interpretar el precepto aplicable y llenarlo de contenido. Siendo así, nada impide que sean desarrolladas reglamentariamente, incluso por circulares de supervisor financiero. Su objetivo es de disciplina y ordenación del mercado. Y en este sentido, no existe ningún tipo de reserva que exija normas de rango de ley para regular las obligaciones administrativas de los prestadores de servicios de inversión.

La responsabilidad de la infracción de las normas de conducta recae sobre la entidad comisionista que presta el servicio de inversión en los términos recogidos, en Derecho español, en el art. 259 del Código de Comercio, según el cual el comisionista “deberá observar lo establecido en las Leyes y Reglamentos respecto a la negociación que se le hubiere confiado, y será responsable de los resultados de su contravención u omisión”. Si bien en las relaciones internas entre la entidad comisionista y el cliente se estará a lo dispuesto en el art. 254 del propio Código, a cuyo tenor el “comisionista que en el desempeño de su encargo se sujete a las instrucciones recibidas del comitente, quedará exento de toda responsabilidad para con él”. Este régimen tiene su complemento en el deber de abstención de las empresas financieras, que deben dejar de ejecutar las órdenes contrarias a la ordenación y disciplina del mercado.

II.2. Normas de conducta y protección del consumidor

Afirmar que el derecho del mercado de valores se funda en la protección del inversor puede resultar engañoso. Inclina a considerar que las normas sectoriales forman parte

perjuicio de la libertad de contratación que en sus aspectos sustantivos deba presidir las relaciones entre las entidades financieras y su clientela, así en los artículos 48.2 de la LDIEC y 38 de la LMV.

integrante del derecho del consumidor. Según esta posición, con la regulación sectorial se protegería al ahorrador como usuario de servicios financieros frente a la entidad financiera, cuando lo cierto es que la actuación de la entidad financiera prestadora del servicio de inversión debe responder a las órdenes del inversor, pues actúa en defensa y representación de sus intereses. Más bien, la ordenación financiera protege al inversor mediante una normativa de prevención y gestión de los conflictos de intereses que pueden surgir entre el interés del inversor y los intereses propios del intermediario.

El mercado financiero es un mercado complejo en el que se negocian instrumentos desmaterializados, de contenido abstracto, de difícil comprensión por los inversores, y en el que la negociación tiene lugar entre profesionales, dotados de medios y conocimientos especiales.

En principio los usuarios de servicios de inversión son consumidores destinatarios finales del servicio. Son consumidores, o con mayor claridad usuarios, de servicios financieros que dan o reciben crédito o valores de las entidades financieras para satisfacer necesidades personales al margen de su actividad empresarial o profesional.¹⁶ El usuario de los servicios financieros goza de la protección reforzada del derecho de los consumidores.¹⁷

Pero las normas de conducta de protección de la clientela financiera no pertenecen al derecho de los consumidores. Son normas dirigidas a proteger el buen funcionamiento del mercado financiero y únicamente, de forma indirecta, defienden el interés particular del consumidor.¹⁸ Se plantea así la conveniencia de preguntarnos por la relación de este tipo de normas de conducta con las normas de protección de los consumidores, pues hay quien considera que tienen la naturaleza de normas sectoriales de protección de los consumidores. Cuando es lo cierto que las normas de conducta no constituyen derecho especial del consumo de carácter sectorial que desplace la normativa general. En este sentido, la jurisprudencia no admite que las entidades financieras tengan una normativa específica de carácter especial, tutelada por el supervisor financiero, que desplace a la general de los consumidores.¹⁹

¹⁶ Véase, en el sector bancario, el art. 1.1 de la Ley 7 de 1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo.

¹⁷ La información es un derecho fundamental del consumidor consagrado en el art. 51 de la Constitución española, regulado por el capítulo IV de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios de 19 de julio de 1984 y en el ámbito financiero, por la ley de crédito al consumo de 23 de marzo de 1995.

¹⁸ Conviene precisar que en la normativa sectorial existen leyes especiales de protección directa del usuario de servicios financieros, como son, en la Unión Europea, las de crédito al consumo, transferencias transfronterizas y comercialización a distancia de servicios financieros.

¹⁹ Véase STJCE 12-X-2004. A su vez, la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Andalucía (Granada), de 27 de marzo de 2000, desestimó el recurso de un banco sancionado con multa por no disponer del libro de quejas y reclamaciones exigido por la legislación autonómica de protección de los consumidores, con el siguiente fundamento: “la conducta infractora se ha producido por la inobservancia de la mercantil demandante de unas normas de aplicación general en el ámbito de la Comunidad Autónoma que tienden a la protección de los usuarios de ciertos servicios, entre los que se encuentran los que presta la banca a sus clientes y no tienen por qué ser coincidentes con los que la legislación estatal, a través del Ministerio de Hacienda y en su caso, del Banco de España, ordena para la protección de los clientes que por medio de estas Entidades de depósito acceden a los servicios que se materializan en la ordenación del crédito y la banca” (FJ 2.º). En el mismo sentido se pronuncia la sentencia del mismo tribunal de 6 de junio de 2000. Véase STJCE 12-X-2004.

Y aunque las normas de protección del inversor recogidas en la legislación financiera no son normas de protección del consumidor, cumplen indirectamente una función protectora del usuario de servicios de inversión.²⁰ Habrá, por lo tanto, que poner en relación las normas de conducta del mercado de valores con el régimen general de protección de los consumidores y usuarios. Son ámbitos distintos, uno de regulación del mercado de valores y otro de protección de los consumidores. Pueden mantenerse separados, ofreciendo al inversor la protección de las normas de conducta en sus relaciones con los intermediarios en el mercado de valores, y por otro lado, en cuanto usuario de servicios de inversión, la protección de la legislación protectora de los consumidores.

En ocasiones se coordinan condicionado la aplicación de las normas protectoras del consumidor a que no exista un grado de protección equivalente en la normativa sectorial financiera. Esa es la solución dada en Derecho español en relación con el usuario del crédito al consumo.²¹ Pero esta solución no es satisfactoria, pues exige un análisis continuo del grado de protección que ofrece la legislación financiera en relación con la general de los consumidores.

Se debería ir desarrollando un derecho especial del consumidor financiero, es decir, del usuario de servicios financieros.²² Pero hasta que esta especialidad del derecho del consumo no se desarrolle, conviene mantener la doble protección del inversor, la recibida de forma indirecta a través de las normas de conducta del mercado de valores, y la directa, consecuencia de la aplicación de las reglas que protegen a los consumidores y usuarios.

III. Derechos del inversor

Para que el inversor pueda decidir de forma autónoma resulta necesario disponer de una información adecuada sobre las diferentes alternativas de inversión que se le presentan en el mercado de valores. En su relación con el intermediario, cualquier actuación en el ámbito de su patrimonio mobiliario requiere el consentimiento previo del inversor, consentimiento que además debe tratarse de un consentimiento informado.

Surge así el derecho del inversor a la información como requisito necesario para la autonomía del inversor. Vamos a analizar en primer lugar la justificación y el contenido del derecho a la información del inversor, para detenernos a continuación en el «consentimiento informado» del inversor, como mejor forma de tutela de sus intereses.

²⁰ Función que de algún modo también cumplen las normas prudenciales, pues como dice el Libro Verde de la Comisión Europea sobre “Servicios financieros: cómo satisfacer las expectativas de los consumidores”, de 22 de mayo de 1996, al salvaguardar la solidez, integridad y fiabilidad de los proveedores de servicios financieros, las normas prudenciales garantizan una valiosa protección a los usuarios de dichos servicios.

²¹ Véase DF.1.^a de la Ley 7 de 1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo.

²² Un buen precedente lo encontramos en Canadá, donde existe una agencia nacional de protección del usuario de servicios financieros bajo la denominación de Financial Consumer Agency of Canada (FCAC). Véase del Senado de Canadá: Rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, *La protection des consommateurs dans le secteur des services financiers: une tâche inachevée*, junio, 2006.

III.1. Derecho a la información del inversor

La relación de confianza que debe existir entre las entidades financieras y su clientela se refuerza con un deber profesional que afecta a la información que genera un correlativo derecho del inversor a ser informado.

Para conseguir un mercado financiero eficiente es esencial garantizar la veracidad informativa de las entidades financieras. La confianza del público en el sistema financiero depende en gran medida de la transparencia informativa de los profesionales. En particular el inversor tiene derecho a adoptar sus decisiones contando con la información previa adecuada a la inversión que se propone realizar. Su decisión de inversión debe ser una decisión que cuente con la información razonable, adaptada a sus circunstancias personales. Las entidades financieras deben informar al público sobre las condiciones en que están dispuestos a contratar más allá de las exigencias del Derecho común.

De este modo, surge el inversor como una figura autónoma, capaz de adoptar sus propias decisiones, al haber sido informado de los riesgos asociados a sus inversiones. El derecho a la información del inversor es una manifestación de su derecho a invertir a través del mercado en activos de configuración compleja y riesgos variables.

La relación inversor-prestador de servicios de inversión es una relación contractual, horizontal, entre un cliente y un profesional. En esta relación el inversor y la empresa de servicios de inversión se sitúan en un mismo plano. El inversor es un usuario de un servicio complejo, el de acceso al mercado que proporcionan las empresas de servicios de inversión. La información sobre los riesgos asociados a las operaciones en el mercado de valores constituye una exigencia de la *lex artis* de los profesionales dedicados a prestar servicios de inversión. Es un deber que surge de la ordenación del mercado de valores, cuyo incumplimiento puede generar la responsabilidad del intermediario.

Con esta información no se trata de convertir al inversor en un experto financiero capaz de sustituir al profesional del mercado. Al igual que sucede en la relación médico-paciente, carece de sentido informar al inversor con detalles técnicos sólo al alcance y comprensión de los profesionales. Del mismo modo que el médico debe suministrar una información razonable al paciente para que éste pueda valorar los riesgos y alternativas a la intervención médica, el inversor tiene derecho a recibir una información que lo ilumine sobre los riesgos asociados a sus inversiones.²³ Pero no se trata de convertir al paciente en un experto en medicina, ni al inversor en un profesional del mercado de valores. La transparencia debe ser la necesaria para asegurar la correcta prestación del servicio. Hay que superar el mito del inversor medio completamente informado sobre los tecnicismos de las operaciones financieras como medio para crear equidad en el mercado de valores y asegurar su buen funcionamiento.²⁴

²³ Véase Galán Cortés, J. C. *El consentimiento informado del usuario de los servicios sanitarios*, Madrid, Civitas, 1997, *passim*.

²⁴ Véase Kripke, H. "The Myth of Informed Layman", en *The Business Lawyer*, No. 28, 1973, pp. 673 y ss.

El inversor no es por naturaleza una persona débil, que carezca de firmeza en sus decisiones o al que se pueda llegar a calificar de incapaz de adoptar decisiones fundadas. Decidir sobre el destino de su patrimonio es un derecho asociado al libre desarrollo de su personalidad. No se puede prescindir de la voluntad del inversor en las decisiones de inversión. Al igual que en medicina ha quedado superada la doctrina que calificaba la relación médico-paciente como una relación jerárquica, de carácter vertical, en la que el médico tutelaba al paciente, con mayor razón, debe descartarse en el mercado de valores la posición que mantiene que el inversor es la parte débil de la relación, y que requiere la tutela del intermediario. En primer lugar porque hay una tendencia a la despersonalización en las relaciones en el mercado financiero. En las operaciones financieras ya no prima tanto la relación personal con el intermediario. Ahora lo relevante es confiar en la empresa financiera, en el carácter profesional de su actuación en el mercado, en la regularidad de su funcionamiento, en los estándares de solvencia y comportamiento y en el carácter supervisado de su actividad. En segundo lugar porque la prestación de servicios financieros ha dejado de tener el carácter de servicio público, para abrirse a la libre competencia. Y en tercer y último lugar porque los productos financieros cada vez son más complejos, como resultado de la ingeniería financiera, y se hace necesaria una colaboración del profesional que identifique y aclare los riesgos asociados a las inversiones y las alternativas de inversión existentes.

La información facilita que el inversor pueda adoptar decisiones de inversión de forma fundada. Luego la información al inversor cumple la función de permitir un «consentimiento informado» del inversor en su actuación en el mercado financiero. Por su importancia dedicamos el siguiente apartado al desarrollo de este concepto.

III.2. El consentimiento informado del inversor

Entre el inversor y el prestador del servicio de inversión intermediario se establece una relación contractual de gestión de servicios ajenos, a la que resultan de aplicación las reglas del mandato. En esta relación de mandato el prestador del servicio tiene la obligación esencial de informar al inversor de los riesgos asociados a las operaciones de mercado en que esté llamado a intervenir. Con esta información, el inversor se convierte en un “inversor informado”, capaz de adoptar sus decisiones con autonomía y libertad.²⁵ Frente al derecho del inversor a la información, surge un correlativo deber del prestador del servicio de inversión de suministrar dicha información. Este derecho a la información que tiene el inversor tiene naturaleza jurídica-privada.²⁶ Por ejemplo tiene derecho a ser informado sobre el producto financiero que se le ofrece, sobre el emisor del producto y sobre el intermediario y las condiciones en que va a prestarle el servicio de inversión.

²⁵ Principio común del Derecho de los consumidores según refleja el punto 42 del Programa preliminar de la comunidad económica europea para una política de protección e información de los consumidores al decir que se deberán poner los medios para que “puedan actuar como consumidores informados, capaces de elegir con claridad entre los bienes y servicios, y conscientes de sus derechos y responsabilidades” (véase *Diario Oficial n° C 092 de 25/04/1975 p. 2-16*).

²⁶ Así lo califica, en relación con el derecho de información del consumidor, J. A. Torres Lana, en “Derecho a la información y protección de los consumidores”, *Aranzadi Civil* n° 3, 1996, pp. 69-86.

Junto al derecho del inversor de obtener, como cliente, una información adecuada de su intermediario, la ley también reconoce un derecho general del público inversor a tener conocimiento de las informaciones relevantes que afectan a los instrumentos financieros admitidos a negociación en bolsa o en otros mercados regulados. Además el inversor también tiene derecho a conocer que intermediarios están habilitados para prestar servicios financieros. Habitualmente son los supervisores financieros los encargados de llevar los registros oficiales, y son quienes ponen esta información a disposición del público a través de sus portales en internet, advirtiendo de aquellos operadores que actúan sin autorización.²⁷ De este modo, los inversores pueden identificar y abstenerse de operar con «chiringuitos» financieros.

El principio general de la protección del inversor también se realiza a través de la búsqueda del “consentimiento informado” del inversor, pues de este modo se pretende asegurar la libertad y autonomía del inversor en su actuación en el mercado de valores.

Desde su origen, en la regulación del mercado de valores está presente el principio de protección del inversor a través del derecho a recibir una información adecuada. Si bien en continua evolución, pues se ha pasado de la transparencia completa (*full disclosure*) a la información razonable para poder adoptar con autonomía las decisiones de inversión.

Tradicionalmente se han venido distinguiendo dos modelos de protección del inversor. El anglosajón, centrado en una legislación del mercado de valores basada en la transparencia, y el continental europeo, con primacía de la legislación societaria, más intervencionista, que afecta a la estructura de la empresa que apela al ahorro del público.²⁸ En los mercados anglosajones se potencia la financiación empresarial mediante emisión de valores negociables, frente a los modelos continentales, en los que tradicionalmente se han financiado las empresas, a través de la banca, sin acudir a la oferta pública de valores. Esta diferente estructura de los sistemas financieros ha dado lugar a modalidades distintas de protección del inversor, una indirecta a través de la transparencia en el mercado, y otra directa, a través de normas imperativas de carácter societario. Pero la globalización de los mercados está haciendo confluir a los distintos modelos de regulación financiera. A lo que se añade la creciente confusión entre las distintas actividades financieras, con la aparición de productos que combinan depósitos bancarios con la inversión en derivados y otros productos mixtos que combinan las distintas actividades financieras. Esta evolución de los mercados y de los instrumentos financieros conduce a un nuevo modelo de ordenación de corte anglosajón que confía en el mercado como más eficiente asignador de recursos y que protege al inversor a través de la transparencia. Este nuevo modelo abandona la búsqueda de una transparencia completa, para mostrarse partidario de suministrar la información necesaria para asegurar un consentimiento informado del inversor en su actuación en el mercado de valores.

²⁷ Según el art. 92 de la Ley del Mercado de Valores, la CNMV debe mantener un registro oficial, al que el público tendrá acceso, de las “empresas de servicios de inversión que operen en España”. Además la CNMV, de conformidad con lo dispuesto en el art. 64.7 de la LMV, incluye entre sus advertencias al público alertas sobre personas que sin estar autorizadas pueden estar prestando servicios de inversión en España

²⁸ Véase Mäntysaari, P. *Comparative Corporate Governance*, Berlin-Heilderberger, Springer, Berlín, 2005, p. 4 y ss.

Dada la complejidad de los productos y operaciones financieras, el consentimiento del inversor necesita, para que no esté viciado, ser informado. El prestador del servicio de inversión que ejecuta la inversión sin haber informado previamente al inversor de los riesgos asociados a su decisión estará lesionando el interés de su cliente y podrá verse obligado a indemnizar del daño que su actuación haya podido causar al inversor.²⁹

La decisión del inversor, además de informada, debe ser personal y corresponder a una información adaptada a las circunstancias personales del inversor. Con la recepción de esta información, el inversor se convierte en un inversor razonablemente informado, capaz de valorar los riesgos asociados a sus decisiones. A través de la información, el inversor pasa a ser titular de sus decisiones, dueño efectivo de su patrimonio mobiliario.

La información al inversor constituye una obligación esencial del intermediario, requisito previo a la materialización de la inversión, y resulta exigible ante cualquier operación de inversión en el mercado de valores, con independencia del grado de riesgo asociado a la misma. Si bien es más intensa en las operaciones con riesgo muy elevado.³⁰ La regulación financiera intensifica el control del consentimiento informado del inversor en las operaciones más arriesgadas como la inversión en *hedge funds*.³¹ En estas inversiones se exige al intermediario, para comercializar este tipo de producto financiero ente

²⁹ Véase Sentencia del Tribunal Supremo español, Sala de lo Civil, de 20 de enero de 2003, según la cual “el contrato que vincula a los compradores con la sociedad intermediaria, encargada de la adquisición, siguiendo instrucciones del principal, responde a la naturaleza del contrato de comisión mercantil (artículo 244 del Código de comercio), y desde una perspectiva más concreta, que toma en cuenta sus relaciones con el ‘mercado de valores’, al llamado contrato de ‘comisión bursátil’; de manera, que, en el desempeño de su mandato, el comitente debe actuar con la diligencia y lealtad que se exigen a quien efectúa, como labor profesional y remunerada, una gestión en interés y por cuenta de tercero, en el marco de las normas de la Ley del mercado de valores, establecidas para regular la actuación profesional de las empresas de servicios de inversión en los dichos mercados, y, por ello, muy especialmente observar las ‘normas de conducta’ (Título VII) que disciplinan su actuación, entre las que destacan, dentro del deber de diligencia, las de asegurarse que disponen de toda la información necesaria para sus clientes, manteniéndoles siempre adecuadamente informados y la de cuidar de los intereses de sus clientes, como si fueran propios, todo ello potenciado por un exquisito deber de lealtad”, para concluir más adelante que: “Conforme a la calificación, dada al contrato, la entidad comisionista debe responder de los daños y perjuicios, causados a los inversores por la mala inversión, según el patrón de la culpa leve en concreto a que se refiere la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 1943 en relación con la diligencia exigible al «comerciante experto»”.

³⁰ Ante la creciente complejidad de los instrumentos financieros sería aconsejable distinguirlos por categorías. Por ejemplo, se podrían distinguir en tres categorías según su mayor o menor complejidad y riesgo. La categoría roja de instrumentos financieros de alto riesgo y gran complejidad cuya distribución quede prohibida a los inversores no profesionales. La categoría amarilla de instrumentos de riesgo medio y de cierta complejidad que podrán ser vendidos a los inversores no profesionales siempre que les sea recomendado por un asesor independiente, a modo de receta del médico de cabecera. Y por fin, la categoría verde de los instrumentos más simples y de menor riesgo que podrán ser directamente comercializados entre los inversores no profesionales.

³¹ Denominados en Derecho español fondos de inversión libre: véase el art. 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, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, desarrollado por el art. 11 de la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril y la Circular 1/2006, de 3 de mayo de 2006, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre.

inversores no cualificados, que éstos suscriban una declaración en la que manifiestan tener conocimiento del alto riesgo del producto en el que han decidido invertir.³²

La ley regula el procedimiento y el contenido de la información que deben poner los intermediarios a disposición de sus clientes inversores. El prestador del servicio de inversión queda obligado a informar al inversor de forma correcta y completa, y el incumplimiento de esta obligación puede generar su responsabilidad profesional. La información se debe suministrar al cliente de forma comprensible.

Se debe informar al inversor sobre las condiciones y el alcance en el que se van a prestar los servicios de inversión. El inversor debe ser por lo tanto informado de la forma de canalización al mercado de sus órdenes de compraventa de instrumentos financieros, de la ejecución en el mercado de sus órdenes o del servicio de gestión de carteras que haya contratado.

Según la MiFID, los clientes, incluidos en este caso los potenciales clientes, tienen derecho a ser informados de cómo el intermediario tiene previsto ejecutar sus órdenes en el mercado.³³ La información al cliente es parte del deber de «mejor ejecución» (*best execution*) recogido en el art. 21 de la MiFID. El deber de mejor ejecución es más amplio que el deber de buscar el mejor precio. El prestador del servicio queda obligado a obtener los mejores resultados en la ejecución de la orden, haciendo un seguimiento de la mejor ejecución de la orden en el mercado y suministrando información al cliente. El cliente debe ser informado de los mecanismos que van a ser utilizados por el intermediario en la ejecución de la orden. La información debe ser la suficiente para que el cliente pueda hacerse un juicio fundado sobre la naturaleza y la calidad de la ejecución de la orden. La información debe ser clara de tal modo que el cliente pueda apreciar los principales elementos del modo en que el intermediario tiene previsto ejecutar la orden.

Hay excepciones al deber de informar. Cuando se contrate un servicio de «sólo ejecución» de órdenes (*execution only*), el deber de información queda limitado. No hay aquí relación personalizada entre el inversor y el prestador de servicio. Debiendo quedar advertido el inversor de que la prestación del servicio se realizará sin necesidad de que el intermediario valore la adecuación del servicio a las condiciones personales del cliente.

³² Según la Norma 12ª, sobre el documento de consentimiento del inversor, de la Circular de la CNMV 1/2006, la declaración escrita por la que el inversor manifieste que conoce los riesgos inherentes a la inversión tendrá el siguiente tenor: “Yo sé que las inversiones en (IIC de Inversión Libre/IIC de Inversión Libre) están sujetas a riesgos de naturaleza y grado distintos a los de los fondos de inversión ordinarios. Sé que el valor de mi inversión podrá variar substancialmente a lo largo del tiempo y podrá hacerlo sin guardar relación con la evolución de las Bolsas o de los mercados de renta fija. Sé que puedo perder parte de mi inversión y, en casos extremos, toda ella. Acepto expresamente que mi inversión tendrá mucha menos liquidez que los fondos de inversión ordinarios, por lo que no es aconsejable para quien pueda tener necesidades apremiantes de dinero. Además, he sido informado en detalle sobre: la política de inversión de la IIC, los riesgos inherentes a la inversión, la frecuencia con la que se garantiza la liquidez, el régimen de preavisos, el límite máximo a los reembolsos en una misma fecha, el período de permanencia mínimo de la inversión, las comisiones de gestión, depósito y otros gastos asociados, tanto directos como indirectos, y la posibilidad de verme obligado a recibir reembolsos en especie”.

³³ De este modo los inversores pueden adoptar decisiones informadas: véase Financial Services Authority, *Implementing MiFID's best execution requirements*, Discussion Paper, 06/3, mayo 2006, p. 9.

La información debe suministrarse con antelación suficiente a la decisión de invertir, con el fin de que el inversor pueda asimilarla y si lo desea, acudir a asesores financieros independientes para valorarla. El consentimiento informado para que el intermediario realice operaciones en el mercado de valores es revocable en cualquier momento. La carga de la prueba de haber informado al inversor corresponde al intermediario. Es el intermediario quien tiene la organización profesional para conservar las comunicaciones. Descargar en el inversor la prueba de no haber recibido la información sería poco equitativo, por ser la prueba de un hecho negativo y constituir, por lo tanto, una prueba diabólica. La infracción del deber de informar constituye un incumplimiento a la diligencia debida por el profesional en la prestación del servicio de inversión y una infracción a las normas de conducta del mercado de valores.

III.3. Derecho del inversor al secreto profesional del intermediario

La información personal del inversor está sometida a reserva y los prestadores de servicios de inversión deben salvaguardarla. La relación financiera, que comienza con la identificación del cliente y de su situación económica y da normalmente lugar a la realización de numerosos contratos, determina que las entidades financieras dispongan de una completa información personal y económica de su clientela. Esta información, recibida de los clientes, es confidencial y está protegida por el secreto profesional.³⁴ La entidad financiera tiene obligación de guardar en secreto todos los datos concernientes a su clientela. El derecho del cliente a la discreción genera la obligación de la entidad financiera de guardar secreto.

El cliente de la entidad financiera dispone de un derecho de protección de su esfera económica privada. Es un aspecto de la protección del libre desarrollo de la personalidad y a la intimidad reconocidos en los textos constitucionales.³⁵ Desde la ordenación del mercado, el incumplimiento del deber de secreto profesional constituye una infracción grave a la ordenación financiera.³⁶ A su vez, desde la perspectiva del Derecho privado, el cliente tiene derecho a ser reparado cuando se lesiona la confidencialidad.

En particular, las entidades financieras están obligadas a guardar reserva de las informaciones relativas a los saldos, posiciones, transacciones y demás operaciones de sus clientes sin que las mismas puedan ser comunicadas a terceros o ser objeto de divulgación.³⁷ Se exceptúan del deber de secreto profesional las informaciones respecto de las cuales el cliente o las leyes permitan su comunicación o divulgación a terceros o que, en su caso, les sean requeridas o hayan de remitir a las respectivas autoridades de supervisión. En este caso, la cesión de la información deberá ajustarse a lo dispuesto por el propio cliente o por las leyes. Para informar sobre un cliente, el prestador de servicios de inversión

³⁴ Véase en general sobre el secreto bancario, cuyos principios son comunes al secreto profesional de los prestadores de servicios de inversión: María José Azaustre Fernández, *El secreto bancario*, Barcelona, 2001.

³⁵ Véase los arts. 10.1 y 18.1 de la Constitución Española.

³⁶ Véase en Derecho español, la Disposición Adicional 1.a) de la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

³⁷ Véase DA 1.a) de la LDIEC.

requiere contar con su consentimiento expreso. Todo contrato financiero lleva implícito un pacto de discreción, derivado de la relación de confianza que lo sustenta.

IV. Obligaciones del inversor

El inversor tiene también obligaciones en relación con su participación en el mercado de valores. Entre otras, es sujeto pasivo de las normas de prevención del abuso de mercado y asume el deber de lealtad y de colaboración en sus relaciones con el prestador de servicios de inversión.

IV.1 Obligación de prevenir el abuso de mercado

El inversor debe cumplir las normas de prevención del abuso de información. En particular está obligado a cumplir las normas que prohíben el uso de información privilegiada. La prohibición de aprovechamiento de información privilegiada se aplica con independencia de si dicha información se ha obtenido por la condición de ser alto cargo del emisor, por participar en su capital, o por tener acceso a dicha información debido al trabajo, profesión o funciones desarrolladas. No obstante, el iniciado debe ser consciente del carácter privilegiado de la información, pues la prohibición se aplica sólo cuando la persona que posea la información «sepa o hubiera debido saber que se trata de esa clase de información».³⁸

También debe cumplir el inversor las normas de revelación de información relevante. Cuando tengo conocimiento de hechos o decisiones sensibles para la cotización de los valores debe comunicarlas al mercado, salvo que exista un interés legítimo en mantenerlas reservadas. Por ejemplo, los accionistas deben informar a los emisores de la adquisición de participaciones significativas de forma que puedan mantener informado al público.³⁹ Esta información debe permitir que los inversores adquieran o enajenen acciones con pleno conocimiento de los cambios en la estructura de los derechos de voto.⁴⁰ Luego se trata de un deber de los inversores que adquieren participaciones significativas destinado a proteger al público inversor. Hay un deber de comunicar las participaciones significativas y un correlativo de derecho del público inversor a ser informado de los cambios significativos en el accionariado de las sociedades cotizadas.

Además el inversor, como los demás participantes en la negociación, tiene prohibida la manipulación del mercado. La transparencia en el mercado y la correcta formación de los precios se ve lesionada cuando se manipula el mercado, falseando el proceso de libre formación de los precios o divulgando información falsa o engañosa.

³⁸ Véase art. 81.2 de la LMV.

³⁹ Véase, el art. 53 de la LMV, y el art. 9 de la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado

⁴⁰ Véase el considerando segundo del preámbulo de la Directiva 2004/109/CE.

IV.2. Obligación de lealtad y colaboración

El inversor tiene un deber de lealtad con el intermediario que le presta los servicios financieros. La prestación de servicios financieros da lugar a contratos basados en la confianza. En estos contratos el cliente tiene un deber de lealtad y de veracidad ante el prestador del servicio. Hay un deber de información del cliente frente al intermediario. Debe informar sobre su situación patrimonial y sobre su perfil inversor. Este deber de información del cliente es correlativo al deber del intermediario de conocer al cliente. (*know your customer*). Cuando los datos erróneos hayan inducido al intermediario a prestar el servicio, podrá el intermediario cancelar anticipadamente la prestación del servicio. El incumplimiento del deber de informar obliga a indemnizar los daños y perjuicios.

Los inversores deben proveer al intermediario de la información necesaria para su correcta identificación como cliente, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer por parte del intermediario.

V. A modo de conclusión

De las reflexiones anteriores podemos concluir que en estos momentos el inversor carece en la ordenación del mercado de valores de un estatuto que identifique y sistematice sus derechos y obligaciones. El inversor goza, como usuario de servicios de inversión, de la tutela del derecho de los consumidores y, al mismo tiempo, de la protección indirecta que le proporciona la normativa sectorial del mercado financiero. Pero hay que advertir que las normas sectoriales son de carácter administrativo, dirigidas a regular el tráfico financiero. No se orientan por lo tanto a proteger los derechos subjetivos del usuario, aunque a efectos prácticos la normativa sectorial sobre el tráfico financiero contribuya a la protección de los usuarios de los servicios financieros.

En el mercado de valores debe asegurarse la buena conducta del profesional y la actuación de los prestadores de servicios de inversión conforme a la *lex artis*, es decir, conforme a las buenas prácticas del mercado financiero. Pero el estatuto prudencial de los proveedores de servicios de inversión y las normas de conducta de estos profesionales sólo ofrecen a los usuarios cierto grado de protección, pues es una protección indirecta, ya que la finalidad principal de este tipo de normas no es la protección de los usuarios, sino garantizar el correcto funcionamiento del mercado de financiero.

Se debería ir desarrollando un derecho especial del usuario de servicios financieros. Pero hasta que esta especialidad del derecho del consumo no se desarrolle, conviene mantener la doble protección del inversor, la recibida de forma indirecta a través de las normas de conducta del mercado de valores, y la directa, consecuencia de la aplicación de las reglas que protegen a los consumidores y usuarios.

El principio de la protección del inversor impone la búsqueda del “consentimiento informado” del inversor en el momento de adoptar sus decisiones de inversión. De este

modo, se pretende asegurar la libertad y autonomía del inversor en su actuación en el mercado de valores, base sobre la que puede construirse el futuro estatuto del inversor.

Bibliografía

- Andreu Martín, M.^a del M.: *La protección del cliente bancario*, Madrid, 1998.
- Azaustre Fernández, M.^a J.: *El secreto bancario*, Barcelona, 2001.
- Belando Garín, B. *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Civitas, 2004.
- Bonfils, S. *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, París, L.G.D.J., 2005.
- Bonneau, Th. y Drummond, Fr. *Droit des marchés financiers*, París, Economica, 2001.
- Causse, H. "De la notion de consommateur", en AA. VV. *Après le Code de la Consommation, grands problèmes choisis*, París, Litec, 1995.
- Ellinger, E.P.; Lomnicka, E.; Hooley, R.J.A.: *Modern Banking Law*, Oxford, 2002
- Financial Services Authority, *Implementing MiFID's best execution requirements*, Discussion Paper, 06/3, mayo 2006
- Fernández de Araoz Gómez-Acebo, A. "La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores", en *RDBB*, No. 76, 1999, pp. 65-133.
- Galán Cortés, J. C. *El consentimiento informado del usuario de los servicios sanitarios*, Madrid, Civitas, 1997, *passim*.
- Kripke, H. "The Myth of Informed Layman", en *The Business Lawyer*, No. 28, 1973, pp. 673 y ss.
- Mäntysaari, P. *Comparative Corporate Governance*, Berlin-Heilderberger, Springer, 2005.
- Sánchez Andrés, A. "La protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones", en *RDBB*, No. 75, 1999, pp. 111-130.
- Torres Lana, J. A. "Derecho a la información y protección de los consumidores", *Aranzadi Civil* nº 3, 1996, pp. 69-86.
- Zunzunegui, Fernando. *Derecho del mercado financiero*, 3.^a ed., Madrid, Marcial Pons, 2005.
