

Negociación de swaps por cuenta propia

*Fernando Zunzunegui,
Universidad Carlos III de Madrid*

SUMARIO: I. Nociones generales: 1. Régimen jurídico: 1.1. Normas de conducta. 1.2. Excepciones. 1.3. Sobre la obligación legal de ofrecer productos de cobertura. 2. Naturaleza jurídica: 2.1. Asesoramiento. 2.2. Negociación por cuenta propia. 2.3. El swap como negocio de realización. II. Elementos; 1. Objeto: 1.1. Caracteres. 1.2. Modalidades. 1.3. Causa. 2. Sujetos: 2.1. Entidad oferente. 2.2. Cliente. 3. Forma: 3.1. CMOF. 3.2. Confirmaciones. 3.3. Cláusulas abusivas y otras conductas desleales. III. Oferta comercial. IV. Perfección del contrato. V. Contenido: 1. Obligaciones de información: 1.1. Información del producto. 1.2. Información sobre las previsiones. 1.3. Información sobre el coste de cancelación. 1.4. Información sobre las alternativas. 2. Gestión de conflictos de interés. VI. Extinción: 1. Cancelación anticipada. 2. Reestructuraciones. VII. Conclusiones. VIII. Bibliografía.

I. Nociones generales

La permuta financiera o swap es un contrato diferencial sobre la evolución de un tipo de referencia. Es un negocio en el que la prestación diferencial se calcula como margen entre dos flujos financieros, vinculados a un tipo de referencia como el tipo de interés.¹ En los plazos pactados el agente de cálculo calcula el diferencial a pagar por una parte y recibir por la otra. No hay compensación sino cálculo de un diferencial.² Constituyen una elaboración intelectual con relevancia jurídica. Son contratos.

Pero al mismo tiempo son productos, instrumentos financieros, objeto de la prestación de un servicio de inversión. Se trata de derivados OTC (over-the-counter) que no se negocian en mercados organizados. Habitualmente es la banca quien toma la iniciativa y contacta con los clientes para ofrecerles los swaps, en ocasiones, como una condición más para acceder al crédito. La distribución indiscriminada de estos productos, con materialización de los riesgos en pérdidas elevadas, ha generado una conflictividad hasta ahora desconocida en las relaciones banco-cliente. Se trata de una venta asesorada en la que el banco diseña y recomienda el producto y lo negocia dando al cliente la contrapartida. Esta operación combina

(*) Destinado para su publicación en *Derecho Bancario y Bursátil*, Fernando Zunzunegui (Dir.), 2ª ed., Colex, Madrid, 2012.

¹ Según el Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF) de la AEB la permuta financiera de tipos de interés (*Interest Rate Swap*) es aquella operación por la cual las partes acuerdan intercambiarse entre sí el pago de cantidades resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un periodo de duración acordado.

² Para la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011, “puede afirmarse técnicamente la existencia de una causa diferencial atípica y única, que sirve a los fines económicos de gestión del riesgo buscando coberturas, a la especulación sobre la evolución del mercado, o al arbitraje (especulación espacial que aprovecha las disfunciones entre mercados); lo que, además, descarta la eventual objeción de juego del artículo 1798 del Código Civil”.

la prestación de dos servicios de inversión, por un lado hay prestación de un servicio de asesoramiento financiero, y, de otro, existe una relación de intermediación que da lugar a la venta de un producto creado por el banco, en una negociación por cuenta propia. Estamos entonces ante una venta asesorada de instrumentos financieros derivados.

Nos encontramos en el ámbito del mercado de valores, en el que se protege al cliente frente al intermediario profesional, condicionando la contratación al previo conocimiento del cliente y a la información suficiente sobre el producto y sus riesgos para que el cliente pueda decidir con conocimiento de causa.³ El incumplimiento de estas obligaciones de información, tanto de las pasivas (*know your customer*), como de las activas (*know your merchandise*), puede determinar, cuando sean esenciales, la nulidad del contrato por error o vicio en el consentimiento.

1. Régimen jurídico

La distribución de swaps entre la clientela bancaria se rige por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores. Los swaps son instrumentos financieros derivados incluidos en el art. 2 de la LMV. Y con la oferta y contratación del swap el banco presta al cliente el servicio de inversión consistente en la negociación por cuenta propia (art. 63.1.c) LMV), en el marco de una relación asesorada (art. 63.1.g) LMV).

Estamos ante la venta asesorada de derivados contratados fuera del mercado oficial, de carácter atípico, que se encuadran según reiterada y constante jurisprudencia en la comisión mercantil, cuyo régimen le resulta de aplicación.⁴ Son actuaciones propias de los servicios de inversión reservados a los bancos y otras entidades financieras habilitadas para ello (arts. 63 y 64 LMV). Son actividades de asesoramiento e intermediación, bajo la modalidad de "negociación por cuenta propia", identificadas en la Ley del Mercado de Valores, pero carentes de un régimen sustantivo.

Subsidiariamente se aplica el Derecho común. Por esta razón, les resultan de aplicación el régimen de la comisión mercantil y, en lo que resulte aplicable, al dar el Banco la contrapartida por cuenta propia en el producto contratado, el de la compraventa mercantil, y subsidiariamente, el régimen del mandato y de la compraventa del Código civil.⁵

³ *"Si ello debe ser así al tiempo de celebrar cualquier tipo de contrato, con mayor razón si cabe ha de serlo en el ámbito de la contratación bancaria y con las entidades financieras en general, que ha venido mereciendo durante los últimos años una especial atención por parte del legislador, estableciendo códigos y normas de conducta y actuación que tienden a proteger, no únicamente al cliente consumidor, sino al cliente en general, en un empeño por dotar de claridad y transparencia a las operaciones que se realizan en dicho sector de la actividad económica, en el que concurren, no sólo comerciantes más o menos avezados, sino todos los ciudadanos que de forma masiva celebran contratos con bancos y otras entidades financieras, desde los más simples, como la apertura de una cuenta, a los más complejos, como los productos de inversión con los que se pretende rentabilizar los ahorros, saliendo al paso de ese modo de la cultura del "dónde hay que firmar" que se había instalado en éste ámbito, presidido por las condiciones generales, y a la que ya aludía el profesor Garrigues en su clásica obra Contratos bancarios."* (SAP Palencia, sección 1ª, de 9 de Febrero del 2012, con cita de otras anteriores).

⁴ Ver, por todas, la STS 20 enero 2003.

⁵ Según dice la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de febrero de 2009, a la operación de mercado se aplican *"las reglas generales sobre los contratos, entre ellas, las que, como derivación del artículo 1.091 del Código Civil, imponían cumplir las operaciones bursátiles en los términos convenidos por los*

La libertad de contratación permite a clientes no expertos en finanzas, contratar derivados para la cobertura de los riesgos derivados de la volatilidad de los tipos de interés a los que están referenciados sus créditos. Pero esta contratación debe realizarse con cautelas dado el carácter aleatorio de los productos derivados.

1.1. Normas de conducta

Es una actividad sometida a las normas de conducta del mercado de valores que regulan la relación con el cliente, recogidas en el primer capítulo del título VII de la LMV. Son normas generales que regulan en especial la contratación de derivados.⁶

Las normas de conducta son normas de disciplina y ordenación del mercado, cuyo incumplimiento da lugar a infracciones administrativas. Pero son normas que también tienen efectos de Derecho privado. Sirven para llenar de contenido la “buena fe” contractual y la diligencia y lealtad que deben mantener las empresas en el mercado (v. art. 57 Ccom). Los bancos que ofrecen swaps, como comisionistas deben “observar lo establecido en las Leyes y Reglamentos respecto a la negociación que se le hubiere confiado” (v. art. 259 Ccom). Las normas de conducta integran la diligencia debida por el profesional en sus relaciones contractuales con los clientes, es decir, su *lex artis*. El banco que incumple su *lex artis* asume una responsabilidad por “culpa leve en concreto” exigible al “comerciante experto”, según doctrina recogida por el Tribunal Supremo.⁷

Según estas normas de conducta, quienes prestan el servicio de negociación por cuenta propia de swaps están obligados a clasificar a sus clientes y a comportarse con diligencia y transparencia en interés del cliente. Se establecen categorías de clientes con el fin de proteger especialmente a los minoristas atendiendo al servicio prestado y a la complejidad del producto. En swaps, productos de naturaleza compleja la protección se intensifica, en particular al concurrir la negociación por cuenta propia, con los conflictos de interés que genera.

El banco debe conocer al cliente y mantenerle permanentemente informado (art. 79 bis LMV). Esta obligación comprende la realización de determinados cuestionarios o test sobre los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos del cliente. A su vez, los derechos y

contratantes y que resultaran de la buena fe, el uso y la Ley - artículos 1.258 del Código Civil, 57 del Comercio y 39 de la Ley 24/1.988-“.

⁶ Por esta razón, debemos acudir por analogía a la normativa sobre inversión colectiva que si contempla la contratación de derivados. De tal modo que la Orden de 10 de junio de 2007, sobre operaciones de las IIC en instrumentos financieros derivados, sirve de orientación para fijar la conducta debida por el intermediario cuando coloca productos derivados OTC entre su clientela no cualificada. Según esta Orden, en ningún momento se “deben utilizar instrumentos distintos a los de cobertura” (art. 2.5) y las operaciones “podrán quedar sin efecto en cualquier momento”. Para asegurar el cumplimiento de este último requisito, los bancos “estarán obligados a ofrecer diariamente y en firme cotizaciones” (art. 4.1.c). Además el banco que ofrezca el producto derivado debe velar por que el cliente cuente con “expertos con probada experiencia en la materia”, tenga un “conocimiento profesional cualificado” y pueda “llevar a cabo un seguimiento permanente de los compromisos adquiridos” (art. 6). Estas son algunas de las cautelas que la ley exige a los bancos para colocar swaps a Instituciones de Inversión Colectiva, y que sirven de criterio interpretativo para fijar la conducta debida por el banco cuando coloca swaps a clientes no cualificados.

⁷ Ver, por todas, STS 20 de enero de 2003.

obligaciones de las partes deben ser recogidos en contratos incorporados a un registro (art. 79 ter LMV).

El incumplimiento de las normas de conducta obliga a indemnizar, y, en aquellos casos en que se incumplan obligaciones esenciales al contrato de intermediación pueden determinar la nulidad o resolución del contrato con obligación de restituir al cliente en su situación anterior a la colocación del producto.⁸

Del incumplimiento de las normas de conducta, deberes de naturaleza administrativa de carácter imperativo, cabe derivar la nulidad del contrato cuando analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico (STS de 22 de diciembre de 2009).⁹ Dependiendo del caso concreto, los incumplimientos esenciales de las obligaciones profesionales pueden ser suficientes para considerar nulo el contrato por vicio en el consentimiento,¹⁰ falta de determinación del objeto,¹¹ inexistencia de causa,¹² y por violación de normas imperativas¹³.

⁸ Según dice la sentencia de 24 de junio de 2010, de Juzgado de Primera Instancia núm. 7 de Gijón, “en el caso de que el Banco haya infringido una normativa que le exige que se comporte, de manera inexcusable, de una determinada manera con sus clientes, y alguno de ellos sufriera un perjuicio por dicha omisión, ya sea negligente o dolosa, estaría justificado el reproche civil, que podría ser considerado como causa de un error invalidante del consentimiento prestado”.

⁹ La irregularidad cometida es incompatible con el acto civil llevado a cabo, cuando frustra la finalidad perseguida por la norma administrativa, esto es, garantizar que el producto contratado sea el adecuado para la finalidad perseguida por el cliente. Esa apreciación no debe hacerse desde la perspectiva actual sino desde la correspondiente al momento de contratación del producto. También se considera que si la entidad de crédito hubiera cumplido sus obligaciones legales y reglamentarias, el resultado hubiera sido distinto desde la perspectiva de la decisión por parte de la actora de contratar el producto, pues no lo habría contratado (véanse SSAP Barcelona, civil, sección 15 del 26 de Enero del 2012, y de 26 de enero de 2011).

¹⁰ Numerosas sentencias han declarado la nulidad de un contrato de permuta financiera por existencia de un error en el consentimiento del cliente inducido por el banco. Así, por todas, véase la sentencia 83/2010, del JPI núm. 1 de Ourense, según la cual: “Dada la peculiaridad, complejidad y en muchas ocasiones carácter novedoso de algunos productos bancarios, la omisión por parte de la entidad bancaria en el suministro de información o el carácter deficitario de la suministrada conlleva que el cliente haya adquirido una noción incorrecta del producto y del coste económico que el mismo le va a suponer, por lo que el consentimiento prestado nace viciado y permite anular el contrato si el error recae sobre elementos esenciales del contrato, sin que pueda invocarse, como hace la demandada, la omisión por parte del cliente de la diligencia contractual exigible, es decir que el error es inexcusable, ya que la propia complejidad de los productos que las entidades diseñan y ofrecen a sus clientes hacen difícil que el cliente minorista pueda con una diligencia media o regular vencer el error”.

¹¹ La SJPI de Burgos 33/2010, de 12 de febrero de 2010, señala que “existirá objeto cierto cuando en el contrato queden definidos los derechos y obligaciones que asumen las partes a resultas del contrato, y con ello las prestaciones que deben realizar y las que tienen derecho a recibir de la contraparte, y ello sin que la fijación de tales derechos y obligaciones pueda quedar a la futura determinación por una de las partes contratantes”.

¹² Por carecer de sentido económico: según Díez Picazo, el contrato debe dar cauce a unos intereses reputados lícitos por el ordenamiento jurídico y producir unos resultados que también sean conformes con el citado ordenamiento, de tal modo que la asimetría en el conocimiento del riesgo puede determinar la nulidad de la operación, no sólo por error en el objeto, sino incluso por falta de causa o *corrispectivo* conocido por uno de los contratantes, que además no es profesional del mercado (véase Javier Ibáñez, *Opciones normalizadas*, Dykinson, 1999, págs. 103-211).

1.2. Excepciones

Existe una excepción a estas obligaciones de información y de registro, pero no se aplica a la oferta de swaps. Según lo dispuesto en el art. 79 quáter de la LMV: *“Lo dispuesto en los dos artículos anteriores no será de aplicación cuando se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a estándares europeos comunes para entidades de crédito y para la actividad de crédito al consumo, referentes a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información.”* La aplicación de esta excepción se condiciona al cumplimiento de dos requisitos, por un lado, que se ofrezca el servicio de inversión “como parte de un producto financiero”, y de otro, que esté sujeto a otras disposiciones europeas de contenido equivalente.

El primer requisito puede concurrir en aquellos casos en que el swap venga asociado a un préstamo o crédito bancario al cual sirva de cobertura. Pero para que se cumpla el segundo requisito de la excepción es necesario que existan otras disposiciones europeas de contenido equivalente desde el punto de vista de la protección al cliente. Y tales disposiciones no existen. No hay en materia de swaps de cobertura normas comunitarias o a estándares europeos referentes a la valoración de riesgos o a los requisitos de transparencia que justifiquen la aplicación de esta excepción. Por lo tanto, a los swaps y demás instrumentos financieros siempre se les aplican las obligaciones de información y registro prevista en los artículos 79 bis y 79 ter de la LMV. Esta laguna se ha querido colmar con el art. 24.1 de la Orden EHA/2899/2011, sobre Información adicional sobre instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés, pero esta norma no cumple las exigencias del art. 79 quáter de la LMV, dado que es un régimen ajeno a la normativa o estándares europeos, y además, no incluye un régimen de protección al cliente equivalente al que se recoge en los artículos 79 bis y 79 ter de la LMV. Por ejemplo, el ámbito de la Orden EHA/2899/2011, son las personas físicas (art. 2.1), frente al concepto más amplio de “cliente” utilizado en la LMV, que comprende tanto a las personas físicas como a las jurídicas.

Sin embargo, en un exceso de funciones, la CNMV y el Banco de España, publicaron, el 20 de abril de 2010, una nota conjunta en la que consideran que a los swap de cobertura no se les aplican las normas de conducta de la LMV. Su objetivo es fijar un criterio para repartirse la competencia entre los servicios de reclamaciones de estos organismos en materia de swaps. Pero la forma en que está redactada apunta a un deseo de fijar un criterio útil para que los jueces sepan cuándo aplicar la excepción prevista en el art. 79 quáter de la LMV.

¹³ Por infringir normas imperativas y prohibitivas del mercado de valores (art. 6.3 CC). En este sentido la sentencia del Tribunal Supremo 834/2009, de 22 de diciembre de 2009, fundamenta la nulidad del contrato financiero por incumplimiento de las obligaciones de transparencia, claridad y sencillez, que afectan al consentimiento y lo vician, considerando que: *“No es aceptable la afirmación de la parte recurrente en el sentido de que la infracción de normas administrativas no puede dar lugar a la nulidad de un contrato, pues esta Sala, en aplicación del artículo 6.3 CC, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia e invalidez (STS de 25 de septiembre de 2006) y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto (STS de 31 de octubre de 2007).”*

No obstante de considerarse, como hacen los supervisores españoles, que se dan los requisitos para aplicar a la oferta de swaps la excepción del art. 79 quáter de la LMV, hay que señalar que dicha excepción solo afecta a las obligaciones de información y registro recogidas en los artículos 79 bis y 79 ter de la LMV, y no alcanza al resto de las normas de conducta. Luego aun en ese caso, el banco deberá cumplir las obligaciones de diligencia y transparencia del art. 79 de la LMV y las de clasificación de clientes del art. 78 bis de la LMV.

Además, la excepción no se aplicaría en ningún caso a los contratos celebrados con antelación a la entrada en vigor del art. 79 quáter, añadido por la Ley 47/2007.¹⁴

1.3. Sobre la obligación legal de ofrecer productos de cobertura

Según dispone el art. 19 de la Ley 36/2003, de reforma económica, las entidades de crédito deben ofrecer *“a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés”*, con el fin de *“atemperar la exposición de los prestatarios a los riesgos de tipos de interés, propios del mercado financiero”*, en los préstamos para la adquisición de vivienda. Según continua diciendo este mismo precepto: las *“características de dicho instrumento, producto o sistema de cobertura se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios, dictadas al amparo de lo previsto en el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de crédito”*, en concreto en la Orden de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, para la adquisición de vivienda, hasta su derogación por la Orden EHA/2899/2011, que prevé recoger la información sobre la cobertura en un anexo a la Ficha de Información Personalizada.¹⁵

La obligación de este artículo se concretaba en ofrecer a quienes solicitaran préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda, reglamentados por la Orden de 5 de mayo de 1994, un *“instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés”*. A partir de la entrada en vigor de la Orden EHA/2899/2011, podrá argumentarse que la obligación se ha extendido a todos los préstamos hipotecarios.

Nada dice el precepto que deba ser un swap el instrumento ofrecido. De hecho hay otros instrumentos que cumplen más fielmente el mandato legal como la compra de una opción (*cap*), a cambio del pago de una prima. Y de ofrecerse un swap habrá que advertir al cliente que hay otros instrumentos que ofrecen una mejor cobertura, y que el swap tiene el riesgo de tener que asumir pagos cuando bajen los tipos, y que la cancelación anticipada en esas circunstancias tiene un coste que puede ser muy elevado.

2. Naturaleza jurídica

En la negociación por cuenta propia de swaps concurre la prestación de dos servicios de inversión, el de asesoramiento y de negociación por cuenta propia.

¹⁴ A los que se les aplican las normas de conducta de la LMV entonces vigentes y su desarrollo reglamentario realizado por el Código General de Conducta anexo al RD 629/1993.

¹⁵ La banca durante años desatendió este mandato. Fue con el despertar de la crisis en el verano de 2007 cuando se comercializan de forma generalizada los swaps, y en muchos casos sin que existiera el mandato, al no estar el swap vinculado a un préstamo hipotecario para la adquisición de vivienda.

2.1. Asesoramiento

La existencia de asesoramiento se presupone en la contratación de derivados OTC como los swaps. Esta presunción se justifica por la especificidad del objeto y el carácter personalizado de la oferta.

La banca ofrece los instrumentos financieros derivados, entre los que se encuentran swaps combinados con opciones, como productos a medida. Este tipo de ofertas presupone el diseño de un producto complejo idóneo para el cliente. En estos casos, el cliente, salvo que se trate de una gran empresa con departamento de tesorería, carece de la cualificación y medios para negociar con el banco el contenido del producto. Necesariamente debe confiar en la oferta personalizada del banco, que se convierte por la naturaleza del producto y la forma en que se comercializa, en su asesor financiero. Hay que tener en cuenta que el cliente, en el ámbito de los derivados OTC, es una persona vulnerable, sin conocimientos y cualificación para tomar sus propias decisiones.¹⁶

Desde la perspectiva del cliente hay un riesgo de mal asesoramiento y deslealtad, de que le ofrezcan productos de cobertura que resultan ser de especulación, o incluso de fraude cuando el producto no cumple una función ni de cobertura ni de especulación. De tal modo que, ante la falta de información del carácter especulativo del producto, el cliente puede, al amparo de la Ley del Mercado de Valores y de su desarrollo reglamentario, dirigirse frente al banco oferente, como asesor y vendedor del producto, para que asuma su responsabilidad por no haberle informado en el momento de la contratación de las características esenciales del producto, en particular por no informar de que estaba adquiriendo un producto especulativo que no cubría sus necesidades de cobertura y de que tal posición especulativa creaba al cliente un riesgo que amenazaba su estabilidad patrimonial. De haber sabido lo que contrataba y sus riesgos jamás lo habría contratado en una presunción razonable según las reglas del criterio humano. No es razonable, que sin unas ventajas claras alguien arriesgue su estabilidad patrimonial en apuestas cuyo resultado desconoce. De haber sido informado de lo que contrataba, habrían podido adoptar una decisión informada, fundada en las verdaderas características de lo que adquiriría. Actuando de ese modo el banco habría privado al cliente de la oportunidad de contratar con conocimiento de causa y por esta razón puede considerarse que existe una relación causal entre la actuación del banco incumpliendo obligaciones esenciales del contrato de venta asesorada del swap y el daño ocasionado al cliente.

2.2. Negociación por cuenta propia

En la contratación de swaps el intermediario que ofrece el producto puede dar la contrapartida al cliente o acudir al mercado para cerrar la operación. Pero lo habitual es la prestación del servicio tenga lugar mediante la negociación por cuenta propia.¹⁷

¹⁶ Según dice el Tribunal Supremo, en un reciente caso de mal asesoramiento financiero: *“los encargos conferidos por los ahorradores a la entidad demandada, están en función de la complejidad de los mercados de valores que, prácticamente, obliga a los inversores a buscar personas especializadas en los referidos mercados que les asesoren y gestionen lo mejor posible sus ahorros”* (STS de 20 de enero de 2003).

¹⁷ Servicio de inversión identificado en el literal c) del art. 63.1 de la LMV: *“La negociación por cuenta propia”*. Dada su especialidad, la doctrina se propone añadir a la lista de servicios de inversión, para mayor claridad, como ya se ha hecho con la gestión de sistemas multilaterales de negociación, el

El intermediario presta un “servicio”, dando un valor añadido al cliente. No se trata de la simple conclusión de un contrato, sino de la intervención de un profesional, con los medios necesarios para valorar los riesgos y hacer un seguimiento de las posiciones contratadas. De hecho, el estudio de las necesidades del cliente, el diseño de la operación y la comercialización dirigida a determinados segmentos de clientela, son indicios de que se está prestando un servicio de inversión.

Es un servicio de inversión cuya causa es la del mandato. El banco que ofrece y contrata el swap es un comisionista, en una negociación por cuenta propia. No hay causa de cambio propia de la compraventa. Sin embargo la experiencia reciente demuestra que la banca se ha comportado más como vendedor que como mandatario. Desde esta perspectiva invocan en sede contenciosa el *caveat emptor*,¹⁸ olvidando su función de comisionista.¹⁹

El banco es un intermediario que presta un servicio de acceso al mercado actuando por cuenta y en interés del cliente. Tiene prohibido actuar en interés propio, en conflicto con el del cliente, bajo sanción por violación del art. 79 de la LMV, según lo dispuesto en el art. 99 z) bis de la citada Ley.

Se trata de una autoentrada del comisionista en la que el banco intermediario actúa de vendedor en la ejecución del encargo. En contra de lo dispuesto en el art. 267 del Código de comercio vende de su cartera lo que el cliente manda comprar. En lugar de ir al mercado a buscar el mejor producto, en las mejores condiciones, de los disponibles en el mercado se limita, generando un conflicto de interés, a colocar un producto propio, creado por el propio banco. Esta autoentrada queda condicionada a la mejor ejecución de la operación de conformidad con su política de ejecución de órdenes y a la comunicación al cliente del conflicto que supone la autoentrada del comisionista.

Según dispone el art. 79 sexies de la LMV, los prestadores de servicios de inversión están obligados a “adoptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento relevante para la ejecución de la orden”. Esta obligación rige para la negociación por cuenta propia de swaps. El banco prestador del servicio sólo puede dar contrapartida con un producto propio cuando dicha ejecución suponga la mejor ejecución de la operación. De tal modo que si en el mercado puede encontrarse una mejor contrapartida debe ser esta la elegida. Por esta razón, la negociación por cuenta propia de swaps con simultánea contratación de operaciones espejo por parte del banco que da la contrapartida, con un margen no comunicado al cliente puede generar la responsabilidad del banco prestador del servicio. En estos casos, lo correcto, conforme a la obligación de mejor ejecución sería cerrar la operación directamente entre el cliente y el tercero que ofrece la operación espejo, cobrando el banco prestador del servicio la

servicio de “negociación de derivados OTC”. Cfr. Antoine Gaudemet, *Les dérivés*, volumen 22 de Recherches juridiques, Economica, 2010, pág. 224.

¹⁸ “A cuidado de comprador”, es decir que el comprador contrata a su riesgo y debe velar por la calidad del producto.

¹⁹ Cfr. Daniele Maffei, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011, pág. 233 y ss.

comisión de intermediación publicada en el folleto de tarifas. De este modo se evitaría “multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente”.²⁰

Contratado el swap, el banco continúa vinculado con el cliente como prestador del servicio de inversión de negociación por cuenta propia. Debe realizar un seguimiento del producto, con una valoración continua que permita avisar al cliente ante una evolución desfavorable que amenace con multiplicar las pérdidas. No olvidemos que estamos ante productos derivados que ante ligeras variaciones de los subyacentes, en un efecto leva, multiplican las pérdidas. Este seguimiento y los correspondientes avisos deben hacerse en interés del cliente, que es el interés que debe ser protegido en la relación de intermediación.

De hecho, la banca realiza un seguimiento diario de las posiciones y propone continuas reestructuraciones, aunque no siempre lo haga en interés del cliente como veremos más adelante.

2.3. El swap como negocio de realización

El swap es el negocio de realización del encargo recibido. Una cosa es el servicio de inversión o de intermediación y otra su objeto, la compraventa de un swap. El estudio del swap como objeto del encargo debe hacerse desde esta perspectiva contractual, a saber, el servicio de inversión consistente en la negociación por cuenta propia del swap.

II. Elementos

1. Objeto

El swap es el negocio de realización del servicio de inversión. Es el objeto del encargo. Es un derivado financiero, que nace de la capacidad de los expertos financieros de identificar y valorar riesgos, con la finalidad de transferir un riesgo de precio.²¹ Frente a los valores negociables que reflejan un derecho de crédito preexistente, los swaps, como el conjunto de los derivados, son contratos.

Los swaps son instrumentos financieros derivados incluidos en el ámbito de la LMV (art. 2). Su contratación cuando constituye el objeto de la prestación de un servicio de inversión es una actividad reservada a favor de entidades financieras habilitadas para prestar dicho servicio. En este sentido pueden negociar swaps las sociedades de valores, las agencias valores, las sociedades gestoras de cartera y las entidades de crédito.

Pese a su presentación habitual como “protección frente a la subida de tipos de interés”, es un genuino derivado especulativo, de naturaleza aleatoria (art. 1790 CC).²²

²⁰ Según decía en su redacción originaria el art. 80 b) de la LMV.

²¹ Véase Antoine Gaudemet, *Les dérivés*, volumen 22 de Recherches juridiques, Economica, 2010, pág. 64 y siguientes; quien considera que los derivados son en si mismos fuente de riesgos para las partes y para terceros, pudiendo afectar a la estabilidad del mercado, pues en los derivados “el riesgo de contrapartida muta en riesgo sistémico” (pág. 290).

²² Para la mejor doctrina, la causa del contrato es la gestión o compromiso de negociación sobre el riesgo de mercado u oscilación de precio subyacente [cfr. Javier Ibáñez, *Opciones normalizadas*, Dykinson 1999, pág. 103-211, y Juan Ignacio Sanz Caballero, *Derivados financieros*, Madrid 2000, pág. 407 ss.].

En el swap, como destaca Olivencia, las obligaciones asumidas por las partes no están determinadas en el momento de su conclusión, sino que son determinables en función de los criterios establecidos por las partes por referencia a las oscilaciones futuras de tipos de interés, dentro de ciertos límites cuantitativos.²³ Los cálculos se realizan sobre un notional, en principio, tratándose de un producto de cobertura, el principal del préstamo.²⁴

1.1. Caracteres

Según Olivencia el swap es un “contrato atípico, consensual, aleatorio, bilateral, sinalagmático, con prestaciones recíprocas a cargo de ambas partes, pagaderas en plazos determinados y, por tanto, de duración”.²⁵ Es según este autor un contrato de cambio financiero en el que la «alea normal», o riesgo derivado de las oscilaciones del mercado, se introduce en el negocio como «alea convencional», pero el contrato continúa poseyendo una naturaleza o estructura conmutativa y no aleatoria.²⁶

Los swaps son contratos a plazo que, como tales, incorporan un elemento aleatorio. Pero no constituyen una apuesta a la que se aplique la excepción de juego del art. 1801 Código civil.²⁷

Vamos a detenernos en aquellas características más relevantes desde la perspectiva aquí estudiada, del swap como objeto de un servicio de inversión, a saber, la autonomía, complejidad y alto riesgo de este tipo de instrumentos.

²³ Sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes (art.1273 del C.c.). Cfr. Manuel Olivencia Ruiz, “Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses”, *RDBB*, núm. 120, octubre 2010, pág. 42.

²⁴ El notional es una idea, base de cálculo del swap, que no debe ser utilizado para determinar la cuantía del procedimiento judicial. Por esta razón, llama la atención la polémica que ha creado el Tribunal Supremo, al dictar autos contradictorios en esta materia, para admitir o denegar el acceso a la casación por la cuantía, según sea o no considerado el notional del swap (Edmundo Rodríguez Achútegui, “El contrato de SWAP y el recurso de casación”, *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 5/2011, Editorial Aranzadi, Pamplona. 2011).

²⁵ Manuel Olivencia Ruiz, “Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses”, *RDBB*, núm. 120, octubre 2010, págs. 41 y 42. Para la sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 18 de enero de 2001, los swaps son “*contratos atípicos, pero lícitos al amparo del art. 1.255 C.C. y 50 del C. Comercio, importados del sistema jurídico anglosajón, caracterizado por la doctrina como consensual, bilateral, es decir generador de recíprocas obligaciones, sinalagmático (con interdependencia de prestaciones actuando cada una como causa de la otra), de duración continuada y en el que se intercambian obligaciones recíprocas.*” A su vez la sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 14 de abril de 2011 lo califica de “*contrato principal, atípico, bilateral, sinalagmático y aleatorio, en el que las partes quedan obligadas a intercambiar los pagos que resulten por aplicación de los tipos de interés recíprocamente pactados al nominal de referencia, y mediante la fórmula de la compensación, durante los períodos que se establezcan hasta el vencimiento del contrato.*”

²⁶ La contraprestación de los pagos en la llamada permuta financiera para cada una de las partes es, precisamente, la obligación de la otra parte de realizar sus propios pagos (*Ibidem*).

²⁷ Según el cual el que pierde en un juego o apuesta de los no prohibidos queda obligado civilmente, si bien “*la Autoridad judicial puede no estimar la demanda cuando la cantidad que se cruzó en el juego o en la apuesta sea excesiva, o reducir la obligación en lo que excediere de los usos de un buen padre de familia.*”

a) Autonomía

El swap es un contrato independiente que se abstrae del contrato que está en su origen, con una abstracción pura, que va más allá de la oponibilidad de excepciones.²⁸ No es un contrato accesorio que siga la suerte del préstamo al que sirva de cobertura. El cliente puede cancelar anticipadamente la financiación y el swap, por este mero hecho, no se cancela. La autonomía del swap entraña un riesgo para el cliente que debe ser advertido. De otro modo puede pensar que se trata de una cobertura equivalente a un seguro que, como tal, puede ser cancelada en cualquier momento sin coste alguno.

Luego, el cliente debe ser avisado de que se trata de un producto autónomo, independiente del préstamo al que sirve de cobertura, y que mantiene su vigencia aunque se cancele el préstamo. Debe ser avisado de que puede generar pérdidas elevadas y de que en caso de cancelación anticipada puede verse obligado a pagar una cantidad elevada resultado de la actualización de la previsión de cargos hasta el vencimiento.

b) Complejidad

Los swaps son instrumentos financieros derivados de elevada complejidad, cuya negociación queda reservada a las relaciones interbancarias. Están recogidos, bajo la denominación de permutas, entre los instrumentos derivados en el art. 2.2 de la LMV, y como tales, calificados de «complejos» por el art. 79 bis de la citada Ley.²⁹

La complejidad de estos productos determina que sólo un profesional financiero que tenga los medios de acceso a la información de los mercados, en especial de la volatilidad, pueda valorarlos y hacer un seguimiento del producto.

En la contratación de los instrumentos financieros derivados y en particular los swaps existe una asimetría informativa más elevada que en la contratación de valores negociables por su complejidad, por su iliquidez y por la falta de transparencia que rodea su contratación. De tal modo que su contratación por un cliente minorista presupone la confianza en el intermediario como su asesor financiero. Es un claro ejemplo de la vulnerabilidad del cliente frente al profesional.

c) Alto riesgo

Los swaps son instrumentos de alto riesgo, productos “rojos” en la terminología de la industria, que solo se pueden ofrecer a empresas capaces de comprender los riesgos. Son derivados que pueden generar importantes pérdidas en caso de una evolución desfavorable del tipo de referencia. La pérdida se verá reflejada en las liquidaciones periódicas y, en caso de solicitar la cancelación anticipada, en el precio que hay que pagar para quedar liberado, actualizando a través de complejas formulas las previsiones de futuras liquidaciones hasta el vencimiento del contrato.³⁰

²⁸ Como la que existe en los títulos-valores o las garantías autónomas.

²⁹ En concreto en el apartado ii) del inciso final del número 8.a) del art. 79 bis de la LMV.

³⁰ Al tratarse una mercancía peligrosa el banco responde de forma objetiva por haber expuesto al cliente a un peligro con ocasión de contrato, para cuya exigibilidad basta que el cliente pruebe el daño causado y el nexo causal entre el daño y la actividad de intermediación. Cfr. Daniele Maffei *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2011, pág. 238.

A su vez, para la banca, se trata de un producto de alto riesgo jurídico, que puede ser invalidado por la falta de equilibrio en las prestaciones o por resultar contrario al orden público económico.³¹

1.2. Modalidades

Los swaps son instrumentos financieros derivados financieros que pueden revestir diversas modalidades. Una de las más habituales es el swap de tipo de interés (IRS) a través del cual las partes se ponen de acuerdo para intercambiar el pago de los intereses devengados por los respectivos empréstitos sin que haya intercambio de principal. El más simple, *plain vanilla*, convierten tipos variables en fijos. Pero la banca ha llegado a ofrecer estructuras de diversos instrumentos financieros que mezclan swaps con opciones (*swaptions*).³² Esta combinación de derivados multiplica el riesgo para el cliente y dificulta la comprensión del producto. En estos casos, el riesgo asociado al producto compuesto por dos o más instrumentos financieros es mayor que el riesgo asociado a cada uno de esos instrumentos individualmente considerados, y por esta razón, el intermediario, según lo dispuesto en el art. 64.4 del Real Decreto 217/2008, debe proporcionar una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos que integran el instrumento financiero en cuestión y una explicación de la forma en que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumenta los riesgos.

1.3. Causa

La causa de los derivados, como función objetiva típica del contrato, es la gestión de riesgos financieros, con independencia de los motivos, de cobertura o especulación, que muevan a las partes.

Para el cliente, la causa subjetiva del contrato, según la oferta recibida del banco, es la cobertura de la financiación ante la subida de los tipos de interés. El cliente contrata una cobertura frente a las subidas de los tipos. Para que esta finalidad se cumpla, el notional y el plazo de swap no podrán ser superiores al del préstamo al que sirven de cobertura. Y dicho notional debe ir reduciéndose en la misma medida que lo haga el préstamo conforme a su tabla de amortización. De tal modo, que aquellos swaps no cumplan estos requisitos, no pueden ser calificados de cobertura.

2. Sujetos

2.1. Entidad oferente

Los swaps pueden ser contratados por cualquier persona física o jurídica. Pero la intermediación profesional está reservada a las entidades autorizadas. La complejidad de estos productos hace que sólo un profesional de las finanzas que tenga los medios de acceso a la información de los mercados, en especial de la volatilidad, pueda valorarlos y hacer un seguimiento del producto.

³¹ Cfr. Emilio Girino, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011, pág. 39.

³² Como dice la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011: “Los proteicos derivados son como mecanos, descomponibles analíticamente en contratos a plazo (*forwards*), opciones o combinaciones de ambos. Si el subyacente es común y coinciden las fechas de los pagos, el swap es un negocio diferencial y es descomponible en una concatenación de *forwards* sobre sucesivas fechas de liquidación.”

La prestación del servicio de inversión que consiste en la negociación por cuenta propia de swaps, con habitualidad y ánimo de lucro, es una actividad reservada a las entidades financieras habilitadas para prestar este servicio.³³ Según lo dispuesto en los artículos 63 y 64 de la LMV sólo las sociedades y agencias de valores y los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, que lo hayan incluido en su objeto social y en el plan de actividades comunicado al supervisor, y hayan obtenido la preceptiva autorización.

2.2. Cliente

El cliente no es la parte débil del contrato, es la parte vulnerable. Frente a la entidad financiera prestadora del servicio, con medios para conocer el producto y gestionar sus riesgos, el cliente es una persona que carece de cualificación para poder adoptar sus propias decisiones. Por esta razón, en interés del cliente y del buen funcionamiento del mercado financiero, se exige al prestador del servicio que clasifique al cliente, que le conozca y lo evalúe con el objetivo de ofrecerle productos adecuados a sus necesidades, previa información de los riesgos asociados a la contratación de los mismos.

a) Clasificación del cliente

Los clientes deben ser clasificados como profesionales o minoristas, contando los minoristas con una protección reforzada.³⁴

Según los criterios cuantitativos fijados en el apartado 3, letra c), del art. 78.bis de la Ley de Mercado de Valores (en adelante "LMV adaptada a la MiFID"), se considera profesional a los empresarios que individualmente reúnan al menos, dos de las siguientes condiciones: 1º. Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2º Que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3º Que sus recursos propios sean iguales o superiores a dos millones de euros. Es una presunción *ius tantum*, que no debe aplicarse cuando el prestador conoce que el cliente carece de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones sobre el producto ofrecido.³⁵ La clasificación de profesional debe hacerse atendiendo al servicio prestado y al tipo de instrumento financiero que va a ser objeto de la prestación del servicio. Empresas que por sus partidas en su balance pudieran ser consideradas como profesionales, pueden carecer de la experiencia y conocimientos para recibir ese tratamiento en materia de derivados. Las entidades pueden asumir que el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios "en cuanto a los productos, servicios y transacciones para los que esté clasificado como cliente profesional".³⁶ Luego para unos productos se puede tener la consideración de profesional, pero para otros, como los derivados, se debe mantener la máxima protección, dado que las empresas no financieras, salvo las multinacionales, carecen de mesas de tesorería con los medios y personal para poder medir y gestionar los riesgos asociados a este tipo de productos.

³³ Véase la respuesta del Banco de Francia a ISDA sobre esta cuestión en: Antoine Gaudemet, *Les dérivés*, volumen 22 de Recherches juridiques, Economica, 2010, pág. 223.

³⁴ Art. 78 bis LMV. Las entidades financieras son consideradas contrapartes elegibles (art. 78 ter LMV).

³⁵ Según la sentencia del Tribunal Supremo Alemán de 22 de marzo de 2011, en un caso de nulidad de un swap contratado por una empresa con participación en las reuniones de una economista, "la calificación profesional del cliente no es suficiente para suponer conocimientos y experiencias en relación con negocios de finanzas, mientras no haya indicios concretos".

³⁶ Art. 72 c) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Todo ello sin perjuicio de que los profesionales por presunción legal “puedan solicitar un trato no profesional” (art. 78 bis.3.IV LMV).

No obstante, hay que destacar, que la clasificación de profesional no supone la desprotección total. El único matiz que se introduce respecto de los minoristas es que a los calificados de profesionales se les presuponen los conocimientos y experiencia. Las obligaciones de diligencia y transparencia se aplican todos los clientes, incluidos los profesionales.³⁷ Además, en caso de mediar asesoramiento, como ocurre en todas las ofertas de swaps en que la iniciativa es del banco, el test de idoneidad también debe hacerse a los profesionales, verificando que el producto es el adecuado a su situación financiera y objetivos de cobertura, y en caso de que el producto no sea idóneo, el banco debe abstenerse de recomendarlo.

Los clientes minoristas son aquellos que, por definición legal, carecen de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (art. 78 bis.2 LMV). En la contratación de instrumentos financieros complejos de alto riesgo como los swaps, se dejan llevar por el criterio del banco que les ofrece el producto, en quién, de forma diligente, siendo conscientes de su incapacidad para descifrar los entresijos de la ingeniería financiera, confían la defensa de sus intereses. El denominado “factor confianza” impulsa al cliente “*a descansar su absoluta confianza en los consejos y asesoramiento recibido*”, circunstancia que excusa no haber “*analizado con exhaustividad el contenido del contrato*”.³⁸

b) Evaluación del cliente

La información del cliente relativa a sus conocimientos y experiencia deber estar permanentemente actualizada, y no vale para acreditar la experiencia una simple inversión puntual anterior.³⁹ A su vez, el haber adquirido con anterioridad otro swap mal asesorado por el banco no determina la existencia de experiencia a los efectos de considerar adecuado el producto.

Tras la evaluación del perfil del cliente el instrumento puede no ser adecuado a las necesidades del cliente. En tal caso el banco debe advertir de la falta de adecuación del instrumento, desaconsejando su contratación. Por su propio carácter estas advertencias no deben recogerse como una condición general más en los modelos de contrato predispuestos por el intermediario. La inclusión de este tipo de condiciones generales puede denotar la mala

³⁷ Así, cuando los clientes “*creían que suscribían un producto de cobertura y se encuentran con que se le ejecuta como si fuese un producto de inversión o especulativo, recayendo sobre la propia esencia contractual al incidir directamente en la causa del contrato, concurriendo los requisitos del art. 1266 del Código civil, por lo que la decisión de su anulación por el Juzgado de primera instancia ha de ser mantenida y ratificada en todos sus extremos. Por ello, en esta tesitura, escasa trascendencia reporta el volumen negocial de las empresas actoras o a calificación de profesional de su representante legal*” (SAP Valencia 22 febrero 2012).

³⁸ Sentencia JPI Amposta de 14 de octubre de 2010.

³⁹ Según la CNMV: “*No obstante, con carácter general, no se considerará razonable presumir la experiencia y conocimientos del cliente si la inversión previa consiste en una inversión puntual, si hubiera transcurrido lapso de tiempo prolongado desde que se realizaron las negociaciones o si la entidad tuviera conocimiento de determinadas circunstancias que pudieran poner de manifiesto que las negociaciones anteriores no eran convenientes*” (Comunicación sobre el Test de Conveniencia, de 31 de octubre de 2007).

fe del banco, que sabiendo que los productos no son adecuados para los clientes, se los recomienda, al tiempo que trata de salvar su responsabilidad por sus incumplimientos mediante un *disclaimer*.

La adecuación del producto al perfil del cliente y a sus objetivos de cobertura no se limita al momento de la contratación, el banco debe mantener una vez contratado el producto una vigilancia continua, y advertir al cliente de aquellos cambios de circunstancias que puedan aconsejar la cancelación o reestructuración del producto.

3. Forma

La negociación por cuenta propia de swaps con clientela minorista requiere utilizar un contrato escrito en el que se concreten los derechos y obligaciones de las partes y demás condiciones en que la empresa prestará el servicio al cliente (art. 79 ter LMV).⁴⁰ Copia de dichos contratos deben incorporarse a un registro interno del intermediario. El incumplimiento de esta obligación de registro constituye una infracción muy grave (art. 99.z.bis LMV).

Se suele decir que frente a los derivados estandarizados, contratados en los mercados oficiales como MEFF, los swaps son contratos a medida contratados fuera de mercado (OTC). Esto es muy relativo, pues los swaps también están estandarizados. De hecho, en su contratación se utiliza el Contrato marco de operaciones financieras (CMOF) elaborado por la Asociación Española de Banca (AEB) siguiendo las indicaciones de la asociación internacional de intermediarios (ISDA –*International Swap Dealers Association*-).⁴¹ Y las “confirmaciones”, donde se recogen las condiciones particulares de cada uno de los productos, son predispuestas por los bancos antes de ofrecerlas a sus clientes. Son las mesas de tesorería de los bancos oferentes quienes concretan los tipos de referencia en el momento de contratar el producto. El cliente, en particular el minorista, nada negocia. Se limita a aceptar las condiciones predispuestas por el banco. Del mismo modo, los cálculos de las liquidaciones periódicas y, en su caso, de la cancelación anticipada, son realizados unilateralmente por el propio banco, actuando como agente de cálculo.⁴² La estandarización tiene como consecuencia natural la reducción del ámbito de la autonomía negocial.⁴³

⁴⁰ Este artículo también obliga a incorporar dichos contratos a un registro. Registro que debe mantenerse mientras dure la relación con el cliente (art. 32.1.II Real Decreto 217/2008). Los derechos y obligaciones de las partes pueden incluirse mediante una referencia a otros documentos o textos legales (art. 75 Real Decreto 217/2008).

⁴¹ Periódicamente atendiendo a los cambios legales, a petición de la Asociación Española de Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), se formulan dictámenes jurídicos sobre conformidad a Derecho de las previsiones del CMOF. Véase Manuel Olivencia Ruiz, “Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses”, *RDBB*, núm. 120, octubre 2010, págs. 9-64.

⁴² Hay una situación de “intrasparencia”, en la que el intermediario “si riserva il potere di determinare unilateralmente le singole prestazioni esecutive dei derivati e, così, l’oggetto del contratto, in maniera non trasparente, data la mancanza di criteri tecnico-finanziari chiari ed attendibili” (Daniele Maffei, *I contratti dell’intermediazione finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2011, pág. 240). No hay un mercado en el cual cerrar las posiciones, la única contraparte posible es el intermediario.

⁴³ Se ha producido una “tipizzazione di prassi” (Emilio Girino, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011, pág. 306), quien considera que en la práctica raramente los derivados se contratan entre sujetos

El proceso habitual para la comercialización de swaps pasa por el estudio y diseño del contrato, oferta personalizada y formalización de la operación. Atendiendo a la oferta de productos en el mercado OTC y en las posiciones propias del banco, el departamento de tesorería diseña los contratos para ofrecerlos a un segmento de la clientela. Fijadas con la asesoría jurídica las condiciones generales de los nuevos productos, se ofrece el producto de forma personalizada como si fuera adecuado a las necesidades de cada cliente o se presenta como una condición necesaria para obtener o renovar la financiación. El cliente en la creencia de que se trata de un producto de cobertura adaptado a sus necesidades o necesario para obtener financiación procede a suscribir el CMOF, si no se había firmado con antelación, y se procede a firmar la confirmación presentada por el banco.

No se firma un contrato marco de prestación de servicios de inversión. El contrato marco que se firma, el CMOF, no cumple los requisitos del art. 79 de la LMV, pues no recoge con claridad los derechos y obligaciones de las partes en la prestación del servicio de inversión que consiste en la negociación por cuenta propia. Por ejemplo, en el CMOF no hay referencias a las obligaciones de diligencia, transparencia e información recogidas en los artículos 79 y 79 bis de la LMV.

Aún en el caso de aceptar la interpretación de la CNMV y del Banco de España de que en la comercialización de swaps se aplica la excepción del art. 79 *quáter* de la LMV, hay que destacar que dicha excepción no alcanza a las obligaciones de diligencia y transparencia recogidas en el art. 79 de la LMV, y el CMOF no las contempla. Según este artículo el banco prestador del servicio debe *“comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios”*. Es más el contenido del CMOF resulta contrario a esta obligación legal, pues contempla a las partes como iguales en una relación de cambio en la que cada una cuida de sus intereses (*caveat emptor*). Luego hay que concluir que el CMOF, como contrato de cambio con contraposición de intereses, es contrario al art. 79 de la LMV, que fija una relación de mandato entre el cliente y el banco, según lo cual el banco debe actuar en interés del cliente.

Según la estipulación 16.6 del CMOF, el cliente declara que actúa por cuenta propia y que para celebrar las operaciones ha realizado sus propias decisiones, estimaciones y cálculos de riesgos, asimismo declara ser capaz de valorar los riesgos de las operaciones, y conocer y aceptar los riesgos. A través de esta condición predispuesta por la asociación de banqueros, y asumida por el banco, el cliente reconoce algo que no se corresponde con la realidad, que tiene la misma cualificación y los mismos medios que el banco para identificar y comprender los riesgos de los instrumentos financieros derivados en que se van a concretar las operaciones, y que sus decisiones son independientes y están al margen de la información recibida del banco. Cuando la realidad es que se trata de un instrumento ofrecido por el banco en el marco de una prestación de servicios, en la que el cliente minorista carece de *“experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”* (art. 78 bis.2 LMV). La relación de intercambio entre profesionales que está en la base del CMOF resulta incompatible con las exigencias legales, propias del mandato, recogidas en la LMV. La sanción es la nulidad del CMOF por ser

privados, siendo un mercado que reposa sobre la presencia de operadores especializados y la necesaria intermediación (pág. 307).

contrario a lo dispuesto en los art 79 de la LMV, precepto imperativo de orden público económico, a tenor de la definición de cliente minorista que se extrae del art. 78 bis.2 de la LMV.

Por lo demás, resulta contrario a los propios actos clasificar al cliente de minorista, por ser incapaz de valorar los riesgos, y a continuación presentarle a la firma un contrato, el CMOF, en el que el cliente manifiesta que es capaz de valorar los riesgos de operaciones sobre instrumentos financieros derivados.

3.1. CMOF

Lo habitual es que el banco presente primero a la firma del cliente el Contrato marco de operaciones financieras (CMOF), y que para contratar cada uno de los swaps se requiera la firma una confirmación, verdadera compraventa del producto, actos autónomos en el marco del CMOF. De hecho cuando se pide la nulidad de un swap lo que se anula es la confirmación. No obstante, debe señalarse que la nulidad de las confirmaciones de swap dejará al CMOF, como un contrato marco vacío e inútil, sin ninguna operación sobre la que desplegar efectos. En cualquier caso, al ser su objetivo la compensación o “*netting*” de las posiciones deudoras y acreedoras de las partes derivadas de sus recíprocas operaciones financieras, tiene escaso efecto sobre la compraventa de un swap, contrato diferencial del cual resulta una posición periódica deudora o acreedora.

El CMOF es un contrato marco pensado para la contratación interbancaria o de la banca con grandes empresas que cuenten con departamento de tesorería. Sirve de marco a las relaciones entre grandes operadores financieros que asumen en sus relaciones financieras posiciones deudoras y acreedoras, con la finalidad de asegurar la compensación, incluso en caso de insolvencia o concurso de una de las partes. Su contenido es extremadamente técnico, para cuya comprensión se requieren elevados conocimientos en finanzas y en regulación mercantil y financiera.

Es modelo sometido a la revisión periódica de expertos juristas desde la perspectiva de la aplicabilidad del *netting* y su eficacia ante el concurso de acreedores, pero dichos dictámenes no se pronuncian sobre el riesgo legal que surge para la entidad financiera de utilizar el CMOF en la contratación con inversores minoristas.

3.2. Confirmaciones

Las confirmaciones son documentos de contenido predispuesto por el Banco que, en un lenguaje técnico, de difícil comprensión por un cliente minorista, recogen los datos técnicos de la operación y, en ocasiones, algunas cláusulas que tratan de excluir la responsabilidad del Banco por mal asesoramiento o falta de adecuación de la operación al perfil y a las necesidades del cliente. Se caracterizan por su opacidad, ambigüedad y tecnicismo, con fórmulas y términos financieros en inglés sólo comprensibles para profesionales de las finanzas.

Las confirmaciones no son actos de ejecución del CMOF. Son contratos autónomos, cuyo contenido se integra con las condiciones generales del CMOF. Con la confirmación surge la relación bilateral entre el Banco, creador y vendedor del producto, y los clientes, compradores. Se trata de una autoentrada del comisionista en la que el Banco no es un puro intermediario al

ser también vendedor del producto que se encarga de comprar por cuenta y en interés del cliente.

3.3. Cláusulas abusivas y otras conductas desleales

En algunos modelos de confirmación utilizados por la banca se recogen cláusulas que tratan de evitar la aplicación de las normas de conducta protectoras de los clientes y, en cualquier caso, se predisponen con el objetivo de excluir la responsabilidad del banco ante eventuales reclamaciones de los clientes. Por ejemplo, cláusulas en las que las partes manifiestan conocer y aceptar los riesgos inherentes o que puedan derivarse de la realización de la operación. Estas cláusulas predisuestas por la entidad, se incluyen sin atender a las circunstancias de cada cliente.⁴⁴

A través de este tipo de cláusulas se pretende disponer de normas de orden público, de carácter imperativo, dirigidas a proteger a los clientes de las entidades financieras. Son cláusulas desleales y engañosas, abusivas en terminología del Derecho de Consumo, que se deben tener por no puestas dado que son contrarias a la buena fe y generan un desequilibrio importante en las prestaciones contractuales.⁴⁵ Son indicios de una actuación desleal que revela un incumplimiento del mandato, en el que siempre debe primar el interés del cliente.

También resulta desleal condicionar la financiación solicitada por el cliente o la renovación de la misma, a la contratación de un producto de cobertura frente a las subidas de los tipos de interés sin advertir de los riesgos del producto, de su autonomía y del coste a pagar en caso de cancelación anticipada.

III. Oferta comercial

En la contratación de swaps la cronología es importante. El diseño del producto, precede a la oferta personalizada, y a la confirmación posterior del cliente. Para colocar estos instrumentos es necesario realizar los estudios previos y conocer al cliente para poder determinar si el instrumento resulta adecuado a sus necesidades. El banco debe abstenerse de ofrecer productos no adecuados a las necesidades de cobertura del cliente.

Pero los hechos probados en las numerosas sentencias que estiman las demandas de los clientes, nos indican que en muchos casos las entidades no cumplieron las cautelas fijadas en la normativa financiera destinadas a prevenir la colocación indiscriminada de este tipo de productos entre la clientela. Los clientes creían estar contratando un producto de cobertura frente a la subida de los tipos de interés, sin ser conscientes del producto que adquirían y de sus riesgos.

⁴⁴ En relación con la inclusión de este tipo de cláusulas, la CNMV ha resuelto que “no se considera adecuado que las órdenes incluyan advertencias genéricas como medio para acreditar el cumplimiento de sus obligaciones de recabar información de los clientes, sin que ello quede justificado por las circunstancias de cada cliente” (Resolución de 17 de febrero de 2010). Y en esta misma línea, la CNMV mantiene en su Memoria de Reclamaciones de 2009, que se considera “incorrecta la inclusión de advertencias genéricas diseñadas por la entidad relativas a la no adecuación del producto y/o a la falta de evaluación de la conveniencia y su utilización indiscriminada. Además este tipo de advertencias debería recogerse de forma separada y requerir una segunda firma del cliente que acredite que, efectivamente, se han tenido en cuenta sus circunstancias personales específicas”.

⁴⁵ A tenor de los arts. 6 y 7 Código civil y 10 bis LGDCU.

Numerosas sentencias consideran que la información recibida del banco era incompleta y sesgada, destacando las ventajas y omitiendo los riesgos del swap, insuficiente para haber podido decidir de forma informada, con conocimiento de causa. Nunca se advirtió en estos casos a los clientes de que el producto podía generar importantes pérdidas y de que éstas eran predecibles atendiendo a las previsiones sobre la evolución de los tipos de referencia en el momento de la contratación, previsiones conocidas por los bancos y ocultadas a los clientes.

IV. Perfección del contrato

La negociación por cuenta propia de swaps requiere la firma de un contrato marco de servicios de inversión que comprenda dicho servicio y, de conformidad con el citado contrato marco, la orden de compra formalizada, al tratarse de una negociación por cuenta propia, en un contrato de permuta financiera suscrito por el cliente con el banco.

El contrato marco es un contrato normativo en el que se recoge el modo en que podrán prestarse determinados servicios de inversión. Los swaps que se firmen en el citado marco contractual son contratos autónomos de mandato.

El swap es un contrato conmutativo, en el que debería partirse en el momento de la perfección del contrato de una equivalencia en las prestaciones. De tal modo que en el momento de contratar el valor del contrato sea cero, equivalente para ambas partes.⁴⁶ El precio de mercado del producto, calculado con las mismas fórmulas que luego se van a utilizar para calcular el precio a pagar en caso de cancelación anticipada, debe ser cero. Sin embargo, la banca ofrece swaps que nacen desequilibrados, por incluir comisiones implícitas no comunicadas al cliente. Al existir estas comisiones a cargo del cliente, la probabilidad de perder dinero en el momento de la perfección del contrato es mayor para el cliente que para el banco. Esta práctica vicia de nulidad la contratación y así lo ha declarado la sentencia del Tribunal Supremo Alemán de 22 de marzo de 2011, quien considera que el banco “*vulnera su obligación de asesoramiento al no haber informado a la demandante de que el contrato recomendado en el momento de la firma tenía un valor de mercado negativo*”, expresión de un grave conflicto de intereses que amenaza los intereses del cliente, al existir el peligro cierto de que el banco diera su recomendación no sólo en interés del cliente. Para esta sentencia es irrelevante el hecho de que los márgenes de ganancias del banco sean los habituales en el mercado, pues lo relevante es que el correcto asesoramiento es puesto en duda al colocar al cliente en un importante riesgo de pérdida en el mismo momento de perfeccionar el contrato. El conflicto no surge porque el banco tenga un beneficio o de la cuantía concreta del margen de beneficio, lo que conduce a la obligación de explicar es únicamente el haber estructurado un producto conscientemente en perjuicio del cliente para obtener un beneficio inmediato. Esto no lo puede saber el cliente, al contrario que los beneficios que se presume que existen.

⁴⁶ Véase la Comunicación de la CONSOB italiana de núm. 9019104, de 2 de marzo de 2009, sobre productos ilíquidos, entre los que se encuentran los swaps y demás derivados que se contratan OTC, según la cual el entramado de precios y costes de este tipo de productos debe ser transparente a los ojos del cliente, con el fin de que la industria fabricante de los productos no se aproveche de la opacidad y altere de forma artificiosa la estructura aleatoria del producto. Véase Emilio Girino, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011, pág. 343-346.

Para la banca la colocación de swaps es una actividad lucrativa. Obtienen márgenes en el momento de la contratación, sin riesgo, al cerrar operaciones espejo para cada una de las posiciones abiertas o mediante una gestión dinámica de los derivados contratados a través de sus mesas de tesorería. Los clientes tienen derecho a conocer estos márgenes para saber la posición que ocupa el banco en la operación y poder comparar precios con otras entidades que ofrezcan el servicio.

El banco oferente debe gestionar el conflicto de interés derivado de su actuación como creador y vendedor del producto en busca de un margen comercial y el interés del cliente en adquirir un producto que cubra sus necesidades de cobertura. Según el art. 70 quáter de la LMV, las “empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés”, y en relación con el cumplimiento de esta obligación “deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés que sea eficaz y apropiada a su organización, destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes.”

No se puede admitir que la banca cobre al cliente un “margen de intermediación”, y mantener al mismo tiempo que el “valor, a la firma del contrato, es equivalente para ambas partes”.⁴⁷ Si hay comisión implícita, hay desequilibrio contractual. Todo ello al margen de la infracción que supone cobrar una comisión sin informar de la misma al cliente.⁴⁸

V. Contenido

1. Obligaciones de información

Como todo empresario que gestiona intereses ajenos el banco que negocia swap por cuenta propia debe proporcionar al cliente toda la información precontractual, de acuerdo con el principio de buena fe contractual y la lealtad en las relaciones comerciales.⁴⁹ Se informa al cliente para que pueda decidir con conocimiento de causa, reduciendo la asimetría informativa que separa al profesional del profano.⁵⁰ Su objetivo es trasladar al cliente los datos esenciales del servicio que se presta y del producto que contrata y de los conflictos de intereses que pueden presentarse, con la finalidad de asegurar la efectiva comprensión de la operación. En materia financiera el deber de informar se convierte en un deber de hacer comprender.⁵¹

⁴⁷ Véase Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pág. 224.

⁴⁸ Según el art. 66 a), del Real Decreto 217/2008, a los clientes minoristas se les debe proporcionar información sobre el “precio total que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados”.

⁴⁹ Cfr. art. 6 Código civil y art. 57 Código de comercio.

⁵⁰ Se trata de “mitigar la asimetría financiera” como dice María de Lourdes Ferrando Villalba, en “SWAP: vicios del consentimiento y anulación del contrato”, *Diario La Ley*, núm. 7523, 3 de diciembre de 2010, pág. 7, para quien estas “obligaciones de información suponen, en muchas ocasiones, que para su adecuado cumplimiento conforme a la buena fe las entidades deban aconsejar a sus clientes, y sobre todo advertirles de los riesgos que corre su patrimonio” (*ibidem*).

⁵¹ Según el Servicio de reclamaciones de la CNMV, “las entidades, que son las que diseñan los productos y las que los ofrecen a su clientes, deben realizar un esfuerzo adicional, tanto mayor cuanto menor sea el nivel de su formación financiera de su cliente, a fin de que este comprenda, con ejemplos sencillos, el alcance de su decisión, y estime si esta es adecuada, o si le va a poner en una situación de riesgo no deseada” (Resolución del Servicio de Reclamaciones de la CNMV de 24 de junio de 2009). A su vez para

El prestador del servicio debe informar del instrumento ofrecido y del servicio que presta. En materia de swaps resulta muy importante informar del servicio que se presta, pues se trata de una negociación por cuenta propia en la que el oferente ha diseñado el producto, ofrece la contrapartida y asume la función de agente de cálculo y de pagos.

El banco debe informar sobre el instrumento financiero, los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados de tal modo que permita al cliente comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo tomar decisiones con conocimiento de causa, y no verse sorprendido con situaciones imprevistas sobre las que no ha sido advertido.⁵²

La información del producto y de sus alternativas debe ser entregada al cliente con antelación suficiente para que pueda analizarlas y reflexionar sobre su decisión, lo que debe hacerse a través de la entrega de un documento informativo. El documento debe ser claro y sin tecnicismos, atendiendo a la escasa cultura financiera del cliente medio de las entidades de crédito.⁵³

Al ofrecer el producto el banco debe tener en cuenta que la contratación de swaps genera un riesgo sistémico, pues es un producto que multiplica los riesgos y puede afectar al buen funcionamiento del mercado.⁵⁴ Además existe un riesgo operativo y legal. Se trata de contratos de origen anglosajón extraños a los ordenamientos continentales como el español, con riesgo de no hacerse efectivos, suspenderse su ejecución o incluso de ser anulados.

A su vez, la banca debe avisar al cliente de los riesgos del swap, en particular del riesgo de crédito, es decir de quiebra de la contraparte, y del riesgo de liquidez, dado que no se negocia en mercados organizados.

La información debe comunicarse al cliente, sin distinciones por categorías de clientes (art. 79 LMV). Los clientes profesionales tienen derecho a ser informados, al igual que los minoristas, para poder decidir con conocimiento de causa. Conocer el producto y sus riesgos es también

el del Banco de España, *“las entidades financieras deben estar en condiciones de acreditar que, con anterioridad a la formalización de la operación, se ha facilitado al cliente un documento informativo sobre el instrumento de cobertura ofrecido en el que se indiquen sus características principales sin omisiones significativas, considerándose en caso contrario que su actuación sería contraria a los principios de claridad y transparencia que inspiran las buenas prácticas bancarias”* (Memoria del Servicio de Reclamaciones, Banco de España. 2008, pág. 136).

⁵² Véase SAP Vizcaya, sección 3ª, 23 febrero 2012, en un caso en que no se avisó al cliente de que por encima de la barrera el producto no cumplía la función de cobertura.

⁵³ Según dice la sentencia de la Audiencia Provincial de Palencia, civil, sección 1, del 9 de febrero de 2012, el *“contrato de permuta financiera de tipos de interés, constituye un producto financiero cuya configuración alcanza un cierto grado de complejidad, por ello es evidente que para su comprensión y correcta valoración se requiere una formación financiera claramente superior a la que posee la clientela bancaria en general por cuanto, la clientela tradicional, conoce los productos típicamente bancarios que han venido siendo comercializados tradicionalmente por las entidades bancarias en nuestro país (contratos de depósito, cuenta corriente, préstamo, etc.), pero le resulta lógicamente difícil de comprender el alcance económico que en determinadas circunstancias pueden tener, movimientos bruscos en los mercados o la decisión de cancelar antes del vencimiento”*.

⁵⁴ Véase Antoine Gaudemet, *Les dérivés*, París, 2010, págs. 271 y ss., para quien *“dans les dérivés, les risques de contrepartie mûtent en «risque de système»*.

esencial para los clientes profesionales. El prestador no puede ampararse en la pretendida experiencia o conocimientos del cliente para no proporcionarle la información.⁵⁵

La carga de la prueba del correcto cumplimiento de las obligaciones de información corresponde al obligado que además es el profesional que tiene la facilidad probatoria (art. 217.7 LEC). Así lo reconocen los tribunales.⁵⁶

Hay un régimen especial de transparencia para los sistemas de cobertura de tipo interés que se comercialicen vinculados a un préstamo concedido por la propia entidad y, especialmente, aquellos a los que se refiere la obligación establecida para las entidades (art. 24.1 Orden EHA/2899/2011). Para que exista vinculación se requiere que el importe nominal de instrumento de cobertura no supere al importe del préstamo. En estos casos la entidad debe entregar al cliente una ficha de Información personalizada con referencias a la naturaleza del instrumento, su duración, las potenciales liquidaciones periódicas destacando la posibilidad de que sean negativas, y la metodología de cálculo del coste asociado a una cancelación anticipada, con referencia a distintos escenarios de tipos de interés. En las opciones debe informarse del importe de la prima.

1.1. Información del producto

En la intermediación financiera, y en particular en la negociación por cuenta propia de swaps, la información al cliente debe ser imparcial, clara y no engañosa, con advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados. El intermediario tiene prohibido destacar las ventajas del producto ocultando los riesgos. Frente a otras actividades empresariales los prestadores de servicios de inversión carecen de un margen de engaño (*dolus bonus*). El banco tampoco puede ampararse en la falta de diligencia del cliente para no cumplir sus obligaciones.

El banco debe informar con claridad del instrumento complejo de alto riesgo que se ofrece al cliente (*know your merchandise*). Ya el Código general de conducta anexo al Real Decreto 629/1993, destacaba el deber de informar *“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”*. Estas obligaciones se han visto concretadas en 2007 con la transposición de la MiFID, de tal modo que la *“información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias”* (art. 79.bis.3.III LMV). La información no debe destacar los beneficios potenciales del instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible (art. 60.1.b RD 217/2008).

⁵⁵ Emilio Girino, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011, pág. 340, información necesaria para hacer frente a la impresionante babel terminológica, con utilización de términos equívocos y engañosos (ibídem).

⁵⁶ Le corresponde al banco: *“siendo la parte que ofrece el producto, integrándose en esa oferta, la información pertinente que haga comprensible a la otra parte contratante la realidad del producto ofrecido, para poder emitir un consentimiento formado correctamente, sino también por el principio de disponibilidad y facilidad probatoria- ex art. 217-7 LEC - del cumplimiento efectivo de una información adecuada, la que debe producirse con mayor intensidad en el sistema y operaciones bancarias, a cuyas condiciones el consumidor solo puede adherirse al contenido contractual ofrecido”* SAP, Civil sección 1 del 27 de Julio del 2011.

Los swaps carecen de parámetros de cálculo estándares, impidiendo a los clientes no profesionales valorar la inversión y hacer un seguimiento adecuado del riesgo. En principio, su contenido se fija por el acuerdo entre las partes basado en unos conocimientos técnicos semejantes, lo cual significa que su colocación entre clientes sin conocimientos en esta materia está totalmente desaconsejada, salvo que el banco oferente actúe de asesor del cliente. El método de valoración de los mencionados derivados se caracteriza por una complejidad acusada que tiene muy en cuenta la “volatilidad”, concepto que no se encuentra al alcance de los clientes sin conocimientos financieros avanzados.

El deber de informar de las circunstancias excepcionales que puedan afectar a la posición contratada es una obligación del Banco que deriva del Código de comercio y de la legislación especial del mercado de valores.

1.2. Información sobre las previsiones

El oferente debe suministrar al cliente información sobre los efectos económicos de los swap en distintos escenarios ilustrativa de los riesgos del producto, útil para concretar las pérdidas que ante una evolución desfavorable del tipo de referencia pueden llegar a asumirse y una información aproximada de cuánto puede llegar a alcanzar el coste de cancelación anticipada del producto ante los diversos escenarios.⁵⁷

El banco, tiene medios y cualificación para conocer las previsiones de evolución de los tipos de interés, frente al cliente que carece de esas previsiones. Es obvio que los bancos no saben el futuro, pero son profesionales de las previsiones financieras.⁵⁸ De hecho, los swaps se han venido ofreciendo como una cobertura ante la subida de los tipos interés. En la propia oferta está implícita la previsión del banco sobre la evolución de los tipos. Afirmar tras la crisis, que a los bancos “les es imposible predecir la evolución de los tipos de interés”,⁵⁹ es ir contra sus propios actos, pues si es esto cierto, habría que preguntarse por las razones para ofrecerlos como una cobertura ante la previsible subida de los tipos de interés.

⁵⁷ Es preciso, como advierte el Banco de España en la Memoria del Servicio de Reclamaciones de 2007, que “*el banco brinde información, entre otros, sobre la especificación de que en ciertos escenarios de tipos las liquidaciones son negativas, el aviso particular de que la pérdida del cliente crece en escenarios bajistas con el diferencial entre los tipos esperados a cobrar y pagar, [y] sobre el previsible cargo que se efectuará en cuenta en caso de una cancelación anticipada*”. A su vez, el Senado italiano tras una investigación sobre la incorrecta comercialización de derivados entre Entes Territoriales, ha concluido que las entidades deben incluir en el documento informativo previo “*il valore previsto dei flussi di cassa dell’operazione in derivati nel periodo considerato*” (Relatori Bonfrisco, D’Ubaldo, Lannutti e Mura, aprobado en la sesión del 11 de marzo de 2010).

⁵⁸ Según dice la sentencia de Juzgado de Primera Instancia e Instrucción núm. 1 de Siero, de 10 de febrero de 2012, obviamente no puede pretenderse de la entidad bancaria una información de la previsión de futuro del comportamiento de los tipos de interés acertada a ultranza, sino como exponía el Real Decreto 629/1993, en el ordinal 3 del artículo 5 del Anexo, “*razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos*”, o como exige el artículo 60.5 del RD 217/2008 “*se basará en los supuestos razonables respaldados por datos objetivos (letra b)*”. Estas exigencias confirman la obligación de informar sobre las previsiones y el rigor técnico que deben cumplir.

⁵⁹ Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pág. 224.

Esta información sobre las previsiones de la evolución de los tipos de referencia se justifica por la naturaleza del derivado, producto cuyo valor viene determinado por referencia a otra cosa.⁶⁰ Esta complejidad del derivado debe ser advertida, acompañando información sobre las previsiones de evolución del subyacente para que el cliente pueda decir con conocimiento de causa.⁶¹

La adquisición de un derivado, poco tiene que ver con la adquisición de un instrumento simple, como las acciones cotizadas en Bolsa. Para las acciones hay transparencia sobre su contenido, parte del capital de una empresa y precios, públicos y accesibles. Nada de esto se da en la adquisición de un swap por lo que consideramos desafortunada la comparación con las acciones a efectos de justificar que los bancos no informen de las previsiones de la evolución de los tipos de referencia a los clientes contratantes de swaps.⁶²

La falta de información de las previsiones, conocidas por el banco, es una información esencial que puede determinar la nulidad del contrato.

⁶⁰ Tratándose de instrumentos derivados debe informarse sobre las previsiones que configuran el riesgo de la operación, pues *“ostentando el Banco su propio interés en el contrato, la elección de los tipos de interés aplicables a uno y otro contratante, los períodos de cálculo, las escalas del tipo para cada período configurando el rango aplicable, el referencial variable y el tipo fijo, no puede ser caprichosa, sino que obedece a un previo estudio de mercado y de las previsiones de fluctuación del interés variable (Euribor), y estas previsiones, ese conocimiento previo del mercado que sirve a una prognosis más o menos fiable de futuro, configura el riesgo propio de la operación, y está en directa conexión con la nota de aleatoriedad de este tipo de contratos, y dicha información debe ponerse a disposición del cliente antes de contratar”* (Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, Sección 5ª, de 27 de enero de 2.010).

⁶¹ Sobre la falta de información sobre las previsiones que manejaba el Banco y su importancia incide la Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo número 286/2010, según la cual: *“su calificación por el recurrente como operación compleja no puede ser que se atribuya a su operativa o mecánica, pues ésta resulta simple y asequible para cualquiera recordando a las cuentas mercantiles, sino que habrá de ubicarse esa complejidad en el propio riesgo del contrato cuya evolución, obviamente, requiere de unos contratos previos con el mundo financiero o de unos conocimientos sobre su comportamiento (en lo que pudiera afectar al juego de la mecánica de la permuta de intereses) que, efectivamente, permitan decidir sobre su contratación con suficiente conocimiento de causa, conocimiento que, por el contrario, sí ha de presumirse en la entidad bancaria en cuanto que oferente del “producto” y que, como explicó el testigo[...], empleado de la entidad recurrente, ésta no asume directamente el riesgo de la permuta, sino que tiene y encuentra dentro del mercado de derivados y opciones otro contraparte que lo hace al suscribir con él un contrato espejo y de donde resulta una evidente posición asimétrica entre el cliente bancario y la entidad bancaria en cuanto al conocimiento más adecuado al alcance y significado del riesgo ínsito en la operación de permuta, que no puede entenderse suficientemente satisfecho por la segunda mediante la sola explicación de la mecánica del “producto”, cuanto más si se pondera que se publicita o presenta frente al cliente como “una cobertura” frente a la subida de los tipos de interés”*.

⁶² Véase Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, “A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pág. 230. Tampoco compartimos la postura de que los bancos no tienen que informar al cliente porque de hacerlo le estaría generando una responsabilidad profesional (*Ibidem*). Hay un deber de información que recae sobre el banco, y de la falta de información, o de la información falsa o engañosa responde el banco. El banco no responde porque no se cumplan las previsiones de los analistas comunicadas al cliente o existan desviaciones.

1.3. Información sobre el coste de cancelación

La información sobre los diversos escenarios que se pueden presentar debe ir acompañada del coste de cancelación del producto en caso de evolución desfavorable con el fin de facilitar la adopción de una decisión con conocimiento de causa.⁶³

Estas previsiones son utilizadas por el banco agente para calcular el precio a pagar por la cancelación anticipada del contrato.⁶⁴ Sin previsiones no sería posible ofrecer un instrumento de cobertura ante la tendencia del mercado hacia una subida de tipos. Es obvio que los bancos no conocen el futuro, pero son profesionales con analistas y financieros dedicados a las previsiones financieras. Las previsiones son consustanciales a los derivados financieros. Los bancos de inversión hacen previsiones diarias de la evolución de los tipos de interés y sobre el conjunto de las mismas publican un *consensus* sobre el cual calculan precio de los derivados de cada uno de los productos. Sin ellas no podrían ofrecerse servicios de cobertura ni calcularse el precio de los productos, tanto al contratar como en caso de cancelación anticipada. Como hemos visto al contratar el valor del derivado debe ser cero, de este modo cada parte tiene en el momento de la perfección del contrato la misma probabilidad de ganar o de perder. Y ese cálculo se realiza con las previsiones disponibles sobre la evolución de los tipos.

1.4. Información sobre las alternativas

El Banco de España considera que al ofrecer una cobertura frente a la evolución de los tipos de interés el banco debe ofrecer al cliente diversas alternativas a la cobertura deseada para que el cliente seleccione entre todas ellas la que más le convenga, como son los *cap* y los *collar*. Los *cap* son opciones de tipo de interés en las que el cliente compra el derecho a que el banco no le aplique un tipo superior al tipo *cap* que hace de techo. Tienen un precio en forma de prima a pagar al banco. Este producto permite al cliente fijar un coste máximo de su financiación y a la vez beneficiarse de las bajadas de tipos de interés, a cambio de pagar un precio denominado prima. Los *collar* combinan una opción *cap* y una opción *floor* con la finalidad de fijar el tipo de interés aplicable dentro de una banda. Lo habitual será que el cliente compre un *cap* y venda un *floor*, asegurándose que el tipo de interés a pagar sea siempre igual o inferior al tipo *cap* e igual o superior al tipo *floor*. La prima a pagar por el *floor*

⁶³ Para algún autor dar estos datos no es posible ni realista, porque los ejemplos que pueden darse al cliente son infinitos y tal exigencia informativa dificultaría la propia contratación bancaria" (Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, "A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pág. 233. Opinión que no compartimos pues los escenarios son conjuntos de circunstancias seleccionados para ilustrar el riesgo, y prevenir la contratación inadecuada en interés del cliente y del buen funcionamiento del mercado financiero, y a la postre de las propias entidades bancarias.

⁶⁴ Los mismos autores que consideran que los bancos no pueden hacer previsiones sobre la evolución de los tipos por tratarse de un elemento aleatorio, cuando se trata de fijar el coste de cancelación atendiendo al precio de mercado, consideran que ese potencial flujo futuro de pagos (que depende de la evolución que tengan los tipos de referencia) tiene un determinado valor, pues "se lleva al momento en el que se solicite la cancelación anticipada ese flujo futuro" (Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, "A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 124, 2011, pág. 231). Es decir, para estos autores, cuando se trata de calcular lo que debe pagar el cliente cuando solicita la cancelación anticipada, las previsiones de pagos futuros no solo existen sino que se convierten para el banco en dato cierto que permite el cálculo del coste de cancelación.

se compensa con la prima a cobrar por el cap. Permiten beneficiarse de cierta bajada de los tipos de interés hasta el límite impuesto por este último.

2. Gestión de conflictos de interés

El servicio de inversión consistente en la negociación por propia cuenta de swaps representa una típica situación de conflicto de intereses, puesto que el intermediario, además de mandatario del cliente, es su contraparte.⁶⁵ Pensemos, por ejemplo, en el cobro de comisiones implícitas en el momento de contratar (*up front*), no informadas al cliente, con incumplimiento de lo dispuesto en el art. 79.II de la LMV.

El banco oferente suele asumir la función de agente de cálculo y entidad encargada de liquidar el producto como agente de pagos, en una confusión de figuras generadora de múltiples conflictos de interés. La existencia de un agente de cálculo independiente resulta útil para garantizar al cliente información sobre el margen cobrado al contratar el producto como diferencia entre el precio pagado y el precio de mercado.

El banco como prestador de servicios de inversión debe actuar en interés del cliente. Es un requisito que se aplica desde el mismo momento en que el banco decide comercializar y comienza la fase de diseño del producto. El diseño del producto con la determinación de su contenido debe atender a las necesidades de los clientes a los que vaya dirigido. Los bancos deben abstenerse de diseñar productos que no resulten convenientes a las necesidades de los clientes. Por ejemplo carece de sentido diseñar swaps con opción de conversión unilateral para el Banco, que permiten desactivar el producto a voluntad del banco cuando la evolución del tipo de referencia le resulta desfavorable. Con este producto nunca se presta cobertura ya que si los tipos de interés suben, que es cuando el cliente necesita la protección de los productos vendidos, el Banco hace uso de la opción de conversión, lo que hace perder la protección al cliente.⁶⁶

El Código de comercio prohíbe la de auto-entrada del comisionista vendiendo de su cartera lo que los clientes mandaban comprar (art. 267 Ccom). La Ley del Mercado de Valores permite la negociación por cuenta propia siempre que constituya la mejor ejecución de la operación. Antes de vender el producto, en una actividad de negociación por cuenta propia, debe acudir al mercado a buscar el mejor producto, en las mejores condiciones, de los disponibles y solo ofrecer contrapartida cuando constituye la mejor ejecución de la operación, informando al cliente de la autoentrada del comisionista.

⁶⁵ Véase Emilio Girino, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011, pág.362.

⁶⁶ El artículo 7.1 del Código Civil señala que “los derechos deberán ejercitarse conforme a las exigencias de la buena fe”, mientras que el Código de Comercio en su artículo 57 se refiere a la buena fe prescribiendo que los “*contratos de comercio se ejecutarán y cumplirán de buena fe*”. A su vez, de acuerdo con el artículo 10 bis.1 de la LGDCU, se entiende por abusiva “*aquella estipulación no negociada individualmente que (...) en contra de las exigencias de la buena fe cause, en perjuicio del consumidor, un desequilibrio importante entre los derechos y las obligaciones de las partes que se deriven del contrato*”. Por lo demás, estos principios están expresamente recogidos en la legislación especial del mercado de valores: el artículo 79 bis LMV establece que toda información facilitada a los clientes debe ser “imparcial, clara y no engañosa”, requisitos recogidos con antelación en el art. 5.3 del Código general de conducta del mercado de valores, anexo al Real Decreto 629/1993.

VI. Extinción

La prestación del servicio de inversión consistente en una venta asesorada de un swap es un contrato de prestación continuada de servicios. El swap es un contrato a plazo que se extingue por el transcurso del tiempo al vencimiento del plazo pactado. Vencido el swap, el contrato marco de prestación de servicios de inversión sigue vigente al igual que el CMOF que se hubiere suscrito.

1. Cancelación anticipada

En la negociación por cuenta propia de swaps entendemos que de forma natural debe permitirse la cancelación anticipada del producto.⁶⁷ Se trata de un servicio de cobertura ofrecido al cliente y lo natural será que se ofrezca al cliente la posibilidad de cancelar anticipadamente el contrato, haciendo frente al precio pactado para la cancelación anticipada. El banco debe realizar un seguimiento de la posición abierta con el derivado y advertir al cliente de los cambios bruscos en la evolución del subyacente, de tal modo que el cliente pueda cerrar su posición antes de que la pérdida se multiplique, comprometiendo su estabilidad patrimonial. Por el lado del banco, la evolución desfavorable de la posición para el cliente a partir de ciertos límites debe dar lugar a una llamada al margen para que complete las garantías y, de no hacerlo, proceder a la cancelación anticipada del producto.⁶⁸ Es decir, de forma natural el swap es un contrato a plazo que puede cancelarse de forma anticipada.

El contrato debe recoger *“la metodología de cálculo del coste asociado a una cancelación anticipada, con referencia a distintos escenarios de tipos de interés que respondan a la evolución histórica del tipo de referencia”*.⁶⁹ Hay un «deber de hablar» del banco en relación con el coste de la cancelación anticipada, pues se trata de un elemento esencial del derivado, que conoce y cuyo coste, ante los diversos escenarios que se pueden presentar, puede calcular.⁷⁰

El CMOF atribuye al agente de cálculo, habitualmente el propio banco, la determinación de la suma a pagar o recibir en caso de cancelación anticipada, a *“precios de mercado”*, sin fijar una fórmula o metodología para realizar dicho cálculo. Se deja a una de las partes, el profesional, la determinación del contenido del contrato. Además, el desconocimiento del precio a pagar por

⁶⁷ De tal modo que aquellos contratos que prevén la cancelación anticipada *“de común acuerdo”*, hay que entender que facultan al cliente para solicitarla, pues lo natural es que el contrato, otorgado en el marco de un servicio financiero de cobertura, sea cancelable a voluntad del cliente, siempre sin perjuicio de hacer frente al pago del precio pactado para la cancelación anticipada (en contra, Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, *“A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)”*, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 124, 2011, pág. 231, nota 26).

⁶⁸ Obligación de continua monitorización de la posición del cliente recogida en el art. 37.2 e), del Reglamento 16190 de la CONSOB italiana, de 24 de febrero de 1998, sancionada por la sentencia de la Corte Suprema, núm. 3773, de 17 de febrero de 2009.

⁶⁹ Art. 24.1.c) 3º Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

⁷⁰ En contra, Emilio Díaz Ruiz, y Julio Iglesias Rodríguez, *“A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)”*, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 124, 2011, pág. 241.

la cancelación del producto y de la fórmula para su cálculo, como error esencial y excusable, puede llegar a anular el contrato.⁷¹

Para determinar la suma a pagar por la cancelación anticipada según la banca *“basta con traer a valor presente los flujos que de no deshacerse la operación se producirían en el futuro”*. En un swap típico en el que el cliente paga un tipo fijo y el banco un tipo variable las cantidades a pagar por el banco son cantidades inciertas por lo que a efectos de calcular la cancelación anticipada se utiliza una estimación, según lo que el mercado estime que el tipo estará en cada una de las liquidaciones futuras. Es decir que el banco agente para calcular lo que debe pagar el cliente utiliza estimaciones, aplicando para actualizarlas factores de descuento. Estas mismas fórmulas, que se utilizan para calcular el precio de la cancelación anticipada, pueden ser utilizadas en el momento de la perfección del contrato, momento en el que el precio del swap debe ser cero, único que asegura el equilibrio contractual.

Esta metodología de cálculo debe ser conocida por el cliente en el momento de contratar y, si el contrato no la recoge, será nulo por dejar a una de las partes que determine un elemento esencial del contrato.⁷²

El coste de cancelación es algo más que un riesgo del contrato del que debe ser informado el cliente antes de contratar, es un elemento esencial del mismo. El derivado es un contrato autónomo de alto riesgo cuyo valor depende de un subyacente. Requiere un seguimiento continuo de la posición. Y en caso de evolución desfavorable, el banco prestador del servicio de cobertura está obligado a avisar al cliente, para que cancele el producto, pagando el coste de cancelación, calculado según la fórmula que debe ser recogida en el contrato, y de este modo, evitar que se agraven las pérdidas hasta ser inasumibles. En la estructura del swap como instrumento de cobertura es esencial la facultad de cancelar pagando su coste.

2. Reestructuraciones

Con frecuencia, la banca propone al cliente cancelar anticipadamente el producto y firmar otro producto, en una operación de reestructuración financiera de la posición del cliente. Con el nuevo producto se consolidan las pérdidas del cliente y se cobran nuevas comisiones ocultas. Es frecuente que el nuevo producto añada opciones y otras combinaciones de derivados de tal modo que aumenta la complejidad del producto y la dificultad para el cliente de comprender su contenido y riesgos. En ocasiones se aumentan los nocionales y alargan los plazos. Con este contenido, los nuevos productos, multiplicadores de riesgo, aumentan el riesgo de pérdidas. En un efecto cascada, la exposición financiera del cliente se hace progresivamente insostenible. Una de las razones para ofrecer estas reestructuraciones se encuentra en las comisiones ocultas que percibe el banco en el momento de cada contratación. Con el fin de evitar estas prácticas, el banco oferente debe informar a los clientes minoristas del precio total

⁷¹ La sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011, estima *“que la revelación de los costes de cancelación en el caso enjuiciado habría frustrado el negocio pues no cabe esperar en un cliente racional que, a cambio de la expectativa de unas pequeñas liquidaciones positivas (lo que se le auguró como más probable) se arriesgue el pago de un coste de cancelación exorbitante”*.

⁷² El cliente tiene derecho a conocer que el coste de cancelación comprende el pago de todas las liquidaciones a abonar desde su solicitud hasta la fecha de vencimiento del contrato, error que recae sobre una condición esencial del contrato (véase SAP Vizcaya, sección 3ª, 23 febrero 2012).

que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados (art. 66.a) RD 217/2008). Y la reestructuración, asumiendo el nuevo swap la pérdida del primero, tiene la naturaleza de servicio auxiliar, a saber, de concesión de crédito para poder realizar una operación sobre un instrumento financiero, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito (art. 63.2.b) LMV).⁷³

VII. Conclusiones

Los swaps son instrumentos financieros fruto de la evolución del mercado. Han proliferado de forma incontrolada. No son ni malos ni buenos. Pero son peligrosos, de comprensión difícil para el cliente dada su complejidad y difícil seguimiento. Son productos que han contribuido a la multiplicación de los riesgos financieros. Todas estas características acentúan la vulnerabilidad de los clientes, quienes se enfrentan al riesgo de un mal asesoramiento en una actuación oportunista de algunos bancos. De ahí la importancia de cumplir las normas de conducta en la negociación de swaps.

Su evolución, con múltiples modalidades, ha superado a la cultura jurídica. Son contratos de alto riesgo jurídico, con cláusulas importadas del Derecho anglosajón que contrastan con el Derecho continental. Su volumen ha acabado por afectar a la estabilidad del mercado, generando un riesgo sistémico.

Con la crisis financiera, se revisa la regulación financiera y en particular el control sobre los productos derivados. El modelo de la relación banco-cliente muta hacia el lado del cliente, como parte vulnerable. El centro de gravedad pasa del producto comercializado a la calidad del servicio prestado al cliente. Pero frente a otros supervisores financieros, la CNMV y el Banco de España, nadando contra corriente, se inclinan por excluir los swaps de la aplicación de las normas de conducta del mercado de valores, con argumentos carentes de fundamento.

Convendría incluir en el catálogo de servicios de inversión la negociación de derivados OTC y reforzar en estos casos la información al cliente y la prevención de los conflictos de interés, obligando a designar un agente de cálculo independiente.

VIII. Bibliografía

Díaz Ruiz, Emilio / Iglesias Rodríguez, Julio, "A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps)", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 124, 2011, págs. 213-246.

Ferrando Villalba, María de Lourdes, "SWAP: vicios del consentimiento y anulación del contrato", *Diario La Ley*, núm. 7523, 3 de diciembre de 2010, págs. 1-10.

Gaudemet, Antoine, *Les dérivés*, volumen 22 de Recherches juridiques, Economica, 2010.

Girino, Emilio, *I contratti derivati*, 2 ed., Giuffrè, 2011.

Ibáñez, Javier, *Opciones normalizadas*, Dykinson, Madrid, 1999.

⁷³ Véase Daniele Maffei *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2011, pág. 247 y ss., que podría ser calificado de "mutuo entre jugadores" y como tal ilícito (pág. 251).

Maffeis, Daniele, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2011.

Olivencia Ruiz, Manuel, "Calificación concursal del crédito resultante de liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses", *RDBB*, núm. 120, octubre 2010, págs. 9-64.

Rodríguez Achútegui, Edmundo, "El contrato de SWAP y el recurso de casación", *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 5/2011, Editorial Aranzadi, Pamplona. 2011.

Sanz Caballero, Juan Ignacio, *Derivados financieros*, Marcial Pons, Madrid 2000.
