

## LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS *LEHMAN BROTHERS* EN ESPAÑA. A PROPÓSITO DE LA ÚLTIMA STS DE 21 DE SEPTIEMBRE\*

**Sheila Martínez Gómez**

Centro de Estudios de Consumo  
Universidad de Castilla-La Mancha

**Resumen:** Que las entidades bancarias no advirtieran a los inversores de la ulterior quiebra del gigante financiero *Lehman Brothers*, no puede reputarse como un incumplimiento de los deberes de información y asesoramiento, pues se trató de un acontecimiento absolutamente imprevisible para todos los operadores del mercado.

**Palabras Clave:** producto financiero complejo, negligencia, responsabilidad contractual, asesoramiento financiero, riesgo de insolvencia.

**Title:** The marketing of *Lehman Brothers* products in Spain. About the last STS of september 21 st

**Abstract:** The fact that banks didn't warn investors of the financial giant Lehman Brothers's bankruptcy can't be considered a breach of information and advice duties because it was an absolutely unpredictable event for everyone.

**Key words:** complex financial product, negligence, contractual responsibility, financial advice, risk of insolvency.

**SUMARIO.** 1 Análisis de la STS núm. 476/2020 de 21 de septiembre de 2020. 1.1 *Hechos.* 1.2 *Motivos de casación y fallo del TS.* 2. Jurisprudencia del TS: ¿existió el

---

\* Trabajo realizado en el marco del Contrato con referencia 2020-COB-9855 financiado con la Ayuda para la financiación de actividades de investigación dirigidas a grupos de la UCLM Ref.: 2019-GRIN-27198, denominado "Grupo de Investigación del Profesor Ángel Carrasco" (GIPAC) y en el marco del Proyecto de Investigación PGC2018-098683-B-I00, del Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades (MCIU) y la Agencia Estatal de Investigación (AEI) cofinanciado por el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) titulado "Protección de consumidores y riesgo de exclusión social" dirigido por Ángel Carrasco Perera y Encarna Cordero Lobato y en el marco de la ayuda para la realización de proyectos de investigación científica y transferencia de tecnología, de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha cofinanciadas por el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) para el Proyecto titulado "Protección de consumidores y riesgo de exclusión social en Castilla-La Mancha" (PCRECLM) con Ref.: SBPLY/19/180501/000333 dirigido por Ángel Carrasco Perera y Ana Isabel Mendoza Losana.

deber de informar sobre el riesgo de insolvencia de Lehman Brothers? 3. Conclusiones.

## 1. Análisis de la STS núm. 476/2020 de 21 de septiembre de 2020<sup>1</sup>

### 1.1 Hechos

El 12 de diciembre de 2007, D. Isaac y D.<sup>a</sup> Felicidad suscribieron, junto con su padre D. Samuel (fallecido el 1 de abril de 2013), una orden de contratación de bonos estructurados de alta rentabilidad referenciados al índice DJ EUROSTOXX 50 por un importe de 200.000 euros, bonos emitidos por la entidad *Lehman Brothers Treasury Co. B.V.*, garantizados por *Lehman Brothers Holding Inc.*, y comercializados por Bankinter S.A.

Tras la solicitud de quiebra del gigante financiero *Lehman Brothers* el 15 de septiembre de 2008, D. Isaac y D.<sup>a</sup> Felicidad vieron reducida su inversión a cero, por lo que el 7 de septiembre de 2015 interpusieron una demanda contra Bankinter S.A., ejercitando una acción de reclamación de daños y perjuicios por incumplimiento de los deberes de información y asesoramiento, postulando la condena de Bankinter a abonar a los demandantes la suma de 158.086,52 euros más intereses legales.

El Juzgado de Primera Instancia núm. 3 de Sevilla dictó sentencia el 10 de julio de 2017, estimando íntegramente la demanda y condenando a Bankinter a abonar a los demandantes la suma de 158.086,52 euros más intereses legales, pues la orden de suscripción del producto no contenía la información requerida y tampoco le fue facilitada por otros medios.

Recurrida la sentencia por la parte demandada, la AP de Sevilla (Sección 8.<sup>a</sup>) dictó sentencia núm. 16/2018 el 17 de enero<sup>2</sup> en la que se estimaba el recurso de apelación, revocaba la sentencia de primera instancia y desestimaba íntegramente la demanda interpuesta contra la entidad Bankinter, absolviendo a la misma de todos los pedimentos formulados contra ella.

Por último, los inversores-demandantes recurrieron la sentencia de la AP ante el Tribunal Supremo con base en varios motivos de casación.

### 1.2. Motivos de casación y fallo del TS

***La entidad bancaria cumplió diligentemente con los deberes de información y asesoramiento, no pudiendo prever la ulterior quiebra de Lehman Brothers***

Aunque fueron varios los motivos de casación que conformaron el recurso, los cuales se verán más adelante, adquiere especial importancia el primero de ellos,

---

<sup>1</sup> JUR 2020\279789.

<sup>2</sup> JUR 2018\86037.

donde se alegó que la sentencia de la AP de Sevilla vulneró los arts. 79 LMV<sup>3</sup>, 5 del Anexo RD 629/1993<sup>4</sup> y 9 de la O.M. de Economía de 25 de octubre de 1995<sup>5</sup> en relación con el art. 1101 CC, pues la entidad financiera Bankinter incurrió en responsabilidad contractual por incumplimiento de las obligaciones asumidas en una relación de asesoramiento financiero: (i) no recabó información sobre los inversores; (ii) no suministró a los inversores información sobre los riesgos de insolvencia de la entidad emisora del producto; y (iii) tampoco se les informó del devenir de su inversión.

El incumplimiento de los deberes de información en la contratación de un producto financiero no conlleva *per se* la responsabilidad de la entidad bancaria comercializadora del producto, al igual que tampoco conlleva la existencia de error vicio -aunque sí permite presumirlo<sup>6</sup>-, por lo que es necesario, para que pueda hablarse de responsabilidad contractual a tenor del art. 1101 CC, que la falta de información conlleve un actuar negligente de la entidad bancaria en el cumplimiento de sus obligaciones y ello cause unos daños y perjuicios a los inversores: la pérdida total o parcial del capital invertido.

Debe partirse de que la relación existente entre Bankinter y los clientes era de asesoramiento financiero y no de intermediación -tal y como quedó probado en primera instancia-, por lo que, a pesar de que el art. 63.1 LMV no recogió el asesoramiento en la compra de productos financieros como servicio de inversión hasta la entrada en vigor de la Ley 47/2007 de 19 de diciembre, la entidad bancaria estaba sujeta a una serie de obligaciones y principios prescritos por la normativa pre-MiFID -normativa aplicable al caso de autos por la fecha en que se celebró el contrato de adquisición de bonos-.

Así, el art. 79 de la LMV normaba, en lo que ahora nos interesa, que las entidades bancarias que actuaran en el mercado «... tanto recibiendo como ejecutando órdenes como asesorando sobre inversores en valores deberán atenerse a los siguientes principios y requisitos: a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado [...]. c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios [...]. e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados».

Por su parte, el Anexo del RD 629/1993, bajo la denominación Código General de Conducta de los Mercados de Valores, determinaba en el art. 2 que «[l]as entidades deben actuar con cuidado y diligencia en sus operaciones, realizando las mismas según las estrictas instrucciones de sus clientes, o, en su defecto, en

---

<sup>3</sup> Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 181, de 29 de julio de 1988 -actualmente derogada).

<sup>4</sup> Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios (BOE núm. 121, de 21 de mayo de 1993 - actualmente derogado).

<sup>5</sup> Orden Ministerial de Economía de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios (BOE núm. 262, de 2 de noviembre de 1995 - actualmente derogada).

<sup>6</sup> SSTS núm. 840/2013 de 20 de enero de 2014 (RJ 2014\781) y núm. 559/2015 de 27 de octubre (RJ 2015\4945).

los mejores términos y teniendo siempre en cuenta los reglamentos y usos propios de cada mercado» (cuidado y diligencia); en el art. 4 que «[l]as Entidades solicitarán de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, cuando ésta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer» (información sobre los clientes); y en el art. 5 que «1. Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión y deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos (...). 3. La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata...» (información para los clientes).

Por último, el art. 9 de la O.M. de Economía de 25 de octubre de 1995 establecía, en su apartado 1, que «[l]as entidades deberán informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los mismos».

De los preceptos mencionados se extrae que las entidades financieras tenían la obligación de recabar información sobre sus clientes e informar debidamente a los mismos de los riesgos asociados a los productos financieros ofertados, así como el deber de cerciorarse de que conocían en qué consistía el producto que contrataban y los concretos riesgos asociados al mismo, con la obligación de evaluar, en atención a la situación financiera de los clientes y al objeto de la inversión perseguida, si será la más conveniente a sus intereses.

En el caso de autos, quedó probado en la instancia que en la orden de compra de los bonos estructurados, firmada y rubricada por el padre de los actores, se hacía referencia a la siguiente información: (1) se informaba expresamente sobre los riesgos de la inversión, destacándose, en negrilla y subrayado, la posibilidad real de la pérdida de hasta el 100% del valor nominal de la inversión; (2) constataba un análisis de los distintos escenarios de rendimiento del bono según la evolución del subyacente pactado, como referente de la inversión realizada, con sus correlativas consecuencias económicas ejemplarizadas, en los que aparece una reducción de hasta el 45% de la inversión en caso de que el índice de referencia se redujera a ese porcentaje (explicación del funcionamiento del bono y del riesgo); y (3) se indicaba quién era el emisor y garante del producto estructurado, y por lo tanto cuáles eran las sociedades en las que podía materializarse el riesgo de solvencia, así como la elevada calificación crediticia de las mismas: A1, A+, AA-, según las agencias de rating *Moody's*, *Standard & Poor's*, y *Fitch*, por lo que se indicó que a la fecha de la contratación no existían indicios de la ulterior quiebra de las entidades emisora y garante del producto estructurado.

Además, la información no se limitó en la entrega de dicha documentación, sino que se completó con las explicaciones suministradas por el agente de la entidad

bancaria, que era asesor personal de la familia, sobre las características y riesgos del producto adquirido. En este sentido, el asesor testificó que el padre de los actores, quien actuaba como mandatario verbal de sus hijos, comprendió perfectamente las características y riesgos del producto litigioso, *que por otro lado no era complejo ni difícil de entender para un buen padre de familia o comerciante medio, siendo suficiente con leer la orden de compra donde se explica su funcionamiento con relación al conocido índice DJ EUROSTOXX 50*, siendo el producto estructurado adecuado a su perfil inversor de riesgo y a sus pretensiones inversoras, teniendo en cuenta que contaban con previa experiencia inversora en productos de similares características: en 2005 adquirieron bonos Eurocats2 emitidos por Lehman sin capital garantizado.

Así, la entidad bancaria cumplió con sus obligaciones de información y asesoramiento de conformidad con las exigencias de la *lex artis*, pues los documentos aportados por aquella contenían advertencias suficientes sobre los riesgos del producto, en concreto sobre el riesgo de pérdida de la totalidad de la inversión, la identidad del emisor y del garante del producto estructurado, así como la responsabilidad y *rating* de solvencia de ambas entidades.

No obstante, los inversores alegaron que Bankinter no actuó diligentemente por no haberles informado sobre el riesgo de quiebra de *Lehman* ni del devenir de su inversión. Pero, ¿la entidad bancaria sabía de la situación financiera del emisor y del garante de los productos?

La quiebra del gigante financiero fue un hecho absolutamente imprevisible para todos los operadores del mercado, por lo que ni la entidad bancaria ni en general nadie, que no tuviera información privilegiada, podía prever en el momento de la contratación, el 12 de diciembre de 2007, que el  *Holding de Lehman Brothers*, en el que se encontraba el cuarto Banco inversor de EE.UU., y garante de la operación financiera del caso de autos, se declarara en concurso, siendo muestra de ello la alta calificación crediticia que las agencias de rating le otorgaban unánimemente a *Lehman* justo ante de la fecha del debacle.

Por consiguiente, no puede reputarse como un incumplimiento de sus obligaciones el no haber advertido a sus clientes del posible concurso de *Lehman*, puesto que no consta que Bankinter pudiera conocer y, por tanto, informar a los inversores sobre un posible riesgo de insolvencia del emisor y del garante, siendo el riesgo de quiebra consustancial a toda inversión y no siendo necesario advertir que en caso de quiebra del emisor la inversión podría ser un fracaso absoluto, pues es de suyo. Por ello, los daños y perjuicios sufridos por los actores, a consecuencia de la insolvencia de la entidad emisora y garante de los bonos, no pueden ser imputados a Bankinter y, por ende, tampoco puede exigirse responsabilidad civil al amparo del art. 1101 CC, pues de lo contrario se *castigaría* la actuación diligente de la entidad bancaria y se *premiaría* el oportunismo de los inversores.

Además, no puede hacerse reproche alguno a la diligencia desplegada por Bankinter en la gestión de los intereses de sus clientes en el proceso concursal, donde recuperó, aproximadamente, la cuarta parte de lo invertido.

### ***La prueba testifical como prueba complementaria para acreditar el cumplimiento de los deberes de información***

Los inversores alegaron, como segundo motivo de casación, que la sentencia de la Audiencia se basó en la prueba testifical de un empleado de la entidad bancaria para acreditar el cumplimiento de los deberes de información, infringiendo con ello la jurisprudencia emanada de las SSTS núm. 769/2014 de 12 de enero<sup>7</sup> y núm. 668/2015 de 4 de diciembre<sup>8</sup>.

En primer lugar, el Alto Tribunal deja constancia que el error alegado en la valoración de la prueba no es propio de un recurso de casación sino de un recurso extraordinario por infracción procesal. No obstante, en cualquier caso, la jurisprudencia invocada, sobre el valor otorgado a los testimonios de los empleados de las entidades financieras, «... se refiere a los supuestos en los que se razona o pretende fundar el cumplimiento cualificado del deber de información, que corresponde a dichas mercantiles, con carácter principal, a través de una prueba de tal clase» (FJ 4.2 STS 476/2020 de 21 de septiembre de 2020).

En el caso de autos, el tribunal de instancia no se basó, principalmente, en el testimonio del empleado de Bankinter, sino que se basó en la valoración conjunta de la prueba, entre la que destacaba la documental practicada, dentro de la cual se encontraba la orden de contratación del bono Eurostoxx2, con las advertencias expresas de los riesgos de la operación y constatación de los distintos escenarios de rendimiento del bono según la evolución del subyacente, con análisis de concretos panoramas de pérdidas y ganancias, así como ponderando la reconocida experiencia inversora en productos similares, igualmente acreditada a través de la documental aportada por la entidad financiera.

Por lo tanto, no se vulneró la doctrina de la sentencia del Pleno que citan los inversores-recurrentes, entre otras, pues no es el testimonio del empleado del banco la prueba principal o exclusiva valorada sino ésta en conjunto con el resto de la actividad probatoria practicada, como impone el art. 218 de las LEC.

### ***Las cláusulas de conocimiento del riesgo del producto financiero predispuestas por las entidades bancarias no cumplen con las exigencias de información***

Como tercero motivo de casación, las partes recurrentes alegaron que la AP vulneró la normativa pre-MiFID pues consideró suficientes las informaciones genéricas y predispuestas contenidas en el contrato de adquisición de bonos.

---

<sup>7</sup> RJ 2015\608.

<sup>8</sup> RJ 2015\5461.

Bien es cierto que la jurisprudencia del TS viene sosteniendo<sup>9</sup> que no son aceptables las menciones predispuestas relativas al reconocimiento, por parte de los clientes bancarios, de haber recibido la correspondiente información sobre las características y riesgos del producto financiero adquirido, para dar por justificado el cumplimiento del deber precontractual de informar. Y esto porque este tipo de menciones, consistentes en declaraciones de conocimiento vacías de contenido real, *no pueden significar el reconocimiento del consumidor del pleno y debido cumplimiento de las obligaciones precontractuales correspondientes a las entidades financieras, que exigen una activa intervención de las mismas, para la que no basta la mera puesta a disposición del cliente de la documentación contractual.*

En el caso de autos, no es por medio de dichas fórmulas transcritas, sino de otros elementos de juicio, debidamente exteriorizados en la fundamentación de la sentencia de la Audiencia, a través de los cuales se concluye prestada adecuadamente tal información precontractual por la entidad financiera y conocida por la parte demandante. Las advertencias de pérdida total de lo invertido o los ejemplos de los distintos escenarios de evolución del producto otorgan una información sobre sus características y riesgos que no constituyen menciones predispuestas de conocimiento, sino que, por el contrario, se reflejan para que los clientes tomen constancia efectiva de las condiciones del producto financiero contratado.

### ***Estándar de diligencia exigible a la entidad financiera en el marco de un contrato de asesoramiento***

Por último, los inversores alegaron que la sentencia recurrida había infringido el art. 1104 y la normativa pre-MiFID sobre el alto estándar exigible a las entidades que actúan en un mercado complejo, pues la diligencia establecida en el mencionado precepto solamente es aplicable si la obligación no indica otro estándar diferente.

El Tribunal Supremo sostiene que el tribunal de segunda instancia no enjuició la actuación precontractual de Bankinter bajo el paraguas del art. 1104 CC, el cual exige el deber de diligencia de un padre de familia, sino que expresamente se señala que «... la entidad demandada, a pesar de no estar vigentes las Directivas MiFID en el momento de celebrarse el contrato, cumplió con el alto estándar del deber de información a su cliente» (FJ 3 de la SAP de Sevilla núm. 16/2018 el 17 de enero).

## **2. Jurisprudencia del TS: ¿existió el deber de informar sobre el riesgo de insolvencia de Lehman Brothers?**

La jurisprudencia del Tribunal Supremo sobre la existencia o no de un incumplimiento grave de los deberes de información, en el ámbito de una

---

<sup>9</sup> SSTS núm. 244/2013 de 18 de abril (RJ 2013\3387); núm. 769/2014 de 12 de enero (RJ 2015\608); núm. 688/2015 de 4 de noviembre (RJ 2015\5461); núm. 439/2019 de 17 de julio (RJ 2019\3420); núm. 607/2019 de 14 de noviembre (RJ 2019\4651) y 443/2020 de 20 de julio (RJ 2020\2482).

ejecución de órdenes de suscripción de valores, de un contrato de depósito y administración, de gestión de carteras o de asesoramiento, por no advertir a los clientes sobre los riesgos que llevaban aparejados los productos financieros ofertados, en concreto por no advertir del riesgo de insolvencia de la entidad emisora de los mismos, podría caracterizarse de volátil en estos últimos años.

Por ello, podría clasificarse dicha jurisprudencia en dos grandes grupos: las sentencias que admiten que existía el deber y la obligación de informar sobre el riesgo de insolvencia de la entidad emisora pues existían “rumores e indicios” de la mala situación financiera de *Lehman*, y aquellas que entienden que no fue necesario advertir sobre el mencionado extremo, además de que la quiebra del banco fue algo totalmente imprevisible pues no existía la más remota posibilidad de concurso.

Dentro del primer gran grupo<sup>10</sup>, podemos destacar la STS 583/2016 de 30 de septiembre<sup>11</sup> que estimó la pretensión subsidiaria de indemnización por daños y perjuicios, por incumplimiento de los deberes de información, bajo la siguiente argumentación: «... la información suministrada al demandante [inversor de perfil conservador, aunque había realizado diversas operaciones de inversión en valores bursátiles y otros activos financieros, como un bono estructurado emitido por ABN AMOR] por Renta4 fue incorrecta no solamente porque se omitieran datos, como el riesgo de pérdida de la inversión por insolvencia del emisor Lehman Brothers [la AP consideró irrelevante que no se informara al demandante sobre el riesgo de pérdida total de la inversión por insolvencia del emisor por entender que se trata de un riesgo notorio], sino porque se hacían afirmaciones en el folleto informativo que inducían a error al cliente sobre la naturaleza y alcance de los riesgos asumidos (...). Así se desprende de afirmaciones tales como “100% capital garantizado: El inversor tiene protegido su capital en todo momento”, “peor escenario posible: que ninguna de las acciones suba durante los cinco años y el cliente reciba el capital aportado sin ningún cupón” o “Capital Garantizado 100%. El cliente no asume pérdidas al final de la vida del producto en el caso que los dos subyacentes no estén por encima de su nivel inicial. La única pérdida que puede tener el inversor es el coste de oportunidad de haber tenido su dinero en un activo libre de riesgo”. Por tanto, no solamente no se dio información clara sobre la existencia del riesgo de pérdida de la inversión por ausencia de garantías en caso de insolvencia del emisor, sino que la información que se suministró inducía a pensar que tal riesgo no existía...».

En términos similares se pronunció con anterioridad el Alto Tribunal en la sentencia núm. 652/2015 de 20 de noviembre<sup>12</sup>, declarando la nulidad de la suscripción de un bono estructurado emitido por *Lehman* por la deficiente información prestada por el banco comercializador lo que provocó el consentimiento viciado de los adquirentes. En concreto, acogió el

---

<sup>10</sup> Véase también las SSTS núm. 244/2013 de 18 de abril (RJ 2013\3387); núm. 460/2014 de 10 de septiembre (ECLI:ES:TS:2014:4339); núm. 379/2015 de 7 de julio (RJ 2015\3914); núm. 398/2015 de 10 de julio (RJ 2015\2776), núm. 397/2015 de 13 de julio (RJ 2015\2777) y núm. 583/2016 de 30 de septiembre (RJ 2016\4760).

<sup>11</sup> RJ 2016\4760.

<sup>12</sup> RJ 2015\5623.



pronunciamiento de la instancia, según el cual «... *Bankinter no comunicó a los demandantes los datos sobre el deterioro de Lehman Brothers que desde finales del año 2007 se venían produciendo, los cuales alertaban sobre la existencia de riesgos relativos a la solvencia del emisor del bono, y que eran conocidas por Bankinter en las fechas en que ofertó a los demandantes un producto de inversión "a su medida" [abril de 2008]*».

Por último, podemos destacar la STS núm. 549/2019 de 18 de octubre de 2019<sup>13</sup> que, siguiendo la línea sentada por las anteriores sentencias, condenó a Bankinter porque «... omitió facilitar a sus clientes, con la debida antelación, información adecuada sobre el riesgo asociado a los productos de inversión ofertados (...) que finalmente se materializó y que de determinó la pérdida por parte de sus clientes de la práctica totalidad de su inversión, por lo que existió tanto una relación de causalidad fenomenológica como un título de imputación de la responsabilidad. [Es decir], esa infracción de sus deberes como empresa de inversión fue determinante de la conducta de los demandantes y, consiguientemente, de los daños que sufrieron por la insolvencia de las entidades emisoras de tales productos...»<sup>14</sup>. Además, sostuvo que «[r]especto de la suficiencia de la información facilitada por Bankinter a sus clientes, la Audiencia Provincial sigue la jurisprudencia de esta sala (sentencias de la Sala Primera del Tribunal Supremo 460/2014, de 10 de septiembre, y 489/2015, de 16 de septiembre) que ha afirmado que la falta de información adecuada sobre el riesgo de crédito no se suple con la información sobre el rating del emisor del producto».

Antes de entrar en el segundo grupo de sentencias del Supremo, conviene hacer algún apunte. Como bien he señalado en el análisis de la STS núm. 476/2020 de 21 de septiembre (*vid supra* I.2), el riesgo de quiebra es consustancial a toda inversión; en palabras de OLIVA BLÁZQUEZ<sup>15</sup> «el riesgo de insolvencia no es un riesgo propio ni intrínseco del producto comprado, sino externo, por cuanto la insolvencia es una contingencia de la entidad emisora que afecta a cualquier activo de deuda financiera, sea cual sea su naturaleza jurídica. Es decir, nos encontramos ante un riesgo sobrevenido y derivado de un comportamiento patológico e imprevisible del mercado que afecta al músculo financiero de la entidad emisora». Por ello, no es necesario advertir sobre el riesgo de insolvencia de la entidad emisora, pues es sabido por el común de los mortales que en caso de quiebra del emisor la inversión podría ser un fracaso absoluto.

Además, la materialización del riesgo de insolvencia no puede ser causa de nulidad del contrato por error vicio en el consentimiento ni constituir título de imputación de responsabilidad ex art. 1101 CC, pues en palabras de CARRASCO

---

<sup>13</sup> ECLI:ES:TS:2019:3249.

<sup>14</sup> La sentencia núm. 40/2010 de 2 de marzo del Juzgado de Primera Instancia núm. 87 de Madrid, de la que trae causa la sentencia del supremo de 18 de octubre de 2019, señaló que «... aunque en este caso la información facilitada para contratar estos productos fue adecuada, Bankinter no supo calibrar el riesgo de insolvencia de Lehman Brothers y, por razones de seguridad del mercado financiero, no adoptó iniciativa alguna para avisar a sus clientes de este riesgo y adoptó una conducta pasiva, prefiriendo la tranquilidad del mercado que antepuso a la obligación de informar a sus inversores».

<sup>15</sup> OLIVA BLÁZQUEZ, F.: «Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de septiembre del 2014. Error y riesgo en la adquisición de participaciones preferentes», *Revista Cuaderno Civitas de Jurisprudencia Civil* núm. 97/2015, p. 23. Disponible en: [www.aranzadigital.es](http://www.aranzadigital.es) (Consultado el 02/11/2020).

PERERA<sup>16</sup> «*si la evolución económica o el desarrollo de un mercado producen el fracaso de una inversión, y este fracaso no es la realización de un riesgo típico preexistente, el fracaso de la expectativa no debe ser explicado en términos de contingencia de error, sino en términos de riesgo sobrevenido, que se halla fuera del contrato, y ha de soportar el sujeto o sujetos en quienes ese riesgo se realiza*». En efecto, la ulterior quiebra de *Lehman Brothers* no fue un riesgo preexistente en las participaciones preferentes y en los productos estructurados emitidos por esta entidad, además de que, como se ha dicho, era un riesgo ajeno a estos productos.

Ahora sí, dentro del segundo gran grupo<sup>17</sup>, cabe destacar la STS (Pleno) núm. 243/2013 de 18 de abril<sup>18</sup> -la antítesis de la sentencia 244/2013 de 18 de abril-, la cual determinó que «... respecto a la relación de los recurrentes con Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzcoa y San Sebastián, a la que habían encomendado la administración de los bonos estructurados adquiridos (emitidos por Lehman), es cierto que la misma, durante toda la vida de la relación de que formaba parte, venía obligada a informar a los inversores, con la máxima celeridad, de todas las incidencias relativas a las operaciones contratadas, así como, en su caso, a recabar de inmediato nuevas instrucciones e, incluso, a adoptar las medidas impuestas por la urgencia y recomendadas por la prudencia, en defensa de sus intereses (...). Sin embargo, para hablar de incumplimiento del deber de diligente reacción -sobre el que, al fin, se proyecta el motivo- y de causa de una responsabilidad de la entidad administradora de los bonos por su incumplimiento, sería necesario que aquella inmediata respuesta le hubiera sido exigible antes de la declaración de quiebra de Lehman Brothers. Y, para determinar dicha exigibilidad, no cabe reconstruir el curso causal dando por cierta, como una realidad presente en todos los momentos de la vida de la relación, la insolvencia luego producida. No hay duda de que a la quiebra no se suele llegar de un día para otro. Pero, para afirmar una negligencia por no haber reaccionado a tiempo quien, como profesional, debía haberlo hecho ante unos indicios que pudieran anunciarla, hubiera sido necesaria la demostración de la previsibilidad de la repetida crisis patrimonial de quien emitió los bonos...» (FJ 13).

En cuanto a la previsibilidad del concurso de *Lehman*, es necesario hacer referencia al voto particular firmado por los Sr. Magistrados Sastre Papiol, Ferrándiz Gabriel y Salas Carceller a la STS núm. 460/2014 de 10 de septiembre<sup>19</sup>. Los Magistrados entendieron que la insolvencia de las entidades emisoras de los productos estructurados no podía ser imputable a las sociedades de servicios de inversión que habían colocado estos productos en el mercado, «...

---

<sup>16</sup> CARRASCO PERERA, A.: «"Aventuras, Inventos y mixtificaciones" en el debate relativo a las participaciones preferentes», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 133/2014, págs. 33 y 34. Disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/261703386\\_Aventuras\\_inventos\\_y\\_mixtificaciones\\_en\\_el\\_debate\\_relativo\\_a\\_las\\_participaciones\\_preferentes](https://www.researchgate.net/publication/261703386_Aventuras_inventos_y_mixtificaciones_en_el_debate_relativo_a_las_participaciones_preferentes) (consultado el 02/11/2020).

<sup>17</sup> Véase también las SSTs núm. 207/2015 de 23 de abril (RJ 2015\1863); núm. 205/2015 de 24 de abril de 2015 (RJ 2015\1865) y núm. 116/2016 de 1 de marzo (RJ 2016\812) sobre la improcedencia de la acción de anulabilidad por error vicio en la comercialización de bonos estructurados *Lehman Brothers*.

<sup>18</sup> RJ 2013\3931.

<sup>19</sup> ECLI:ES:TS:2014:4339.

*pues se trataba de entidades con la mejor calificación crediticia por parte de las tres entidades de rating, incluso el día anterior a su caída, de modo que era difícilmente previsible su quiebra, lo que ello supone un supuesto paradigmático de caso fortuito ex art. 1105 CC, suceso que no pudo preverse, "siendo inexcusable la imprevisibilidad del daño causado a terceros (STS de 4 de abril de 2000), la cual se valorará dentro de la normal y razonable previsión que se exija adoptar en cada supuesto concreto (STS de 20 de julio de 2000)..." (STS de 4 de noviembre de 2004)». De lo contrario, de haberse exigido a las entidades bancarias prever la quiebra de Lehman, «se les estaría exigiendo una "diligentia exactissima" conducente a un sistema de pura responsabilidad objetiva»<sup>20</sup>.*

Siguiendo los pasos de la sentencia de 18 de abril de 2013, la STS núm. 728/2016 de 19 de diciembre de 2016<sup>21</sup> desestimó el recurso de casación interpuesto por unos inversores que adquirieron un bono estructurado «Bacom» el 28 de junio de 2007 y absolvió a Bankinter, arguyendo que «... en el folleto entregado previamente y en el propio contrato se informaba al cliente sobre quién era el emisor y quién el garante del producto estructurado, que eran las sociedades en las que podía materializarse el riesgo de insolvencia. Tampoco podría considerarse incumplida una obligación de información al cliente, con posterioridad a la celebración del contrato, sobre la insolvencia en la que estaba incurriendo Lehman Brothers, puesto que en la instancia se ha afirmado que Bankinter no conocía esta situación ni estaba en posición de conocerla».

Mismo fallo alcanzaron las SSTS núm. 380/2015 de 7 de julio<sup>22</sup> y núm. 355/2017 de 6 de junio<sup>23</sup>, después de determinar que los clientes no fueron ajenos al funcionamiento de los productos financieros adquiridos y que la información otorgada sobre las características, funcionamiento y riesgos asociados del producto fue clara, concreta, precisa y suficiente, siendo claramente explicados los riesgos especulativos antes de la contratación en el correspondiente folleto de prestación y exposición comercial del producto. La STS núm. 377/2015 de 6 julio<sup>24</sup> estableció, en el marco de una nota estructurada, que no procedía la pretensión de daños y perjuicios por incumplimiento del deber de información de la entidad bancaria, pues quedó probado que el folleto explicativo entregado al cliente contenía información clara, concreta, precisa y suficiente sobre las características del producto y sus riesgos, folleto que complementaba el contrato de adquisición especificando el alto riesgo especulativo que asumía, sin que pudiera desconocer las claras advertencias especificadas en su portada, además de una identificación completa del producto adquirido refiriendo denominación, fecha y valor nominal, Código ISIN, características del producto y entidades emisoras y garantes del mismo.

Hacer mención a la STS núm. 82/2014 de 20 de febrero<sup>25</sup> -que podría contraponerse a la ya comentada STS 583/2016 de 30 de septiembre (*vid supra*

---

<sup>20</sup>OLIVA BLÁZQUEZ, F.: «Comentario a la Sentencia...», *op.cit.*, p.23. Disponible en: [www.aranzadigital.es](http://www.aranzadigital.es) (Consultada el 03/11/2020).

<sup>21</sup> ECLI: ES:TS:2016:5378.

<sup>22</sup> RJ 2015\3913.

<sup>23</sup> RJ 2017\2792.

<sup>24</sup> RJ 2015\4115.

<sup>25</sup> RJ 2014\1379.

II)-, según la cual «... para interpretar el contrato no pueden tomarse en consideración expresiones aisladas del mismo, descontextualizadas del conjunto, como pretende el recurrente, (sino) la totalidad del contrato, en el que junto a la previsión de garantía de devolución del 100% del capital invertido consta que "el presente producto financiero es una obligación contractual del emisor para con el inversor» y establece, bajo el epígrafe "riesgos de inversión", que la inversión puede verse afectada por la solvencia del emisor, constando en el anexo del contrato que el emisor era Lehman Brothers (...). La intención común de las partes fue la de contratar el producto estructurado emitido por LEHMAN BROTHERS, en el que era el propio emisor quien garantizaba la devolución del 100% del capital invertido, por lo que constituía un riesgo del producto la solvencia del emisor, tal como se expresa en el texto del documento contractual [condiciones generales y particulares] (...), estipulándose en el contrato la carencia de acción del suscriptor del producto contra el emisor del subyacente o, caso de estar el producto referenciado a un índice, frente al "sponsor" de dicho índice. Con ello se hacía referencia al carácter de derivado financiero del producto, ligado a la evolución de un producto subyacente o de un índice... ». Además, señaló que «... el contrato no establece la garantía de un tercero, al modo de una fianza, sino que la garantía es entendida como compromiso del emisor del producto de proteger al inversor frente a los vaivenes de los mercados financieros, asegurándole que, cuanto menos, recuperaría la inversión. Tal compromiso queda vinculado obviamente a la solvencia del emisor del producto, como se expresa en el contrato, con lo cual cuando este deviene insolvente (...) la obligación asumida resulta incumplida. El término "garantía" puede tener diversos significados, y es utilizado con frecuencia en relación al compromiso que asume el vendedor de un producto o el prestador de un servicio, de responder de la calidad y utilidad del mismo en ciertas condiciones y con determinado alcance».

### 3. Conclusiones

No informar sobre el riesgo de insolvencia de la entidad emisora y tampoco de sus consecuencias -que son obvias- en la comercialización de participaciones preferentes y productos estructurados emitidos por *Lehman*, no puede considerarse como un incumplimiento de los deberes de información que la normativa pre-MiFID y post-MiFID imponía e impone a las entidades bancarias.

Y esto porque (i) no existía previsibilidad de la ulterior quiebra del emisor, siendo muestra de ello la alta calificación crediticia que las agencias de *rantig* daban a *Lehman*, incluso el día anterior a su caída, y (ii) la materialización del riesgo de insolvencia y consiguiente pérdida de todo lo invertido no justifica la existencia de un nexo causal entre el presunto incumplimiento del deber de información sobre el riesgo y el daño sufrido por los inversores, ya que la verdadera causa del daño sufrido radica en la quiebra del banco emisor de los productos -riesgo externo al producto en sí mismo- (en el supuesto de una acción de indemnización por daños y perjuicios), y tampoco justifica el padecimiento en el inversor de un error, pues el fracaso de la inversión es la relación de un riesgo sobrevenido y no preexistente (en el supuesto de una acción de anulabilidad del contrato).