

Problemas informativos y transparencia financiera: análisis del caso de las cláusulas suelo

*Carlos Monasterio Escudero**

Uno de los mercados donde los problemas informativos se plantean con más intensidad es el mercado financiero. Por un lado, porque los problemas informativos afectan a una gran parte de la población, cuando afronta la tarea de cómo invertir su ahorro de forma rentable y segura o trata de minimizar el coste de los préstamos solicitados. Por otro, porque la constante innovación financiera y el hecho de que los mercados financieros sean cada vez más complejos y estén más globalizados, supone mayores obstáculos para disponer en todo momento de la información relevante. El objetivo del artículo es repasar, en primer lugar, cuáles son los problemas informativos generales, para estudiar a continuación su incidencia en los productos financieros. Aplicaremos este marco de análisis a un caso concreto, de gran relevancia en España, como es el asunto de las cláusulas suelo, para examinar qué tipo de problemas informativos aparecen con más intensidad en este mercado y de qué modo el marco legal (Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013) ha considerado el argumento de la falta de transparencia informativa para declarar nulas este tipo de cláusulas.

Como es sabido, los mercados surgieron como lugares físicos en los que compradores y vendedores se reunían presencialmente, para intercambiar mercancías de características simples, como eran los productos agrícolas o ciertas manufacturas artesanas, cuyas cualidades podían comprobarse mediante una inspección simple.

De la situación anterior, que es la propia de las grandes ferias medievales, punto de encuentro de numerosos mercaderes y compradores y vendedores de todo tipo, hemos pasado a un mundo

en que, si bien seguimos designando como “mercado” al lugar de referencia de los intercambios, este ha experimentado profundos cambios, en el sentido de que:

- Los vendedores y compradores no están físicamente presentes y en muchas ocasiones, están ubicados incluso en países y continentes distintos.
- Las mercancías y servicios son complejos y tienen multitud de características, de modo

* Catedrático de Hacienda Pública, Universidad de Oviedo.

que conocer la calidad global del producto requiere un costoso aprendizaje, por parte del comprador, ya sean bienes de consumo duradero, productos financieros complejos u otros productos bancarios.

- En muchas ocasiones, los mercados son virtuales y en ellos se negocian derechos sobre activos financieros (anotaciones en cuenta sobre deuda pública u otros valores) o se refieren a las características del mercado en alguna fecha futura (derivados, mercados de futuros), de modo que es muy difícil conocer las características exactas del producto, incluso para los agentes especializados y los reguladores.

Por todo lo anterior, fuera de la situación en la que se intercambian bienes simples, cuyas características son bien conocidas, el problema surge porque obtener información es costoso y quienes invierten en adquirir mayor información sobre un mercado, pretenderán obtener un rendimiento de sus inversiones en adquirir información, es decir, esperarán mayores rendimientos que los no informados, lo cual es un obstáculo al funcionamiento de los mercados con eficiencia informativa (Grossman y Stiglitz, 1980).

Según el análisis microeconómico, las propiedades asignativas de los mercados de competencia se basan en el cumplimiento de una serie de hipótesis, que en el mundo real no es fácil que se cumplan de modo sencillo. Una de esas hipótesis necesarias para el correcto funcionamiento de los mercados de competencia es la de que tanto compradores como vendedores están perfectamente informados de las características de las mercancías o servicios que van a ser objeto de intercambio. Que exista información suficiente y que dicha información está distribuida de modo simétrico entre compradores y vendedores no es un objetivo sencillo de conseguir.

Ante esta situación, el problema que se plantea es el de asegurar un funcionamiento eficiente de los mercados, como mecanismos de asignación, lo cual convierte a la información en sí misma en

un nuevo bien, que ha de ser “producido” (el proceso costoso de obtener información) y que posteriormente puede ser vendido o diseminado de manera gratuita. Otra dimensión de los mercados informativos sería la de validar la relevancia de la información existente y de sus distintas dimensiones (Hirshleifer, 1973).

Otro asunto importante es generar incentivos para el uso de la información existente por parte de los participantes en el mercado. A pesar de la amplia información al consumidor sobre productos y servicios financieros que existe en la mayoría de países de la OCDE, muchos consumidores tienen problemas para utilizarla de modo adecuado y tomar decisiones responsables (CFPB, 2013: 19-22).

Los programas de educación financiera auspiciados por la OCDE/INFE (2012) y las diversas estrategias nacionales de educación financiera, desarrolladas por la mayoría de países de la OCDE (Griffoni y Messy, 2012) tratan de avanzar en este sentido, pese a lo cual las mediciones de las competencias de educación financiera ofrecen un bajo nivel de conocimiento, al menos en el caso de España (Adicae, 2013).

Una manera de paliar los problemas informativos es considerar la información como un bien público, de modo que sea el sector público quien invierta en información, para poner el conocimiento al alcance de todos los participantes en el mercado. Alternativamente, el sector público puede intervenir mediante regulación, obligando a que al menos ciertas características esenciales de los bienes o servicios intercambiados sean reveladas por aquella parte que goza de asimetrías informativas en su favor.

Problemas informativos y su incidencia en el sector financiero

Uno de los mercados donde los problemas informativos se plantean con más intensidad es el mercado financiero. Por un lado, porque los problemas informativos afectan a una gran parte de la

población, cuando afronta la tarea de cómo invertir su ahorro de forma rentable y segura o trata de minimizar el coste de los préstamos solicitados. Por otro, porque la constante innovación financiera y el hecho de que los mercados financieros sean cada vez más complejos y estén más globalizados, supone mayores obstáculos para disponer en todo momento de la información relevante. En este contexto, el objetivo de este apartado es repasar, en primer lugar, cuáles son los problemas informativos generales, para estudiar su incidencia en los productos financieros.

Selección adversa

Estamos en presencia de *selección adversa* cuando existen grupos distintos de personas, atendiendo al riesgo que presentan ante la ocurrencia de cierta contingencia, como el riesgo de sufrir cierta enfermedad o el riesgo de impago de un préstamo. En este caso, si el asegurador aplica una prima o un interés basados en la pérdida media esperada, se encontrará con que los que tienen bajo riesgo probablemente no adquieran el seguro o el préstamo, mientras que los grupos de riesgo alto adquirirán mayores coberturas, originando así una pérdida al asegurador/prestamista, que al elevar las primas/intereses en el siguiente período volverá a perder los buenos riesgos.

Ante los problemas de selección adversa, la asimetría informativa que se produce puede ser corregida mediante la aplicación de mecanismos de información que reduzcan dicha asimetría, como chequeos médicos, bases de datos de impagados¹, etc., todo lo cual aumenta el coste para los aseguradores privados.

Riesgo moral

Existe *riesgo moral* cuando el asegurado potencial o el usuario de un servicio puede influir sobre

la probabilidad de que ocurra cierta contingencia, mediante acciones no observables por parte del asegurador². En los seguros de automóviles o de incendios, en el desempleo o en la cobertura privada de ciertas enfermedades, pueden producirse fenómenos de este tipo.

En los mercados financieros puede darse un problema de riesgo moral en el caso de los fondos de inversión en los que el vendedor tiene conexión con los gestores y estos últimos podrían multiplicar las operaciones que maximizan las comisiones obtenidas, sin proporcionar mayor rentabilidad a los partícipes.

Información imperfecta y costosa

En este caso, el problema viene dado porque el conocimiento completo del producto obliga a incurrir en gastos cuantiosos (p. ej.: información meteorológica, que exige para las predicciones un costoso sistema de satélites, puntos de observación y medición, además de modelos interpretativos y analistas; información sobre el tráfico, que requiere cámaras y puntos de observación diseminados por toda la red de carreteras).

Puede apreciarse que la característica de *información imperfecta* aparecerá en muchos bienes de características complejas. En ciertos casos, como el mencionado de la información meteorológica, estamos ante una especie de "bien público" que el Estado puede proporcionar a todos los ciudadanos, que colectivamente pagan las agencias meteorológicas a través de sus impuestos.

En el sector financiero, el verdadero precio de las operaciones de endeudamiento puede ser difícil de percibir, cuando a los intereses a pagar se unen comisiones de estudio, apertura, contratación de productos asociados, etc. La regulación para informar a los clientes del tipo de interés efectivo trata de resolver un problema de este tipo.

¹ Las bases de datos puede ser negativas, informando de quienes han incumplido compromisos crediticios o positivas, reflejando todo el historial de préstamos pagados puntualmente.

² También existe un problema de riesgo moral si el coste de obtener dicha información es muy elevado o prohibitivo para el asegurador.

Información asimétrica

Hay ocasiones en las que el problema no es tanto la carencia de información completa sobre el producto (que también), sino el hecho de que dicha información está *asimétricamente distribuida* entre los participantes en el mercado³. Ejemplo típico es el caso de los cuidados de salud, donde los enfermos tienen información acerca de sus síntomas, que pueden describir con mayor o menor precisión, pero ignoran el valor de los distintos tratamientos y/o medicamentos existentes en el mercado, para tratar de modo efectivo sus dolencias.

En este caso, decimos que se trata también de un supuesto de *demanda derivada*, donde el paciente describe al médico su problema de salud y es este último, el profesional sanitario, quien realmente demanda los cuidados médicos concretos que utilizará el paciente.

Surge así un potencial *conflicto de intereses*, puesto que los médicos podrían actuar recomendando aquellos tratamientos más prolongados, que maximicen su renta, en vez de los más eficaces. Para tratar este problema, se supone que tanto la propia ética personal de los profesionales médicos como la existencia de códigos deontológicos profesionales son instrumentos para minimizar los posibles problemas derivados del conflicto de objetivos.

Un caso semejante al anterior se plantea en los mercados financieros, cuando los inversores particulares desean materializar una determinada estrategia inversora, pero no conocen todos los detalles de los mercados de renta fija y variable, tanto nacionales como internacionales, mercados de materias primas, divisas, derivados, etc. y recurren para ello a entidades especializadas en la prestación de servicios de inversión. El conflicto de intereses puede surgir aquí porque la rentabilidad y comisiones percibidos por la entidad financiera pueden ser mayores en activos o fondos de inversión que no son los más adecuados para los objetivos de inversión y nivel de riesgo del cliente.

En este caso, el llamado “Test de Idoneidad MiFID” permite conocer los objetivos generales de inversión, según la edad, nivel de renta y patrimonio, plazo de la inversión y nivel de riesgo que está dispuesto asumir el cliente, recomendándole, a partir de estas variables, una determinada estrategia de gestión de su cartera.

Información sobre mercados de futuros

La información que suministra el mercado es también imperfecta en el sentido de que, en muchas ocasiones, no permite conocer los *datos básicos de los productos y servicios* (calidad del producto, precio del activo, rentabilidad) *para cualquier fecha relevante del futuro*. Cuando realizamos contratos a largo plazo o adquirimos bienes de inversión o de consumo duradero, la información sobre futuros se convierte en uno de los aspectos más relevantes. Los mercados de seguros cubren, hasta cierto punto, ante esta eventualidad, pero en otras ocasiones resulta muy difícil protegerse frente a ciertas eventualidades futuras.

En el mercado financiero, cuando nos endeudamos a largo plazo a un tipo de interés variable, la información sobre el mercado futuro se convierte en una información relevante durante el plazo de vigencia del préstamo.

Señalización

Mediante la *señalización*, uno de los agentes del mercado emite o hace pública una información (“envía una señal”), poniendo de manifiesto una característica que quiere hacer pública al mercado, para que el resto de agentes, antes de tomar sus decisiones, la conozcan y pueda tenerla en cuenta. Al enviar la señal y hacer pública esa información, el agente que la emite quiere poner de relieve esa característica, normalmente para que sea tenida en cuenta por la otra parte, que así le verá de modo más favorable.

³ La mayor parte de los problemas informativos tiene asociados algunos rasgos de información asimétrica, como sucede por ejemplo con la selección adversa o el riesgo moral.

Por ejemplo, el aspirante a un trabajo que envía un *curriculum vitae* con más información que la solicitada por el posible empleador, lo que pretende es poner de manifiesto su esfuerzo y sus logros, incluso en campos no relacionados con el puesto de trabajo al que aspira, para hacer ver que es un trabajador esforzado y que se interesa por actualizar su formación.

Existe un conflicto de objetivos entre suministrar información sintética, que refleje solamente las características y riesgos esenciales del producto o pretender ofrecer información exhaustiva, que describa todas sus características, aun a riesgo de dificultar su manejo real.

En el mismo sentido, una entidad financiera que comercializa y asesora sobre productos de inversión y hace público su compromiso previo de que, en caso de disconformidad de un cliente, está dispuesta a devolver el importe invertido o admitir un arbitraje sobre las discrepancias, está enviando un mensaje de compromiso fuerte de respetar las reglas de transparencia en la comercialización de dicho producto y su interés para que sus clientes sepan sus esfuerzos en pro de un asesoramiento completo y objetivo. También puede mencionarse aquí el caso de las entidades financieras adheridas al Código de Buenas Prácticas hipotecarias, que voluntariamente se comprometen a ofrecer diversas soluciones, incluida la dación en pago, a los deudores hipotecarios sin recursos.

Expresado en otros términos, las entidades financieras que emitan señales de este tipo, están buscando construir un "capital reputacional", haciendo público un compromiso que va más allá del respeto a las normas de transparencia y protección a la clientela que establece la regulación vigente.

Es importante subrayar que cualquier aproximación realista a los problemas informativos en

los mercados debe partir de la consideración de que *la información perfecta es una característica ideal*, que en la práctica se da solamente en unos pocos bienes de características simples.

Lo más frecuente es que estemos frente a casos en los que existe un cierto nivel de imperfección informativa, en cuyo caso la cuestión esencial a plantearnos no es el intentar llegar a una situación de información absolutamente completa, sino a una en la que los agentes de mercado y en especial los compradores, conozcan las características esenciales del producto, es decir, aquellas que permitan disfrutarlo en condiciones normales de calidad y prestaciones.

Existe también un conflicto de objetivos entre suministrar *información sintética*, que refleje solamente las características y riesgos esenciales del producto o pretender ofrecer *información exhaustiva*, que describa todas sus características, aun a riesgo de dificultar su manejo real.

En tercer lugar, debemos tener presente que, por la misma naturaleza del problema, podemos intentar que los oferentes (sean estas compañías de seguros o empresas que ofrecen servicios y productos de inversión) ofrezcan la información suficiente para paliar las asimetrías informativas sobre las *características actuales del producto*, pero no parece razonable que, más allá de información proporcionada a título ilustrativo, se les exija que ofrezcan *información completa y cierta sobre mercados de futuros*⁴, por la sencilla razón que lo máximo que pueden hacer es asignar ciertas probabilidades subjetivas al valor de las variables relevantes en el futuro (del mismo modo que los Estados, con todo el aparato administrativo a su disposición, no pueden informarnos sobre el nivel de empleo, los precios o el nivel de déficit de ejercicios futuros).

Finalmente, debe distinguirse claramente que no hay que confundir la calidad de la información

⁴ En este sentido, en la información precontractual proporcionada a los particulares que van a contratar un préstamo hipotecario, hay que distinguir claramente la relativa a los gastos y comisiones aplicables, plazo de la operación y aquella otra información relativa al posible pago de intereses durante toda la vida del préstamo, en el caso de los créditos concertados a tipo de interés variable.

suministrada *ex ante* con los resultados financieros *ex post* y que la bondad de la primera no puede juzgarse según la rentabilidad obtenida *a posteriori*, aunque en muchas ocasiones la conducta de algunos inversores da por buena la información, si la rentabilidad es elevada y lo contrario, si es reducida. Piénsese, a título de ejemplo, la práctica ausencia de reclamaciones sobre productos híbridos mientras la rentabilidad de estos era superior a la de los depósitos a plazo y las entidades emisoras no tenían problemas de solvencia.

Un caso de estudio: los problemas informativos en cláusulas suelo y la Sentencia de Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013

Debido al hecho de que los créditos hipotecarios son una de las modalidades más importantes de productos de activo para las entidades financieras y que, para los particulares, frecuentemente constituyen la modalidad de endeudamiento más relevante a lo largo de su vida, la normativa de transparencia, que trata de resolver las asimetrías informativas en materia de créditos hipotecarios, es de las más antiguas y de mayor alcance.

Concretamente, hace ya más de veinte años la Orden Ministerial (OM) de 5 de mayo de 1994, establecía las condiciones de información y los plazos que debían respetarse, como normas de transparencia de obligado cumplimiento, en materia de préstamos hipotecarios. En dicha norma se

En el caso de los préstamos hipotecarios confluyen varios posibles problemas informativos: información imperfecta, riesgo moral, mercados de futuros y acciones de señalización.

establecía, por primera vez, la obligación de información previa, mediante la entrega de una oferta vinculante, en la que se detallaban las condiciones de la operación hipotecaria a formalizar. Dicha normativa de transparencia se aplicaba en el caso

de financiación para vivienda y siempre que el importe no excediera de 150.253 euros.

La normativa posterior (Real Decreto Ley 6/2012 de protección de deudores hipotecarios, Ley 1/2013, de medidas para reforzar la protección de deudores hipotecarios, Orden EAH 2899/2011 –capítulo II– de transparencia de las operaciones hipotecarias y Circular del Banco de España, 5/2012) suprime el límite cuantitativo de los 150.253 euros y extiende la protección a todas las operaciones de préstamos para financiar la vivienda habitual, además de ampliar la información a suministrar y convertir en normativa cuestiones antes contempladas como buenas prácticas financieras.

Es importante mencionar también que el artículo 20 de la Orden EAH 2889/2011 dispone que, para que quienes demanden préstamos hipotecarios puedan disponer de la información adecuada, el Banco de España (BdE) elaborará una guía de acceso al préstamo hipotecario donde se explica el sentido de toda la información relevante (BdE, 2013). Por tanto, dicha guía hipotecaria es un nexo de unión entre la educación financiera y la normativa de transparencia, ya que proporciona el conocimiento necesario para comprender el sentido de la información suministrada en cumplimiento de la normativa de transparencia. Confluyen, en el caso de los préstamos hipotecarios, varios posibles fallos informativos que deben ser tenidos en cuenta: problemas de información imperfecta, como es el tener en cuenta todas las comisiones y gastos de la operación, para el cálculo de la TAE efectiva; problemas de riesgo moral, que pueden derivarse de la conducta de prestatarios negligentes que solicitan cantidades elevadas, sin medir su capacidad de devolución; problemas de mercados de futuros, que llevarían a inclinarse por tipos fijos o variables y con o sin cláusulas suelo, según el entorno de tipos de interés que se prevea para el futuro relevante; y finalmente, acciones de señalización, en el caso de las entidades adheridas al Código de Buenas Prácticas, que ofrecen soluciones a los deudores hipotecarios sin recursos, como la reestructuración de la deuda, alquileres sociales o dación en pago.

Como es sabido, la regulación sobre comisiones y gastos y la O.M. de mayo de 1994 y sus desarrollos posteriores contemplan el primero de los asuntos mencionados; las normas de consulta a la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permiten paliar el segundo y la información precontractual, en forma de oferta vinculante, con información específica sobre la existencia de cláusulas suelo, tiene que ver con la información sobre futuros.

Desde el punto de vista jurídico, la STS sobre cláusulas suelo ha sido criticada por convertir los posibles defectos de transparencia en un criterio más de validez de las condiciones del contrato, llegando a un pronunciamiento igual para todos los sujetos, independientemente de la información suministrada al cliente concreto, que en ocasiones podrá beneficiarse de la nulidad por falta de transparencia incluso si contrató a sabiendas de lo que adquiriría (Muñoz, 2014).

Sobre este asunto, la Sentencia del Tribunal Supremo (STS) del 9 de mayo de 2013, declarando la nulidad de las cláusulas suelo, ha tenido un impacto fundamental, ya que ha dado lugar posteriormente a un proceso de fuerte homogeneización de las sentencias judiciales, adoptando los tribunales una posición de extremo rigor, considerando que, en términos generales, la entidad no había desplegado nunca suficientes medios para que el cliente tuviera el suficiente “conocimiento efectivo” de lo que estaba contratando (Pérez Hereza, 2015).

Por el gran número de potenciales afectados y por la enorme repercusión social que ha tenido la STS sobre cláusulas suelo, esta ha originado un espectacular incremento de las reclamaciones presentadas por clientes bancarios ante el Servicio de Reclamaciones del Banco de España⁵. A dichas reclamaciones habría que añadir las presentadas

en primera instancia ante los servicios de atención al cliente de las entidades y las reclamaciones judiciales

Desde el punto de vista jurídico, la STS ha sido criticada por convertir los posibles defectos de transparencia en un criterio más de validez de las condiciones generales del contrato, llegando a un pronunciamiento igual para todos los sujetos vinculados al contrato, independientemente de la información suministrada al cliente concreto, que en ocasiones podrá beneficiarse de la nulidad por falta de transparencia, incluso cuando contrató a sabiendas de lo que adquiriría (Muñoz, 2014: 413-415).

Dicho en otros términos: la falta de verificación de la comprensión real “puede constituir un manifiesto abuso de derecho por quienes comprendiendo y consintiendo lo que contrataron, pueden beneficiarse de una declaración de abusividad en abstracto, y por ende, de la nulidad de la cláusula por “falta de transparencia”, y lo que es peor, que este “abuso de derecho” se sustente en una protección por los tribunales que nunca debió alcanzarles” (Muñoz, 2014: 414).

Otra crítica jurídica abunda en este mismo argumento al indicar que “hay un error lógico que comete el TS cuando se plantea que una cláusula

Queda clara la paradoja que supone que las entidades financieras, cumpliendo con lo que el BdE exigía en la normativa sobre transparencia y protección a la clientela, proporcionaron una información que el TS estima no suficientemente transparente, por exigir, entre otras condiciones, datos que el regulador propone como posibles medidas de futuro, no estando por tanto vigentes en el momento de suscitarse la controversia.

considerada abstractamente (que es lo que se contempla en una acción de casación como la

⁵ Las reclamaciones ante BdE oscilaron entre 13.000-14.000, durante el período posterior a la crisis (2009 a 2012), para elevarse espectacularmente hasta las 34.645 en 2013 –de ellas, 18.387 de cláusulas suelo–, para luego descender levemente a 29.528 en 2014, de las cuales 15.595 corresponden a cláusulas suelo. Véanse los datos de BdE (2014 y 2015).

ejercitada) puede ser declarada nula por falta de comprensibilidad real sin atender a las circunstancias del caso concreto” (Gomá, 2015); pero añadiendo que además, al aplicar luego una lógica de compensación, el TS se inventa una nueva categoría jurídica, la de la retroactividad limitada a la fecha de la publicación de la sentencia, que se estima poco convincente, jurídica y lógicamente.

Al ser un caso de enorme relevancia y en el que confluyen diversos potenciales problemas informativos, en este apartado vamos a analizar la STS desde una perspectiva distinta, empleando el análisis económico para ver en qué medida los postulados de la Economía de la Información han sido tenidos en cuenta en dicha sentencia.

Analizada desde un punto de vista económico, la STS parece declarar la nulidad de las cláusulas suelo a partir de un doble argumento:

- En primer lugar, estarían los problemas informativos que, en ciertos supuestos, impiden a los clientes conocer las verdaderas características del préstamo hipotecario contratado, por falta de transparencia.
- En segundo lugar, estaría su carácter abusivo, relacionado con un desequilibrado reparto de riesgos, puesto que este tipo de cláusulas, según la STS “dan cobertura exclusivamente a los riesgos que para la entidad pudieran tener las oscilaciones a la baja y frustran las expectativas del consumidor de abarataamiento del crédito como consecuencia de la minoración del tipo de interés” (apartado 264 STS).

Sobre el primer asunto, las exigencias de transparencia deberían incluir tanto la claridad y sencillez en su redacción como la posibilidad de conocer su existencia y contenido, previamente a la celebración del contrato. Sin embargo, a la hora de analizar las causas de su uso y su falta de transparencia, la STS utiliza argumentos poco sostenibles desde un punto de vista económico. Por un lado, prescinde absolutamente de las razones

para su uso (citando de forma parcial y un tanto sesgada un informe del Banco de España, 2010) y, por otro, utiliza implícitamente un argumento que supone que los problemas informativos sobre mercados futuros solo afectan a los consumidores, pero no a las entidades financieras.

Respecto a las razones para el uso de cláusulas suelo, hay una llamativa falta de coincidencia entre lo que recoge la STS en su apartado 220:

“220. Además, el referido IBE, en su apartado 3.2 –Causas del uso de las acotaciones a la variación”– expone las dos razones alegadas por las entidades entrevistadas para justificar la aplicación de las cláusulas con acotaciones, sus umbrales o su activación de tipos. Indica que “[l]as entidades entrevistadas han sugerido, como motivos que justifican el papel secundario de estas acotaciones en la competencia dentro de esta área de negocio: [1] el principal interés de los prestatarios en el momento de contratar un préstamo hipotecario se centra en la cuota inicial a pagar, y por ello, como estas cláusulas se calculaban para que no implicasen cambios significativos en dichas cuotas, no llegaban a afectar de manera directa a las preocupaciones inmediatas de los prestatarios [...]”.

Y lo que dice realmente el informe citado, que empieza textualmente su apartado 3.2 afirmando “en las entrevistas con las entidades, se puso de manifiesto que *la causa básica del establecimiento de las cláusulas* que establecen limitaciones al descenso de tipos de interés... *es mantener un rendimiento mínimo de esos activos*⁶ (de los préstamos hipotecarios) que permita a las entidades resarcirse de los costes de producción y mantenimiento de estas financiaciones” (BdE, 2010: 19).

A continuación, el informe BdE especifica que los costes a cubrir son el coste variable del dinero captado (fundamentalmente, recursos minoristas de depósitos a la vista y a plazo) y los costes fijos de los gastos de estructura de mantener su

⁶ El subrayado es nuestro.

política crediticia (costes de estudio, concesión, seguimiento y recuperación del crédito). Según la lógica económica, el suelo del crédito debería cubrir los costes fijos de estructura y el diferencial sobre euríbor, los costes variables. También cita el informe BdE que esta estrategia no es la única para recuperar los costes mínimos, sino que está también la práctica generalizada de la venta cruzada de productos (que se utilizan normalmente para reducir el diferencial de quienes lo contratan).

Solo al final de este apartado del informe BdE y refiriéndose precisamente a las razones que justifican que las cláusulas suelo no hayan sido un elemento esencial en las condiciones de competencia del mercado hipotecario, (BdE, 2010: 20) –conviene recordar que, según los datos del BdE, la parte mayoritaria de la cartera de préstamos hipotecarios, el 70% no tenía cláusulas suelo, que solo afectaban al 30% restante–, cita el informe BdE dos argumentos, siendo el primero de ellos el reproducido en el apartado 220 de la STS.

Aunque dicha STS menciona dos razones, omite curiosamente la segunda, que en opinión del BdE, radica en que “la regulación española no destaca el riesgo de tipo de interés, o mejor, la incertidumbre sobre la variabilidad de los tipos, como un elemento esencial de la información precontractual”.

Los argumentos de la STS para declarar que las cláusulas suelo no son transparentes, están contenidos en el apartado 225 de la STS;

“225. En definitiva, las cláusulas analizadas, no son transparentes ya que:

- a) Falta información suficientemente clara de que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato.
- b) Se insertan de forma conjunta con las cláusulas techo y como aparente contraprestación de las mismas.
- c) No existen simulaciones de escenarios diversos relacionados con el comporta-

miento razonablemente previsible del tipo de interés en el momento de contratar.

- d) No hay información previa clara y comprensible sobre el coste comparativo con otras modalidades de préstamo de la propia entidad –caso de existir– o advertencia de que al concreto perfil de cliente no se le ofertan las mismas.
- e) En el caso de las utilizadas por el BBVA, se ubican entre una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas y que diluyen la atención del consumidor”.

Puede apreciarse que dos de dichos argumentos (letras c y d) supone exigir, con carácter retroactivo, medidas que el informe BdE propone para ampliar los contenidos que deban ser objeto de información previa a la clientela (Banco de España, 2013: 24).

Queda clara la paradoja que supone que las entidades financieras, cumpliendo con lo que el regulador específico (BdE) exigía en la normativa vigente sobre transparencia y protección a la clientela, proporcionaron una información que el STS estima como no suficientemente transparente, por exigir, entre otras condiciones, datos que el regulador propone como posibles medidas de futuro, no estando por tanto vigentes en el momento de suscitarse la controversia. También es llamativo que la STS incorpore como argumentos de su fallo una parte de las conclusiones del informe BdE, precisamente las propuestas sobre mejoras futuras en la información, pero no comente siquiera una parte anterior de dichas conclusiones, en las que el regulador financiero concluye que “las obligaciones de información al cliente que la normativa vigente impone a las entidades de crédito que incorporan estas cláusulas a sus contratos de normalización y, en particular, la advertencia notarial sobre su contenido, pueden considerarse garantía adecuada para que el cliente pueda conocer con suficiente precisión el alcance de este elemento del coste financiero que asume” (Banco de España, 2010: 23).

No comparte esta opinión la STS, que si bien, con carácter general, admite que:

“202. Coincidimos con la sentencia recurrida en que la detallada regulación del proceso de concesión de préstamos hipotecarios a los consumidores contenida en la OM de 5 de mayo de 1994, garantiza razonablemente la observancia de los requisitos exigidos por la LCGC para la incorporación de las cláusulas de determinación de los intereses y sus oscilaciones en función de las variaciones del Euribor.”

Añade posteriormente que:

“223. Lo expuesto lleva a concluir que las cláusulas analizadas superan el control de transparencia a efectos de su inclusión como condición general en los contratos, pero no el de claridad exigible en las cláusulas –generales o particulares– de los suscritos con consumidores”.

En definitiva, tras la STS nos encontramos con que las entidades financieras deberán proporcionar no solo toda la información que exige la normativa de transparencia y protección a la clientela (lo contrario sería sancionable, aplicando la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito), sino también todos aquellos otros datos o informaciones que aseguren que la información sea suficientemente clara para un consumidor. ¿Cuáles son o deben ser dichos datos complementarios? La STS nada dice en este sentido y el problema que se plantea es el de que la normativa de transparencia del regulador especializado no es bastante, para dar información suficientemente clara a los clientes. Añadir más información, para precaverse en este caso, puede conducir a que los tribunales entiendan de nuevo que se está proporcionando “una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas” las informaciones esenciales (que no se sabe con certeza cuáles son).

Precisar lo que se entiende por “el control de comprensibilidad real de su importancia en el desarrollo razonable del contrato” (STS, apartado 215)

supone tanto conocer su funcionamiento, en el momento del contrato, como poder asignar una probabilidad de ocurrencia a las distintas situaciones de los mercados de futuros

Sobre el segundo argumento de la STS, el posible carácter abusivo de las cláusulas suelo y el reparto desequilibrado de riesgos, se trata, en esencia de conocer si en el momento en que se suscribió el contrato existía un desequilibrio de derechos y obligaciones entre las dos partes contratantes. De acuerdo con la Economía de la Información, el problema aquí es si existe una asimetría informativa que hace que una de las partes conozca el estado futuro de los mercados, por tener mejor información que la otra. Para el TS, dicha asimetría informativa sobre mercados futuros existe y de ahí su conclusión de que las cláusulas suelo “dan cobertura exclusivamente a los riesgos que para la entidad crediticia pudieran tener las oscilaciones a la baja y frustran las expectativas del consumidor de abaratamiento del crédito, como consecuencia de la minoración del tipo de interés pactado como “variable”. Al entrar en juego una cláusula suelo previsible para el empresario⁷, convierte el tipo nominalmente variable al alza y a la baja, en fijo variable exclusivamente al alza” (apartado 235 de la STS).

Sin negar que puede existir cierta asimetría informativa, compartir este razonamiento sobre un reparto desigual de riesgos supone admitir, por un lado, que las entidades financieras eran capaces de prever, en el año de firma de los créditos hipotecarios con cláusulas suelo objeto del litigio, procedentes de los años 2005 a 2008, que en 2009 iba a iniciarse una profunda crisis económica y que, como consecuencia de ella, el Banco Central Europeo (BCE) iba adoptar medidas expansivas, consistentes en inyectar liquidez y disminuir los tipos de referencia, lo cual parece exigir un muy alto grado de predicción. Entre otras cosas, es difícil suponer este conocimiento para las entidades cuando los bancos centrales, en su función de reguladores y supervisores financieros, no pudieron prever la amplitud de la crisis ni evitar

⁷ El subrayado es nuestro.

sus tremendos efectos sobre la solvencia del sistema financiero en su conjunto.

Siguiendo con el razonamiento del TS, “para decidir sobre el carácter abusivo de una determi-

Argumentar que existía un reparto desigual de riesgos supone admitir que las entidades financieras eran capaces de prever, en el año de firma de los créditos hipotecarios con cláusulas suelo, que años después, en 2009, iba a iniciarse una crisis económica y que el BCE iba a adoptar medidas expansivas de liquidez hasta reducir al mínimo los tipos de interés, todo lo cual parece exigir un muy alto grado de predicción.

nada cláusula impuesta en un concreto contrato, el juez debe tener en cuenta todas las circuns-

tancias concurrentes en la fecha en la que el contrato se suscribió, incluyendo, claro está, la evolución previsible de las circunstancias” (STS, apartado 237).

Pues bien, si tomamos los datos del pasado, como guía para la evolución previsible en el futuro, los datos del cuadro 1 nos dicen que una serie larga de tipos de interés de préstamos hipotecarios que mirara hacia el pasado, desde 2008, concluiría que era más probable que se activaran las cláusulas techo pactadas en los préstamos hipotecarios (fijadas en el 12%, mayoritariamente, aunque también las hay del 10% y 15%) que las cláusulas suelo (que oscilaban entre el 2,50%-2,75%).

Por otro lado, supone admitir erróneamente que los únicos costes de la política crediticia son los costes variables de remuneración de los pasivos, por parte de las entidades, además de igno-

Cuadro 1

Tipos de referencia del mercado hipotecario, 1993-2013

(En porcentaje)

Año	Tipo medio préstamos hipotecarios vivienda libre (conjunto de entidades)	Euríbor 1 año
1993	15,440	
1994	11,351	
1995	10,428	
1996	10,810	
1997	7,867	
1998	6,115	
1999	5,131	3,213
2000	5,040	3,885
2001	6,390	4,692
2002	4,737	3,312
2003	4,252	2,734
2004	3,475	2,275
2005	3,334	2,343
2006	3,591	2,855
2007	4,811	4,030
2008	5,611	4,733
2009	4,983	3,025
2010	2,810	1,251
2011	2,918	1,504
2012	3,716	1,937
2013	3,216	0,543

Fuente: Banco de España.

rar también el tratamiento de este punto en el informe del BdE de 2010, tan citado por otra parte a lo largo de la STS.

Aun admitiendo un muy improbable perfecto conocimiento del futuro por parte de las entidades financieras, no existiría un desequilibrio importante de los riesgos si consideramos que los costes fijos de la política crediticia deben ser cubiertos en todo caso y que esta es la función principal de los suelos hipotecarios. Que la cobertura de dichos costes fijos es un problema lo señala el informe BdE, al mencionar que la fijación de suelos se refuerza en 2009 "por la reducción del negocio, con lo que ello implica de mayores costes unitarios por unidad de producto, por el mayor peso relativo de los costes fijos de mantener la misma estructura" (Banco de España, 2010: 19).

En definitiva, en el terreno de la argumentación económica, la STS parece compartir, en buena medida, la popular y extendida opinión de que "lo justo" en materia de créditos hipotecarios sería que los bancos cobraran un interés que vendría dado por el euríbor, más un pequeño diferencial⁸. Esta opinión incluye un juicio negativo sobre las cláusulas suelo, dado que impiden, injustamente, beneficiarse de las bajadas del euríbor, a partir de cierto límite. Implícitamente, esta opinión supone que el único coste de la política crediticia es el coste variable de remuneración del pasivo y que el euríbor es la media adecuada de dicho coste.

Sin embargo, esta idea es errónea al menos por tres motivos; no tiene en consideración, como hemos señalado ya, el coste fijo de la política crediticia; no tiene en cuenta el riesgo de liquidez; y no considera las alternativas de inversión a plazo similar para la banca y, en consecuencia, su coste de oportunidad. Veamos sucesivamente cada uno de estos aspectos.

Como hemos comentado anteriormente, respecto a los costes fijos, previamente a la conce-

sión de los préstamos hipotecarios, una entidad financiera debe disponer de unos servicios de admisión y seguimiento del riesgo de crédito, para estudiar las peticiones, decidir de modo informado y seguir la marcha de la cartera de créditos pendiente de devolución. Todo ello significa unos costes fijos, por el importe del coste del personal, equipos informáticos y bases de datos necesarias para gestionar las solicitudes de nuevos préstamos hipotecarios y el estado de pago de los vigentes.

Suponer que el único coste del crédito es el coste variable del pasivo es erróneo al menos por tres motivos: no tiene en consideración los costes fijos de la política crediticia, no tiene en cuenta el riesgo de liquidez y no considera las alternativas de inversión a plazo similar para la banca y, en consecuencia, su coste de oportunidad.

Por lo que atañe al riesgo de liquidez, el plazo de concesión de los préstamos hipotecarios es elevado (podemos tomar 20-30 años, como supuesto más representativo en nuestro país) y presenta importantes asimetrías temporales respecto a los fondos que pueden tomarse prestados en el mercado interbancario, al euríbor, que normalmente se contratan a plazos mucho más cortos. Aparece, por tanto, un importante riesgo de liquidez, derivado, por un lado de que los vencimientos de los préstamos no sirven para hacer frente a los vencimientos del interbancario y no puede asegurarse en modo alguno que, para plazos tan prolongados, no aparezcan crisis de liquidez, en las que puede "secarse" el mercado interbancario o reducirse de modo significativo la oferta de fondos prestables, con el consiguiente aumento del euríbor. Cubrir el coste del correspondiente riesgo de liquidez supone un cierto encarecimiento de los préstamos hipotecarios.

Finalmente, el principal argumento que se olvida es que los préstamos hipotecarios tienen

⁸ Decimos pequeño diferencial porque, al no declarar nulo el contrato, sino solamente una parte del mismo, como es la cláusula suelo, se prescinde del hecho de que, en este tipo de contratos, el menor diferencial sobre euríbor está relacionado con la existencia de cláusula suelo, que actúa como elemento que protege los costes fijos de la política crediticia, como luego veremos.

un coste de oportunidad, que debemos evaluar, comparándolos con la rentabilidad de la alternativa más segura y sin riesgo, para inversiones de plazo similar. A nuestro juicio, este argumento del coste de oportunidad sería el principal motivo para apreciar si hay o no una desviación significativa, en términos de reparto equilibrado de riesgos

En este caso, los bonos del Estado a veinte años son la alternativa comparable. Por lo tanto, el punto de partida para fijar el interés de los préstamos hipotecarios debería ser el de los bonos del Estado de plazo equivalente, 20-30 años, en este caso. Pero como estos últimos tienen también otras ventajas regulatorias, el diferencial debe ser más amplio, para tenerlas en cuenta.

Entre dichas ventajas está, en primer lugar, el menor coste de uso de capital que supone prestar al Tesoro Público, por la ponderación del 0% que se aplica a la deuda soberana de países de la Unión Europea, a efectos de calcular los activos ponderados por riesgo (APR). Aplicando luego sobre los APR el coeficiente de solvencia, se obtiene el capital regulatorio exigido a las entidades financieras.

Frente a esto, las hipotecas tienen una ponderación que va desde un mínimo del 35% (hipotecas residenciales a particulares con un *loan to value* inferior al 80%), pasando por el 50%, hasta un máximo del 100% (hipotecas comerciales).

Designando por M al importe prestado, k al coste de los fondos prestables, r al rendimiento que pedimos a esa inversión (en nuestro caso, el préstamo hipotecario) p , a la ponderación de los préstamos hipotecarios, a efectos de calcular los APR y S al coeficiente de solvencia que debe mantener la entidad, entonces el rendimiento mínimo de la inversión en préstamos hipotecarios, para no dañar la solvencia, vendría dado por la expresión.

$$M (r-k) / M.p > S^{\circ} \quad [1]$$

$$r-k > p.S^{\circ} \quad [2]$$

En el numerador de la expresión [1] está el beneficio –margen neto de intereses– generado

por la inversión, puesto en relación con los activos ponderados por riesgo, que debe ser igual al menos al coeficiente de solvencia exigido, para no dañar la solvencia de la entidad.

Suponiendo $k=0,02$, $p=0,5$ y $S=0,08$, entonces el valor mínimo de r sería 0,06, lo cual significa unas hipotecas al 6%. En el caso más favorable de que $k=0,01$, $p=0,35$ y $S=0,08$, el valor mínimo de r pasaría a ser 0,038, es decir, unas hipotecas a casi el cuatro por ciento.

Además, hay que mencionar que los bonos se supone que son un activo completamente seguro, protegido frente al riesgo de impago, mientras que las hipotecas tienen un riesgo de crédito que viene dado por la morosidad esperada en este tipo de operaciones, lo cual hace que la rentabilidad en la práctica de esta inversión no viene dada por $M (r-k)$, sino por $M (r.n-k)$, que nos mide la contribución al margen de intereses de la cartera hipotecaria no dudosa. Denotando por \underline{m} a la tasa de mora (en tanto por uno) $\underline{n} = (1-m)$.

$$M (r.n - k) / M.p > S^{\circ} \quad [3]$$

Si la morosidad fuese solo del 3%, entonces $n=0,97$.

Finalmente, hay que comentar que $M (r-k) - M (r.n - k)$ representa el margen neto de intereses bruto de impuestos, es decir, sin considerar que puede estar sujeto al pago del impuesto de sociedades, en cuyo caso, si designamos t al tipo de gravamen efectivo del impuesto de sociedades aplicable a la entidad financiera, la anterior expresión $M (r.n - k)$ debe ser sustituida por $[M (r.n - k)] (1-t)$

$$[M (r.n - k)] (1-t) / M.p > S^{\circ} \quad [4]$$

Con un tipo efectivo del impuesto de sociedades a las entidades financieras del 10% ($t=0,1$), $n=0,97$, $k=0,01$, $p=0,35$ y $S^{\circ}=0,08$, entonces el tipo mínimo de los préstamos hipotecarios, necesario para mantener el coeficiente de solvencia sería $r=0,0423$.

Finalmente, tanto en la STS como en las posteriores decisiones judiciales, se observa una cierta confusión entre la información que las entidades financieras deben proporcionar a sus clientes, para asegurar una adecuada transparencia informativa –que sería la condición necesaria para acercarnos al requisito de información perfecta– y el uso efectivo y responsable de la misma por parte de los consumidores, que asegura el cumplimiento de la condición suficiente. Como advierten las experiencias sobre Educación Financiera “en sí misma, la información no mejora necesariamente el proceso de toma de decisiones, es la capacidad de evaluar y usar dicha información lo que determina un proceso competente de toma de decisiones financieras” (Lewis y Messy, 2012: 25). Sin embargo, analizando el caso español, a raíz de la STS de mayo de 2013, se constata que “los tribunales se han visto abocados a elevar el control de transparencia hasta extremos, a mi juicio, insólitos, olvidando que, aun tratándose de contratos con consumidores todo error para que produzca consecuencias jurídicas debe ser excusable. Y es dudoso que merezca protección quien no ha llegado a un conocimiento efectivo de las consecuencias jurídicas de su contrato, pese a haber tenido a su disposición toda la información exigida por la normativa de transparencia y a un notario en el momento del otorgamiento, para que pueda aclararle todas las dudas sobre el alcance de lo que firma” (Pérez Hereza, 2015).

Conclusiones

El requisito de información perfecta es una condición para el funcionamiento eficiente de los mercados. Sin embargo, más allá de bienes simples, de características sencillas, es difícil que este requisito se cumpla en los mercados reales. Considerado el caso de los mercados financieros, su complejidad y la continua aparición de nuevos productos y servicios financieros hacen difícil aceptar que el requisito de información perfecta se cumpla en ellos de modo natural. Son necesarias, por tanto, medidas correctoras de diverso tipo, para paliar este problema.

La Economía de la Información nos proporciona una clasificación útil de los problemas informativos

a los que nos enfrentamos y que deben ser objeto de corrección. En esencia, los problemas informativos son de dos tipos; unos se derivan de diversos tipos de asimetrías informativas y deberían ser objeto de corrección, para que oferentes y demandantes adopten sus decisiones disponiendo, en la medida de lo posible, del mismo nivel de información. Otros, en cambio, se originan por deficiencias en la información sobre mercados futuros y aquí la respuesta debe ser matizada, porque asignar probabilidades al estado de las variables en el futuro es una difícil tarea, especialmente en momentos en los que se produce un cambio en las condiciones generales del mercado, como ha ocurrido tras la crisis financiera iniciada en septiembre de 2008.

Aplicado al caso del mercado hipotecario, la normativa de transparencia e información al consumidor debe proporcionar a este información lo más completa posible sobre las características del producto contratado, evitando que las asimetrías informativas le induzcan a adquirir un préstamo cuyas características esenciales no comprende. Dentro de dichas características esenciales está, sin duda, tanto la modalidad de préstamo contratada (a tipo fijo o variable; TAE efectiva, teniendo en cuenta todas las comisiones y gastos aplicables) como si, en el caso de préstamos a tipo variable, hay establecidos techos y/o suelos a la evolución del tipo de interés. Cuestión distinta a la anterior es la probabilidad de que en un futuro que abarca varias décadas, pueda estimarse razonablemente la probabilidad de que sean operativos los techos o suelos establecidos.

Analizada la regulación sobre este tema en España, parece que esta es suficiente para asegurar que los consumidores puedan conocer las características esenciales del producto contratado y en concreto, la existencia de cláusulas suelo; la normativa de transparencia obliga a incluir esta información en la oferta vinculante, de la que el consumidor debe disponer al menos tres días antes de la fecha de firma de la escritura del préstamo, a lo que hay que añadir la advertencia expresa del notario sobre el particular y que dicha cláusula suelo debe figurar de modo destacado en la propia escritura. Con esta información, un

consumidor medianamente diligente debería estar informado de dicha cláusula

Un problema informativo de distinta naturaleza es conocer la probabilidad de que las cláusulas suelo o techo, pactadas en operaciones de préstamo a veinticinco, treinta o más años, puedan llegar a ser activadas. Cuando las circunstancias del mercado sufren alteraciones profundas, como las registradas a partir de 2008, el problema de conocimiento de los mercados futuros se hace mucho mayor.

En la STS de mayo de 2013, que declaró la nulidad de diversos contratos de préstamo hipotecario con cláusulas suelo, se utilizan en escasa medida las herramientas de la Economía de la Información y otra información económica relevante y cuando lo hace, –circunscribiéndose al informe del BdE al Senado sobre esta materia–, lo hace de forma notoriamente parcial e incurriendo en diversas inexactitudes.

El problema de fondo que plantea dicha Sentencia es que, en buena medida, deja sin valor la normativa sobre transparencia y protección al consumidor, de modo que nos encontramos que las entidades que cumplan dichos requisitos no tienen garantía de haber proporcionado información suficiente, a juicio de los tribunales.

Un importante elemento olvidado en la STS es el principio de responsabilidad personal del inversor, para analizar y utilizar de modo efectivo la información de transparencia recibida, antes de adoptar de modo responsable decisiones financieras relevantes. La información más completa posible no surte efecto, si no es utilizada y tenida en cuenta.

Finalmente, se olvida también el concepto de coste de oportunidad y el hecho de que, para mantener el nivel de solvencia de la entidad, hay una referencia que debería tenerse en cuenta, partiendo de inversiones equivalentes seguras y a largo plazo, para determinar el rendimiento mínimo a exigir en este tipo de préstamos

Referencias

- ADICAE (2013), Nivel de Educación Financiera de la Población Española, Australia y New Zealand Banking Group (ANZ), *ANZ Survey of Adult Financial Literacy in Australia*, ANZ Social Research Centre, mayo.
- BANCO DE ESPAÑA (2010), *Informe del Banco de España sobre determinadas cláusulas presentes en los préstamos hipotecarios*, BOCC – Senado, 7 de mayo: 12-26.
- (2013), *Guía de acceso al préstamo hipotecario*.
- (2014), *Memoria de Reclamaciones 2013*.
- (2015), *Memoria de Reclamaciones 2014*.
- COLINO, J., y J. GONZÁLEZ (Dir.) (2014), *Las Cajas de ahorros y la prevención del tratamiento de la crisis de las entidades de crédito*, Ed. Comares, Granada.
- CONSUMER FINANCIAL PROTECTION BUREAU (CFPB) (2013), *Financial Literacy Annual Report*.
- GOMÁ, I. (2015), *Cláusulas suelo, o lo que mal empieza, mal acaba*, Blog ¿Hay Derecho? (entrada del 11 de noviembre de 2015).
- GRIFFONY, A., y F. MESSY (2012), "Current Status of National Strategies for Financial Education: A comparative Analysis and Relevant Practices", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, Nº 16, OECD Publishing, disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/5k9bcwct7xmn-en>
- GROSSMAN, S., y J. STIGLITZ (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, LXX (3): 393-408.
- HIRSCHLEIFER, J. (1973), "Where Are We in the Theory of Information", *American Economic Review*, LXIII (2): 31-39.
- INTERNATIONAL NETWORK ON FINANCIAL EDUCATION – INFE (2009), *Financial Education and the Crisis. Policy Paper and Guidance*.
- LEWIS, S., y A. MESSY (2012), "Financial Education, Savings and Investments", *OECD Working*

Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n.º 22.

MUÑOZ, C. (2014), "Responsabilidad por la incorrecta comercialización de instrumentos financieros. Afectación de la declaración de cláusula abusiva en la comercialización de operaciones bancarias", en COLINO y GONZÁLEZ (Dir.), op. cit: 405-418.

OECD/INFE (2012), *High – Level Principles on National Strategies for Financial Education*.

PÉREZ HEREZA, J. (2015), "Repaso a la jurisprudencia sobre cláusulas suelo: una visión crítica", *El Notario*, n.º 59, enero-febrero.