GA_P
Gómez-Acebo & Pombo

ANÁLISIS



Mercado de valores

¿Son consumidores los partícipes de un fondo de inversión cerrado?

La Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Tercera) de 15 de octubre del 2026, asunto C-63/25, considera, si el régimen de reembolso de las participaciones en un fondo cerrado se encuentra en una cláusula de los estatutos de ese fondo, que estamos ante cláusulas de naturaleza contractual sometidas al control de abusividad previsto en la Directiva 93/13/CEE. Con estas premisas —entiende—, son consumidores los partícipes en fondos de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva cerradas siempre que no sean inversores profesionales.

REYES PALÁ LAGUNA
Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

Noviembre 2026

§ 1. Con carácter previo procede recordar que las instituciones o entidades de inversión colectiva pueden clasificarse, conforme al Derecho europeo, en *a*) instituciones de inversión colectiva armonizadas (Directiva UCITS) y *b*) entidades de inversión alternativa (Directiva FIA). Estas últimas se definen por exclusión: son aquellas que no tienen la consideración de instituciones de inversión colectiva armonizadas.

§ 2. La Ley 22/2014 tipifica como entidades de inversión colectiva de carácter cerrado (EICC) las entidades de capital riesgo (ECR) y otras entidades de inversión colectiva en las que la política de desinversión de sus socios o partícipes cumpla los siguientes requisitos: *a*) que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes (las conocidas como *distribuciones*), y *b*) que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones. (art. 2 de la Ley 22/2014).

§ 3. Tradicionalmente, en España, las acciones o participaciones de las entidades de capital riesgo y otras entidades cerradas se comercializaban exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales por establecerse así expresamente en la normativa derogada sobre capital riesgo. Y también en la vigente: indica el artículo 75.1 de la Ley 22/2014 que las «acciones o participaciones de las ECR o EICC españolas se comercializarán exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales». En el 2022 se reforma este artículo 75 para incluir la posibilidad de comercializar estas acciones y participaciones entre otros inversores «no profesionales» cuando reúnan alguna de las dos condiciones siguientes: *a*) que tales inversores se comprometan a invertir como mínimo 100 000 euros, y declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto, o *b*) que tales inversores realicen su inversión atendiendo una recomendación personalizada de un intermediario que les preste el servicio de asesoramiento, siempre que, en el caso de que su patrimonio financiero no supere los 500 000 euros, la inversión sea como mínimo de 10 000 euros y se mantenga y no represente, a su vez, más del 10 % de dicho patrimonio. En estos casos de comercialización a inversores no profesionales, ha de entregárseles con carácter previo a la suscripción o adquisición el folleto informativo, en el que se incluirán entre otros extremos el reglamento de gestión del fondo o los estatutos sociales de la sociedad de inversión y el informe anual. Como información precontractual, han de recibir el documento de datos fundamentales para el inversor conforme al Reglamento 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.

§ 4. La reforma legal permitió, pues, a los inversores no profesionales, a los que no se los denomina en ningún momento *consumidores* en la norma española, acceder a estos productos de alto riesgo, en el marco del objetivo general de impulsar la industria española del capital riesgo.

§ 5. Pues bien, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Tercera) de 15 de octubre del 2026, *K. Sz. y otros contra Z. Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (FIZ)*, asunto C-63/25, responde afirmativamente a la

pregunta planteada en lo que parece ser una manifestación más de la *vis attractiva* del Derecho del consumo sobre el Derecho del mercado de valores, en este caso, para la protección de los inversores no profesionales en entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva cerradas. Siguiendo las conclusiones del abogado general, la Sala desarrolla unas tesis que parecen no tener en cuenta la normativa sectorial tuitiva del inversor minorista —no menciona ni una sola vez las directivas UCITS y FIA (el abogado general, sí la segunda)— y considera que, si el régimen de reembolso de las participaciones en un fondo cerrado, en el Derecho polaco, figura en una cláusula de los estatutos de ese fondo (en el Derecho español se incluye en el reglamento de gestión del fondo), estamos ante cláusulas de naturaleza contractual que quedan sometidas al control de abusividad previsto en la Directiva 93/13/CEE, sobre cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

Las cláusulas de reembolso en fondos de inversión alternativos pueden quedar sometidas al control de abusividad si el partícipe es un consumidor

§ 6. Es cierto que la amplitud del concepto de *consumidor* recogido en la citada directiva de cláusulas abusivas permite incluir en él a cualquier persona física en donde la inversión mobiliaria sea un fin no relacionado con la actividad profesional del suscriptor (un médico y sus padres en este caso). Pero también es cierto que la sentencia obvia la invocación de la normativa financiera tuitiva del inversor minorista, que otorga una protección a través de la información pre- y postcontractual a quienes, como es el caso, invierten 91000 euros cada uno en participaciones de un fondo de inversión cerrado. La sentencia considera, como sostiene el abogado general, que la suscripción de participaciones o certificados de un fondo cerrado es una operación contractual bilateral entre el fondo personificado y la persona física: hay una oferta escrita del profesional, una aceptación mediante la cumplimentación de un formulario predefinido y el pago del importe correspondiente. De esta forma, el contrato de suscripción así perfeccionado está comprendido en el ámbito de aplicación de la Directiva 93/13. «No es necesario afirmar que los estatutos, como tales y en su totalidad, están comprendidos en dicho ámbito: basta con señalar que las cláusulas estatutarias declaradas vinculantes por dicho contrato regulan su contenido». Recuérdese que los contratos relativos «a la constitución y estatutos de sociedades» quedan fuera del ámbito de aplicación de la directiva de cláusulas abusivas.

§ 7. Por ello, «una disposición de los estatutos de un fondo de inversión cerrado, que define los derechos y las obligaciones del partícipe, incluidas las normas y los plazos de recompra de los certificados de inversión por parte del referido fondo a sus partícipes», es una cláusula contractual no negociada individualmente, en el sentido del artículo 3.2, de la Directiva 93/13, «si el partícipe pudo

familiarizarse con los estatutos antes de convertirse en partícipe del fondo y aceptó su texto mediante una declaración escrita al suscribir los certificados de inversión». Para llegar a esta conclusión, el tribunal considera, en primer lugar, que unas disposiciones estatutarias de un fondo de inversión cerrado, cuya actividad consiste en invertir en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario recursos financieros recaudados mediante una oferta de adquisición de certificados de inversión, están comprendidas en el ámbito de aplicación de la directiva sobre cláusulas abusivas cuando el partícipe de ese fondo ha adquirido, para fines ajenos a una actividad profesional, certificados de inversión emitidos por dicho fondo y las mencionadas disposiciones estatutarias definen las condiciones de recompra de esos certificados por el mismo fondo, caracterizando así una relación contractual entre éste y el citado partícipe. En segundo lugar, entiende que una disposición estatutaria que establece condiciones de recompra de certificados de inversión debe tenerse por una cláusula contractual no negociada individualmente, en una situación en la que el partícipe del fondo ha tenido conocimiento de esos mismos estatutos antes de adherirse a ese mismo fondo y ha aceptado su contenido en una declaración escrita en el momento de la suscripción de dichos certificados sin poder negociar esa cláusula.

§ 8. Los hechos del caso se resumen como sigue: tres personas físicas —una médico y sus padres jubilados— adquirieron, siguiendo la recomendación de un empleado de su banco, certificados de inversión emitidos por un fondo polaco de inversión cerrado, organismo de inversión colectiva dotado de personalidad jurídica en dicho país, fondo constituido y gestionado por una sociedad cuyo funcionamiento se rige por los estatutos adoptados por ésta. La adquisición tuvo lugar en el 2016 mediante la cumplimentación de formularios normalizados, en los que cada suscriptor declaraba conocer y aceptar las condiciones de emisión y los estatutos del fondo. El valor total de la inversión de cada uno de los suscriptores ascendía a aproximadamente 91 000 euros.

§ 9. En el 2019, los suscriptores solicitaron la recompra íntegra de sus certificados. El fondo polaco de inversión cerrado procedió únicamente a recompras parciales invocando la cláusula estatutaria que le permite reducir las solicitudes de recompra cuando el valor total de los certificados que deben recomprarse supere el 20 % del valor de los activos líquidos del fondo. El Tribunal Regional de Varsovia desestimó la demanda de los suscriptores, al considerar que los estatutos de dicho fondo no constituyen un contrato y no están sujetos al control del carácter abusivo en el sentido del artículo 385 del Código Civil polaco. El Tribunal de Apelación de Varsovia suspendió en apelación el procedimiento y planteó al Tribunal de Justicia tres cuestiones prejudiciales: la primera, sobre la condición de consumidor de estos inversores personas físicas, que resolvió afirmativamente; la segunda, sobre la condición de profesional del fondo de inversión (ídem), y la tercera, que es la que comentamos aquí.

§ 10. Es cierto que, si se cumplen las normas de conducta por parte de las entidades financieras en sus relaciones con clientes, muy probablemente el inversor minorista no hubiera podido argumentar de forma convincente ante la jurisdicción ordinaria la pretensión de recuperar su inversión, pero no lo es menos que se trataba de una inversión de alto riesgo, en principio reservada a inversores profesionales,

sin perjuicio de que el legislador abriera la puerta a determinados inversores minoristas con patrimonios de cierta entidad. En esta situación, el recurso al Derecho del consumo parece ser la vía que permite, mediante el control de abusividad de cláusulas contenidas en los estatutos de un fondo de inversión cerrado polaco, otorgar al menos la posibilidad de que los tribunales nacionales se pronuncien sobre esta cuestión.

Advertencia legal: El contenido de este documento no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

Para más información, consulte nuestra web www.ga-p.com, o diríjase al siguiente *e-mail* de contacto: info@ga-p.com.