

RESPONSABILIDAD DEL GESTOR DE LA CARTERA DE VALORES POR LAS PÉRDIDAS DERIVADAS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRODUCTOS FINANCIEROS ADQUIRIDOS¹

Dra. Karolina Lyczkowska

Investigadora del Departamento de Derecho Civil

Centro de Estudios de Consumo

Universidad de Castilla-La Mancha

Resumen: Este artículo resume y comenta brevemente dos sentencias recientes del Tribunal Supremo en la materia de la responsabilidad del gestor de la cartera de valores en caso de pérdidas derivadas de la fluctuación del valor de los instrumentos. También se comenta la sentencia del TJUE en la que el tribunal aclara los supuestos de exención a la obligación evaluación del perfil del inversor.

Palabras clave: gestión de carteras, instrumentos financieros, responsabilidad

Title: Portfolio manager's liability for the losses produced by the evolution of the acquired financial instruments

Abstract: This paper summarizes and briefly comments on two recent rulings of the Supreme Court in the subject matter of the liability of the portfolio managers in the case of losses due to financial instruments' value fluctuations. It also comments the ruling by the Court of Justice of the European Union by which the Court clarifies the cases of exemption of the obligation to evaluate investor's profile.

Keywords: Portfolio management, financial instruments, liability

1. Introducción

¹ Trabajo realizado dentro del Proyecto de Investigación DER2011-28562, del Ministerio de Economía y Competitividad ("Grupo de Investigación y Centro de Investigación CESCO: mantenimiento de una estructura de investigación dedicada al Derecho de Consumo"), que dirige el Prof. Ángel Carrasco Perera.

Últimamente se han publicado dos sentencias interesantes del Tribunal Supremo que inciden sobre el tema de la responsabilidad por pérdidas producidas por la evolución negativa de las participaciones preferentes y otro tipo de instrumentos financieros. Ambas deciden a favor de la responsabilidad del banco gestor por negligencia grave en el desempeño de su función en el marco de la gestión de cartera de valores. A ello se suma la reciente resolución de una cuestión judicial planteada ante el TJUE en relación con las obligaciones de evaluación del perfil del inversor en el marco de la Directiva 2004/39 (MIFID) y las consecuencias de su incumplimiento. En este artículo resumiremos los hechos relevantes de cada una de las resoluciones y comentaremos brevemente los casos.

2. La sentencia del Tribunal Supremo de 18 abril 2013 (nº 244/2013)

2.1 Los hechos

La primera de las sentencias del TS condena al BBVA por las pérdidas derivadas de la evolución negativa del valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers. Dichos instrumentos financieros fueron adquiridos por los demandantes en el marco del contrato de gestión discrecional de cartera y la STS considera que el banco gestor ha incurrido en negligencia grave e incumplimiento del deber de información del estándar exigible al contrato de gestión discrecional de cartera de valores. La pretensión de la demanda fue estimada en primera instancia, pero luego la Audiencia Provincial revocó la sentencia. El TS finalmente casa la resolución de la AP.

Los hechos relevantes son los siguientes. Una pareja de demandantes, siendo uno de ellos empresario de construcción, contratan en julio de 2007 la compra de valores para su posterior gestión discrecional por parte del banco BBVA. Entre dichos valores se encuentran las participaciones preferentes de Lehman Brothers y de BNP. En enero 2010 los inversores demandan a BBVA reclamando la indemnización consistente en el importe de la inversión en las preferentes de Lehman (291.488,84 euros) que se redujo a cero, alegando la falta de información adecuada en el momento inicial de la compra y en el periodo que precedió a la quiebra de la entidad inglesa. No se plantea pretensión similar en relación con los valores de BNP.

2.2 La opinión del TS y sus fundamentos

El TS considera que el banco ha incumplido gravemente el deber de conducta diligente del gestor discrecional de cartera, en base a la falta de información suficiente a los clientes que terminaron aceptando la compra de las participaciones preferentes de Lehman Brothers, pese a haber elegido un perfil de riesgo bajo.

A este respecto, la sentencia cita el art. 79 LMV que obliga a las empresas de servicios de inversión a comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fueran suyos propios, asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados. Según la Sala, estos preceptos, que se inspiran en la Directiva UE 1993/22, sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, deben ser interpretados a la luz de esta normativa que exige un elevado estándar de actuación de buena fe, prudencia e información por parte de las empresas de inversión respecto de sus clientes. Además, aunque en el momento de los hechos no había todavía transcurrido el plazo de transposición de la Directiva MIFID sobre la protección del inversor, esta norma también ha de ser tomada como criterio de interpretación del Derecho interno.

Asimismo, se citan otras normas complementarias como el RD 629/1993, de 3 de mayo, que desarrolla la previsión de normas de conducta que deberían cumplir las empresas del mercado de valores, y establece que dichas empresas deben actuar con imparcialidad y buena fe, sin anteponer sus propios intereses a los de sus clientes, realizando las operaciones con diligencia y según las instrucciones de los clientes. Esta norma fija unas obligaciones de información adecuada a los objetivos perseguidos por los clientes, haciendo hincapié en los riesgos que conllevan las operaciones, en especial en el caso de los productos financieros de alto riesgo. El TS nombra también la Orden de 25 octubre 1995 sobre el deber de información clara, concreta y de fácil comprensión y la Orden de 7 octubre 1999, sobre el deber de diligencia en el desempeño del servicio de gestor de cartera, que establece que las empresas deben identificar correctamente a sus clientes, solicitando información sobre su experiencia inversora y objetivos, y desarrollar la gestión de acuerdo con los criterios pactados con el cliente, que se fijarán de acuerdo con el perfil de riesgo del inversor.

Aunque consta que el banco había suministrado por correo electrónico información precontractual sobre los productos de inversión, la Sala entiende que dicha información fue vaga y llena de fórmulas predispuestas. La contratación efectiva del producto se realizó mediante el cumplimiento de un formulario automatizado por parte de la empleada del banco que marcó la casilla del perfil de bajo riesgo, pero también señaló como opción aceptada la inversión en productos de renta variable, tales como las participaciones preferentes. Los demandantes se hicieron acompañar por un asesor contable de su empresa y según la declaración testifical ratificada, la empleada les alertó en varias ocasiones del riesgo de la inversión elegida. En opinión del TS, todo ello no es suficiente para dar por cumplida la obligación de información diligente y cumplimiento de las instrucciones del cliente, dado que el banco debió haber insistido en que el producto contratado no cumple las exigencias

del nivel bajo de riesgo elegido por los demandantes. Y finalmente, según la Sala, el hecho de que los demandantes no hayan indagado más acerca de la inversión no les puede perjudicar.

2.3 Comentario

En primer lugar, llama la atención el hecho de que en la resolución del caso el TS sigue los cauces de la responsabilidad del profesional por negligencia en el cumplimiento de su obligación de información y no del consentimiento viciado, como suelen razonar las Audiencias Provinciales en este tipo de casos. En realidad, sería difícil sostener un error en este caso, dado que al menos uno de los demandantes es empresario, y además, en la contratación les asistió una persona de confianza de la que los demandantes presumían mayores conocimientos del mundo bancario, por lo que de haber concurrido un error éste no sería excusable. Es evidente también la inexistencia de dolo por parte de la entidad bancaria que no tenía interés propio en la adquisición de las participaciones preferentes de una entidad ajena por parte de los demandantes.

En relación con la responsabilidad por la incoherencia entre las instrucciones del cliente y las gestiones realizadas por el banco, es cierto que, de constatarse ésta, el banco debería responder por los daños causados. No obstante, analicemos con calma los datos del caso. El TS parece basar dicha incoherencia fundamentalmente en la naturaleza compleja de los valores contratados y la casilla del perfil de riesgo bajo marcada por la empleada del banco en el seno del proceso de contratación automatizada. Aunque la sentencia de la Sala admite que los demandantes efectivamente expresaron su consentimiento a esta adquisición y que al tiempo de los hechos no existía ningún precepto que impidiera al inversor conservador adquirir valores complejos, la negligencia del banco consistiría en no haber insistido suficientemente en la aparente contradicción entre las instrucciones y la gestión realizada. Y no obstante, según los testimonios relatados en la sentencia de la AP, se alertó por parte de la empleada del posible riesgo y además, los demandantes han sido periódicamente informados de la evolución de su inversión, tanto cuando obtenían rentabilidad de la misma, como cuando empezó a presentar pérdidas, hasta el mes de septiembre 2008, coincidente con la quiebra de Lehman Brothers, cuando la inversión se redujo a cero. Y en todo tiempo los demandantes decidieron mantener las preferentes en su cartera. Además, de haber existido esta contradicción en este formulario automatizado, lo procedente sería resolver la duda de la verdadera intención de los contratantes mediante la integración del contrato con los actos propios de los mismos, así como sus circunstancias personales que pudieran verter luz sobre cuál era su pretensión real.

A estos efectos, es relevante la actividad profesional y financiera de los actores. De acuerdo con la AP, uno de los actores es empresario y aunque su campo de actuación es el de la construcción y no del mercado de valores, no puede presumirse que carezca completamente de

conocimientos necesarios para poder aceptar conscientemente un producto financiero complejo, pero rentable en los tiempos de la bonanza, como fueron aquellos. En la fecha de la firma del contrato los demandantes presentaban un nivel importante de ingresos y patrimonio, así como una intensa actividad en el campo financiero, al menos con el banco demandado, evidenciada por tres depósitos a plazo fijo, tres fondos de inversión y un depósito estructurado de capital garantizado de renta variable, integrado por un depósito a plazo y un derivado (acciones propias del banco sometidas a la cotización). Por tanto, no les era completamente ajena la actividad financiera y estaban orientados a la rentabilidad de sus fondos.

Tanto es así que, como queda constatado, el mismo día que el BBVA adquiere por mandato de los demandantes las preferentes de Lehman Brothers, se compran también las preferentes de BNP, un producto de idéntica complejidad y riesgo con la misma forma de actuación por parte de la entidad bancaria, y que en todo tiempo siguió en su cartera dando rendimientos. En la demanda no se menciona ninguna responsabilidad del gestor de cartera por la adquisición de este activo, pese a que era de la misma naturaleza y complejidad. Por tanto, es altamente contradictorio achacar un incumplimiento de la obligación de diligencia profesional al banco a efectos de una toma consciente de la decisión de inversión sólo en relación con uno de estos productos, cuando tanto el otro producto como sus condiciones de contratación han sido iguales. Con respecto a ambos productos, los demandantes fueron periódicamente informados de la evolución de la inversión, su rentabilidad y sus pérdidas, y sin embargo, decidieron mantener los valores en la cartera.

Además, no hay que perder de vista que la contradicción entre el perfil de riesgo bajo y los valores efectivamente contratados es aparente, ya que en julio 2007, cuando se contratan las preferentes de Lehman Brothers, el banco inglés era una entidad sólida, con calificaciones positivas por parte de las agencias crediticias y el riesgo de su quiebra era ínfimo. Por tanto, en aquel momento la inversión se presentaba como una opción atractiva y acorde con el perfil financiero de los demandantes, y de hecho, en los primeros meses aportó rentabilidad considerable. El atractivo de este tipo de inversión lo corrobora el hecho de que los demandantes en ningún momento piden la desinversión o la responsabilidad del banco por la contratación de un producto similar, como son las preferentes del BNP.

Teniendo en cuenta todo lo expuesto, parece dudoso que el BBVA realmente haya incurrido en una negligencia grave en el cumplimiento de sus obligaciones, tal como lo estima el TS. ¿Hasta qué punto debió de haber insistido el banco en la aparente contradicción entre el perfil de riesgo y los valores adquiridos para dar por cumplida su obligación de información diligente? ¿Acaso hasta conseguir que los demandantes desistieran de la adquisición, pese a que estaban contentas con ella, al menos en los primeros meses? ¿No sería esta la verdadera contradicción

entre la voluntad de los clientes y el comportamiento del gestor de su cartera?

3. La obligación de información en la Directiva MIFID

La sentencia comentada menciona las obligaciones de información y actuación coherente con el perfil del inversor, apoyándose en distintas normas que resaltan la buena fe y la diligencia profesional exigible al profesional en este tipo de contratos. Estas obligaciones fueron reforzadas en el ordenamiento español con la transposición de la Directiva 2004/39 (MIFID), posterior al momento de los hechos enjuiciados. No obstante, en relación con este aspecto, es interesante traer a colación la reciente sentencia del TJUE de 30 mayo 2013 (Asunto C-604/11) que resuelve una cuestión prejudicial planteada por el Juzgado de Primera Instancia nº 12 de Madrid, sobre el problema de la información al inversor en el art. 19 de la Directiva citada. El núcleo de la cuestión es la falta de evaluación del perfil de riesgo del inversor en el caso de unas permutas financieras de intereses (*swap*), en relación con otros productos financieros suscritos. Los demandantes entienden que, al ser exigible dicha evaluación en el marco de la Directiva citada, el incumplimiento de la obligación de llevarla a cabo debe conllevar la nulidad de los contratos celebrados.

El Tribunal analiza las dos excepciones a la necesidad de proceder a la evaluación del perfil del inversor y llega a la conclusión de que ninguna de ellas se aplica al caso. En la primera, se exceptúan de la misma las contrataciones de productos no complejos, y el *swap* sí se considera un producto complejo. Y en la segunda, no es necesaria una evaluación separada de riesgos cuando el servicio de asesoramiento se ofrezca como parte de un producto financiero que ya está sujeto a otras normas que garantizan la protección del inversor en términos similares. A estos efectos, el TJUE señala la necesidad de una vinculación estrecha entre el servicio de asesoramiento y el producto ofrecido que deben estar relacionados en el momento en el que se ofrecen al cliente. Aunque la sentencia deja la resolución de esta cuestión al órgano jurisdiccional remitente, el Tribunal señala que existen indicios de que no se da dicha vinculación, dado que la duración del instrumento financiero al que se refiere dicho servicio sobrepasa la del producto, el mismo instrumento financiero se aplica a distintos productos ofrecidos al cliente y además el instrumento y el producto se ofrecen en contratos distintos.

Finalmente, en respuesta a la pregunta de las consecuencias contractuales del incumplimiento de esta obligación, el Tribunal indica que el Derecho comunitario no establece ningún corolario concreto y que por tanto corresponde a los Estados miembros la aplicación de las medidas correspondientes del Derecho interno.

4. STS de 17 abril 2013, RJ 2013/2600

4.1 Los hechos

El demandante pide la indemnización de daños y perjuicios al banco Espíritu Santo por la gestión negligente de su cartera de valores. Queda probado que las partes celebraron en 2006 un contrato de gestión discrecional de cartera de inversión por el importe de 3.325.483,68 euros, en el que un 15% de los valores contratados (500.000 euros) correspondían a un producto llamado *Fairfield Leveraged Note*. En octubre 2008 el cliente pide la desinversión, pero debido a un elevado plazo de espera de liquidez de *Fairfield Leveraged Note* y en atención al consejo de la entidad bancaria, finalmente se mantiene la inversión en dicho producto. En enero 2009 la inversión se reduce a cero, por la influencia de la estafa internacional conocida como el "caso Madoff".

4.2 La solución del Tribunal

El Tribunal destaca que contrariamente a la intención del cliente de dar por terminada la relación de gestión de cartera de valores en octubre 2008, ésta no se extingue en ese momento, puesto que a pesar de las instrucciones del cliente, la relación forzosamente continúa, quedando integrada la cartera de valores únicamente por *Fairfield Leveraged Notes*. Según la sentencia, el banco debe ser considerado responsable de la pérdida total de la inversión en enero 2009 en atención a que pese al perfil conservador del cliente que eligió el nivel de riesgo muy bajo, se invirtió en un producto del fondo de tipo *Hedge Fund*, con plazo de espera de liquidez de 60 días lo que impidió que se cumpliera la orden de desinversión dada por el cliente en octubre 2008. Asimismo, queda probado que el banco aconsejó al cliente que mantuviera la inversión dado que estimaba que ésta tenía buenas perspectivas.

La sentencia tiene muy en cuenta que el perfil de riesgo elegido por el demandante era conservador. Según el TS, esta elección de entrada desaconsejaba la inversión en un valor cuya espera de liquidez era tan alta y la entidad hizo correr riesgos indeseados al demandante. Concluye que el fraude del caso Madoff no es oponible al demandante y que el banco debió haber probado los controles, precauciones y garantías adoptadas ante un producto que debía considerarse de alto riesgo y que a partir del octubre 2008 constituía el 100% de la cartera de inversión del cliente. En cualquier caso, aun de haberse considerado un evento imprevisible o caso fortuito, según el TS la culpa como omisión de diligencia exigible es incompatible con el caso fortuito, requiriéndose para la exoneración que el agente se haya comportado diligentemente en el desarrollo de la prestación. Por tanto, el TS concluye que existe responsabilidad por parte del banco por las pérdidas sufridas.

4.3 Comentario

Este caso guarda similitud con la sentencia anteriormente comentada, dado el perfil de riesgo conservador elegido por el inversor y el hecho de que finalmente una parte de su cartera de valores se invierte en un

producto de los denominados *hedge funds* que no responden a la característica de bajo riesgo. Por tanto, remitimos a las consideraciones generales del comentario de la STS de 18 abril 2013 en lo que corresponda.

En relación con este supuesto, hay que tener en cuenta que en el periodo comprendido entre los años 2006 y 2008 la cartera de valores seguía aportando importante rentabilidad al demandante, a la que éste no se opuso en ningún momento. Aun suponiendo que su aceptación de las gestiones derivaba del desconocimiento de que una parte de su cartera lo formaba un producto de *hedge funds*, no olvidemos que cuando en octubre 2008 solicitó el reembolso de la cartera y fue informado de que una parte de la misma lo constituyen valores con elevado plazo de liquidez (60 días), terminó aceptando el consejo de la entidad bancaria de mantenerlos en la cartera, a la vista de sus buenas perspectivas. Es decir, en octubre 2008 el cliente ya no pudo seguir desconociendo el hecho de que una parte de su cartera de valores lo formaban productos que no cumplían con sus exigencias de inversión "altamente líquida y segura", como consta en el contrato, y cuando aceptó el consejo del empleado, que le subrayó la rentabilidad de la inversión, de hecho estaba confirmando las gestiones del banco (cfr. artículos 1309 CC y 1727 II CC). Y efectivamente, el producto seguía siendo significativamente rentable en aquel momento, dado que en octubre de 2008 el fondo produjo 23.403,13 euros de plusvalía y al mes siguiente, 26.453,13 euros. Si el propósito principal del cliente fuera la liquidez y la seguridad, no hubiera aceptado el consejo del banco y hubiera insistido en el reembolso de la totalidad de la inversión, aun cuando la falta del cumplimiento del perfil indicado de riesgo no le trajo más que beneficios.