

## 8. COMPLEJIDAD ÉTICA EN LOS FONDOS ESTRUCTURADOS

La proliferación de casos reales, no necesariamente con final judicial, sobre venta de productos financieros obliga a realizar algunas consideraciones previas al método del caso que se ha generalizado en nuestras escuelas de negocios. Y ello fundamentalmente porque la solución del caso como método para formar las decisiones del alumno puede adolecer de dos problemas fundamentales, que el alumno con experiencia en el sector financiero puede detectar inmediatamente. Uno es la confusión de planos entre la consecuencia jurídica (para la entidad principalmente), la ética corporativa (con lo conveniente para la propia entidad pero también para el propio empleado) y finalmente la ética personal del propio empleado considerada en su aspecto profesional (que no puede confundirse con la ética corporativa).

Otro es la situación ambigua del producto, no sólo en lo que se refiere a la complejidad o no del mismo, sino a la aplicación en ciertos casos de un punto de vista de un producto de consumo a algo que es un producto de inversión.

Probablemente lo mejor es acercarnos a un caso real de una entidad extranjera en España que tuvo arreglo extrajudicial. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 fue ocasión para la denuncia generalizada del incorrecto comportamiento ético de ciertos empleados de banca, tanto que en buena medida pudiera sospecharse que, lejos de encontrarnos ante una práctica individualmente desviada, estábamos ante todo un proceso que afectaba al conjunto del sistema bancario. Como estos hechos se han repetido en ocasiones más recientes como la venta de las participaciones preferentes e incluso en salidas a bolsa de nuevos bancos procedentes de cajas, es justo preguntarse si estamos ante un problema general de comportamiento que afecta a todo el sistema financiero.

Me propongo abordar el asunto desde la perspectiva de la ética corporativa, pero no debemos perder de vista la evolución de las sentencias que han pasado de una fuerte tendencia procliente (vease por ejemplo la de 19 de enero de 2011 del Juzgado de Primera Instancia núm. 37 de Madrid, precisamente sobre un caso de cliente no totalmente inexperto en relación con Lehman Brothers) a mantener el principio de mantenimiento de los contratos, y me atrevería a apuntar que el único dato realmente relevante, aunque se requiere un análisis más detallado de este punto, es el nivel de formación del contratante<sup>(1)</sup>.

Recientemente un penalista en un blog exponía un caso de resolución prejudicial<sup>(2)</sup>, dando a entender que la rápida solución del caso se debía a la probable amenaza de acciones penales aunque hay razones para pensar, y así lo hacen la mayoría de los alumnos con conocimientos financieros, que de nuevo estamos sólo ante un caso de perfil del inversor<sup>(3)</sup>.

En la descripción, donde evidentemente se dan afirmaciones discutibles en juicio, la empleada de una sucursal de un banco X convence a una inmigrante que había ahorrado hasta 30.000 euros mantenidos en la sucursal en depósitos sucesivos durante 10 años para que invierta ese dinero en unos fondos estructurados con rentabilidad de hasta el 7%. Aunque en la descripción se dice que se miente a la clienta sobre la imposibilidad de mantener depósitos más tiempo es razonable pensar que la dificultad estaría en el nulo interés de los productos presentes respecto a los que vencían.

Aceptada la inversión en julio de 2008 se supone que, tras un test de idoneidad MiFid vinculado a la clara labor de asesoramiento que se realizaba, en septiembre de 2008 se notifica a la inversora la pérdida completa de su inversión debido a la quiebra de quien garantizaba el fondo, Lehman Brothers. De la descripción del caso parece derivarse que en julio, ante la previsión de quiebra de Lehman, se colocaron los fondos del banco X a todos los posibles cliente de forma masiva. Dicho de otra forma, estamos muy cerca de una estafa<sup>(4)</sup>.

Para aproximarnos a un caso de este tipo conviene seguir un camino que conduzca desde las exigencias legales, mínimo indudable del comportamiento, hasta el análisis de la actuación de la empleada, de la corporación y, si se quiere, y puestos a rizar el rizo, hasta los problemas sistémicos.

La descripción del blog me temo que puede llevar a alguna confusión de la que no sale fácilmente un lector lego en sistemas financieros pero sí alguien relativamente familiarizado con ellos. El blog habla de tóxico e inseguro pero realmente el fondo estructurado, aunque complejo, de ahí el juego del test, era seguro, como por ejemplo declaró Banif en un

---

(1) Sobre el giro o «desconcierto» en las Audiencias véase la nota publicada en esta Revista por TAPIA HERMIDA, A.J., «Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos» (*RDBB* núm. 124, 2011, pp. 273-275).

(2) <josemariadepablo.com>, «Una de bancos», 12 de junio de 2012.

(3) Aunque el blog no aclara producto ni banco, y en virtud de alguna sentencia como la citada en la siguiente nota, el producto bien pudo ser El «Bono 65-65 “4 yrs straddle on Dj Eurostoxx 50” con capital 100% protegido», ofrecido por Citibank.

(4) El Juzgado de Primera Instancia número 1 de Badajoz condenó el 11 del 12 de 2009 a Citibank en relación con unos bonos de Lehman, adquiridos anteriormente a la entrada en vigor de la normativa MiFid, precisamente en relación con la falta de asesoramiento que hubiese permitido el 12 de septiembre de 2008 recuperar a menos el 36% de la inversión.

caso similar<sup>(5)</sup>. Y lo era porque el fondo estaba garantizado no por un chiringuito financiero sino por uno de los bancos de mejor *rating* del mundo. Ahora bien, no puede ignorarse que el fondo estructurado tiene dos riesgos implícitos.

En primer lugar, el fondo estructurado estaba ligado a un índice, por lo que al estar sujeto a dicho subyacente, dependiendo de los niveles a los que llegase en la fecha de vencimiento, la inversora podría ganar o perder dinero. Pero sobre todo el fondo estructurado estaba garantizado por Lehman. Si dicha entidad quebraba, el producto no estaba garantizado, perdiendo así la asesorada (Carmen en la descripción) todo su dinero.

Por lo tanto, la cuestión se desliza hacia la predecibilidad de la quiebra, lo que es un problema mayor de lo que parece, pues las recomendaciones de compra estaban avaladas por los principales bancos mundiales y no parece demostrable la convicción personal de la asesora, de los jefes de oficina y del banco en general de la inminente quiebra de la entidad con varios meses, máxime cuando el producto no se fabrica *ex profeso* para librarse de unos fondos bien considerados muy poco tiempo antes.

Sin embargo, es notorio que en julio de 2008, si bien no era predecible una quiebra, pues los rescates de bancos en idénticas situaciones se habían sucedido a lo largo del año, por cierto con notable apoyo público, sí era observable un grave deterioro de la situación de Lehman, hasta el punto de que se había producido una caída de su cotización en bolsa de casi el 90%, y esa situación era un hecho relevante conocido por el mercado pero que evidentemente no tenía por qué conocer la asesorada. El grave deterioro de la garantía debió comunicarse como un elemento de riesgo.

Si la quiebra no era previsible pero sí había un elemento continuado de deterioro nos veríamos entonces dirigidos hacia otra exigencia, que es el acompañamiento del asesoramiento de la inversión, el problema evidente es que en este caso es muy posible que la penalización por abandonar el fondo fuese notable y no pudiese enmendar el error de partida<sup>(6)</sup>.

En este punto, e independientemente de analizar el resultado, la previsión del hecho que se produjo o el acompañamiento en el asesoramiento, incluso sin considerar un perfil u otro del inversor hay un dato muy llamativo que sitúa la profesionalidad de la asesora y por ende del banco por ella representado en muy mal lugar. Se trata de la elemental lección de diversificación de riesgos. El caso plantea una inversión de «todos los ahorros» de una persona que se colocan en un solo fondo; en las condiciones del mercado este riesgo no lo hubiera asumido un gestor medianamente competente respecto a sus propios bienes. La función del asesoramiento salta en este punto y el test de idoneidad se convierte en una falacia, surge así una sospecha evidente, que es la sustitución de la función de asesora por la de vendedora de un producto, sustitución que se realiza aunque evidentemente estamos

---

(5) Aunque la prensa en general se mostró dura con el comportamiento del banco que finalmente cubrió las pérdidas de los clientes. <<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/bolsa12/mercados-cotizaciones/noticias/778553/10/08/Banif-publicito-productos-de-Lehman-como-garantizados-y-sin-citar-al-banco.html>>.

(6) En este sentido, en sentencia reciente el Juzgado de Primera Instancia número 13 de Madrid ha condenado con fecha 7 de mayo de 2012 a Bankinter a indemnizar a unos clientes con experiencia en inversiones a los que comercializó productos de Lehman Brothers en octubre de 2007. El motivo fue de nuevo la falta de acompañamiento en la inversión.

por la descripción del caso en una labor de asesoramiento. Las razones de esta sustitución son importantes, pues nos llevan a dilucidar si estamos ante un comportamiento carente de profesionalidad, carente de ética y que incumple la legalidad de un empleado, o bien ante un síntoma de un defecto en el comportamiento de la corporación.

Llegados a este punto es lícito preguntarse qué lleva a una empleada a una acción de este tipo que puede acabar en anulación del contrato, pérdida de prestigio para la entidad y que muestra una notable falta de profesionalidad.

Aquí, y al margen de impericias, desconocimientos de la garantía del producto (mucho más generalizada de lo que parece en algunos vendedores), el analista suspicaz, muy común entre quienes siguen el método del caso, tiende a buscar las razones de un comportamiento tan alejado de los parámetros que guían la conducta buscada por la ética corporativa. Y esas razones se encuentran fácilmente en dos puntos. Uno es directamente el *bonus* de la empleada, otro las instrucciones recibidas por la dirección inmediata, es decir, la presión.

Respecto al primero, si bien el *bonus* de una sola operación suele ser irrelevante un número muy elevado de ventas sí produciría un «incentivo» que, de no comprobarse suficientemente los test de forma organizada, nos mostraría un problema corporativo. Incentivar las ventas del producto sin más produce efectos como los presentados que dan lugar después a graves daños en la imagen corporativa y obligan en buen número de casos a la asunción de pérdidas.

Lo mismo ocurre si existe una presión no directamente traducible en *bonus* para la venta de un determinado producto en las oficinas. Es evidente que nunca se instruye específicamente para ignorar la legalidad o utilizar los test como mero formulario, pero el efecto es este necesariamente cuando la presión es excesiva y no hay control interno sobre a qué tipo de clientes se refiere la venta. Podría ser muy hipócrita, filisteo dirían los jóvenes románticos, enfocar un caso sobre la falta de ética de una sola empleada cuando la organización corporativa e incluso sistémica no sólo no disuade de ese tipo de comportamientos sino que los favorece (por supuesto nunca explícitamente).

*José Miguel Serrano Ruiz-Calderón*  
*Instituto de Estudios Bursátiles*