

La responsabilidad en la venta de derivados financieros



José Leonardo González Bahamón*

Recibido: 24 de julio de 2007

Aprobado: 10 de octubre de 2007

RESUMEN

Los vendedores de derivados financieros normalmente tienen una mayor capacidad de entendimiento en comparación con los compradores y, por lo tanto, se encuentran en una posición de superioridad para comprender totalmente las implicaciones de los productos que ofrecen, sobre todo en relación con derivados exóticos y estructurados negociados en el mercado OTC. Consecuentemente, existe una necesidad de protección en favor de los usuarios finales de derivados financieros. Sin embargo, cómo la mayoría de las transacciones en el mercado OTC son llevadas a cabo entre profesionales, las cortes han sido renuentes para reconocer cualquier deber legal de asesoramiento en cabeza de los vendedores expertos que pueda generar responsabilidad civil,

basándose en el argumento consistente en que los deberes fiduciarios rara vez surgen entre profesionales. En los años noventas, *Banker Trust* (BT), uno de los principales vendedores de derivados financieros se vio implicado en múltiples litigios con compradores en Inglaterra y EE.UU, quienes formularon pretensiones similares basadas en los conceptos legales de derecho anglosajón denominados “undue influence” (influencia indebida), misrepresentations (enunciados falsos o engañosos) y la supuesta violación de un pretendido deber legal de asesoramiento en cabeza de BT. El presente artículo analiza las anteriores pretensiones en relación con el principal caso decidido en Inglaterra sobre la responsabilidad en la venta de derivados financieros (*Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*), al igual que evalúa algunos de los conceptos legales relevantes en esta materia bajo el ordenamiento legal Colombiano.

Palabras clave: derivados financieros, buena fe contractual, obligaciones de medio y obligaciones de resultado, dolo.



* Abogado de la Universidad del Rosario. LLM International Commercial Law, Bournemouth University, UK. Abogado de la firma Santiago Salah, Abogados, Consultores & Asociados. Correo electrónico: leogonzalez0911@hotmail.com Londres, Inglaterra.

Responsibility in the Sale of Financial Derivatives

ABSTRACT

Sellers of financial derivatives normally have a greater expertise in comparison with buyers and are therefore in a superior position to fully understand the implications of the products on offer; consequently, there is a necessity for consumer protection in favour of end-users. However, as most of the transactions in the OTC market are carried out between professionals, courts have been reluctant to recognise any advisory duty on the part of sellers that may generate liability, based on the argument that fiduciary duties rarely arise among professionals. In the nineties Banker Trust (BT), a leading seller of financial derivatives was involved in multiple litigation with buyers in England and U.S.A, who brought about similar actions based on the Anglo-Saxon legal concepts, labelled, undue influence, misrepresentation and a purported breach of a duty of care on the part of BT. This article analyses the aforementioned causes of action in relation to the main case decided in England on the liability of selling financial derivatives (Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera) and also assesses some of the relevant legal concepts on this matter under Colombian Law.

Key words: Financial derivatives, Undue influence, Misrepresentation.

ANTECEDENTES

Desde finales de los años setenta el mundo ha presenciado el surgimiento y continuo desarrollo de distintos instrumentos financieros agrupados bajo el concepto de “derivados financieros”. Los derivados financieros son transacciones bajo las cuales las obligaciones futuras de una o más partes están relacionadas de alguna manera preestablecida con un activo o índice de mercado subyacente, pudiendo envolver la entrega de dicho activo o el pago de una suma de dinero calculada con referencia al valor del mismo (activo o índice de mercado subyacente). Por lo tanto, “la transacción tiene un valor independiente aunque derivado del activo o índice de mercado subyacente”.¹

El constante incremento en el número de transacciones y su monto, la aparición de nuevos productos y el desarrollo de nuevos mercados son prueba fehaciente de la importancia creciente que han tenido



¹ Simon Firth, *Derivatives Law and Practice*, Sweet & Maxwell, London, 2004, pp. 1-2. Traducción libre del autor.

estos productos y que, sin duda alguna, seguirán teniendo.² No es sorprendente el rápido y continuo desarrollo que ha tenido el mercado de derivados, si se tienen en cuenta sus diferentes usos, tales como gestión del riesgo para protegerse contra las variaciones de cualquier indicador de mercado (tasas de interés, tasas de cambio, índices accionarios, precios de materias primas, etcétera), especulación sobre los mismos, reducción de costos financieros, manejo de portafolios, acceso a nuevos mercados y ventajas contables.³

A mediados de los años noventa Banker Trust (BT), uno de las entidades financieras líderes en el desarrollo de derivados, se vio implicada en múltiples litigios tanto en los Estados Unidos de América como en Inglaterra. El 12 de abril de 1994 Procter & Gamble (P&G) anunció pérdidas por ciento cincuenta y siete millones de dólares como consecuencia de dos contratos de permuta financiera (*swap*) apalancados,⁴ celebrados con BT. También en 1994, otras compañías como Gibson Greetings y Mead Corporation anunciaron grandes pérdidas a raíz de transacciones con derivados celebradas con BT. En 1995, de nuevo BT se vio envuelto en litigios relacionados con *swaps* apalancados, esta vez en Inglaterra, siendo su contraparte Dharmala Sakti Sejahtera (DSS), una entidad financiera indonesia. En relación con la misma entidad financiera, en 1999 la junta directiva del sistema de reserva federal de los Estados Unidos encontró que un ex-vicepresidente de BT, “conciente e imprudentemente incumplió sus deberes fiduciarios, violó la ley y llevó a cabo practicas bancarias inseguras en relación con el mercadeo y venta de operaciones con derivados apalancados”.⁵

Los litigios mencionados tenían en común el alegato por parte de los usuarios finales, en cuanto haber sido engañados y aconsejados de manera errónea por parte de BT, quien era “admirado por sus innovaciones pero criticado por su mercadeo agresivo de productos derivados



² Las estadísticas del Bank for International Settlements muestran la suma nocional debida en relación con derivados negociados por fuera de mercados organizados OTC, año tras año. En junio de 2004 la referida suma era 220.058 (en billones de dólares) mientras que en junio de 2006 la misma se había incrementado a 369.906, en: <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf> consulta de 6 de marzo de 2007.

³ José Antonio Vega Vega, *El contrato de permuta financiera*, Aranzadi S.A. Navarra, 2002, pp. 35-37.

⁴ Apalancamiento: esta expresión, que deriva del positivo efecto de la palanca, se refiere en el mundo financiero a la posibilidad de hacer una inversión mayor al dinero que dispongo. Empleando poco dinero abarco una mayor posibilidad de pérdida o de ganancia. Este concepto es especialmente aplicable a los mercados de futuros y opciones, en los que no se compra al contado, sino que exigen unas garantías.

En: <http://www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/a.asp>. Consulta 8 de marzo de 2007.

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System, United States of America, 1999. Notice of Charges and of Hearing and Notice of the Assessment of a Civil Money Penalty issued pursuant to section 8(b) and (i) of the Federal Deposit Insurance Act, as Amended. Washington. D.C., en: <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Press/enforcement/1999/19990623/Attachment.pdf> Consulta 8 de marzo de 2007.

exóticos a sus clientes”.⁶ Los cuestionamientos sobre la manera en la que BT negociaba con sus clientes se hicieron más fuertes cuando grabaciones telefónicas revelaron la agresividad y falta de ética de algunos de sus empleados. La siguiente conversación puede citarse como ejemplo: “Ellos nunca sabrán. Ellos nunca podrán saber cuánta plata se sacó fuera de eso”; dice un empleado refiriéndose a las inmensas ganancias que el banco pudo obtener en una transacción; “nunca, de ninguna manera, de ninguna manera”, responde su colega, “eso es lo bueno de Banker Trust”.⁷

Algunos productos implicaban tal complejidad que solamente BT tenía la capacidad suficiente para entender sus alcances. En relación con uno de los casos referidos, se señala:

El caso Gibson demuestra un problema más general: transacciones estructuradas pueden tener implicaciones que sólo experiencia profunda y herramientas analíticas de gran capacidad pueden revelar (...) productos OTC pueden ser suficientemente complejos, como para suscitar dudas acerca de qué tan bien son entendidos, aun por departamentos financieros experimentados de empresas.⁸

ASPECTOS LEGALES DEL DERECHO INGLÉS

El escenario descrito generó preocupación sobre la aptitud del marco legal aplicable a los derivados financieros para ofrecer protección suficiente a los usuarios finales contra los vendedores, bancos expertos en la materia. En Inglaterra el marco legal comprende aspectos de derecho sustancial, regulación expedida por la entidad encargada de vigilar el mercado financiero, Financial Services Authority (FSA), y precedentes judiciales.

Alastair Hudson, uno de los principales doctrinantes ingleses sobre derivados financieros, identifica tres categorías de pretensiones legales relevantes en relación con la responsabilidad en la venta de estos productos: pretensiones con base en derecho contractual (vicios del consentimiento), pretensiones con base en responsabilidad civil extracontractual (*tort*) y pretensiones con base en el concepto de enri-



⁶ Alfred Steinherr, *Derivatives The Wild Beast of Finance. A Path to Effective Globalisation?*, John Wiley & Sons Ltd, 2000, p. 75 Traducción libre del autor.

⁷ Business Week Magazine, *The Bankers Trust Tapes*, 1995, en: <http://www.businessweek.com/1995/42/b34461.htm> consulta 10 de marzo de 2007. Traducción libre del autor.

⁸ *Ibidem*. Otra conversación telefónica entre empleados de BT ilustra este punto: “¿Ellos [P&G] entienden eso? Lo que ellos hicieron?”; el otro responde: “No, ellos entienden lo que hicieron, pero ellos no entienden el apalancamiento, no”.

quecimiento sin justa causa.⁹ El presente artículo se concentra en las pretensiones con base en los conceptos legales anglosajones denominados *undue influence* (influencia indebida), que se analiza bajo derecho contractual, y el concepto de *misrepresentation* o enunciados falsos o engañosos.¹⁰

El concepto general de *undue influence* se refiere a la investigación que la ley hace sobre la manera en que se obtiene el consentimiento de la contraparte contratante. Si se consigue por medios inaceptables, de tal manera que no refleja la voluntad libre del contratante, se considerará entonces obtenido por influencia indebida.¹¹ La jurisprudencia inglesa ha distinguido entre influencia indebida de hecho, caso en el cual es obligación del demandante probar afirmativamente que el demandado ejerció influencia indebida en su contra para que consintiera la respectiva transacción, y presunción de influencia indebida, en cuyo caso el demandante solamente tiene que probar la existencia de una relación de confianza entre él y el demandado, de semejante naturaleza, que es justo presumir el abuso de la relación para que consintiera una transacción que le ha causado un perjuicio.¹² La presunción surge en ciertos tipos de relaciones expresamente reconocidas por los jueces, como abogado y cliente, médico y paciente, o en cualquier relación de especial confianza y confidencialidad, sin importar el nombre, cuando tales características han sido probadas con base en los hechos específicos del caso. La relevancia del concepto de *undue influence* en el contexto de derivados financieros se basa en el alegato por parte del comprador, quien debido a su menor experiencia y conocimiento en la materia, arguye haber depositado confianza en el consejo que le dio el vendedor experto para que consintiera una transacción que le ha causado un detrimento patrimonial.



⁹ Alistair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 2.ª ed., Sweet & Maxwell, London, 1998, p. 85.

¹⁰ Los enunciados falsos o engañosos pueden ser inocentes, negligentes o fraudulentos y pueden darse en Inglaterra bajo el *Misrepresentation Act 1967*, bajo responsabilidad civil extracontractual por negligencia (*tort of negligence*) o por fraude (*tort of Deceit*). Los requisitos básicos para que se reconozca responsabilidad civil con base en *Tort of negligence* son: 1) Un deber de cuidado; 2) el incumplimiento del deber; 3) relación de causalidad entre el incumplimiento del deber y el perjuicio. A su vez, los requisitos para reconocer un deber de cuidado son: 1) Una relación de suficiente proximidad (no se exige este requisito bajo el *Misrepresentation Act 1967*); 2) previsibilidad del daño; 3) debe ser justo y razonable imponer responsabilidad en razón de la relación particular y el tipo de daño. *Smith v. Eric S Bush*, *Harris v Wyre Forest District Council* [1990] 1 AC 831, p. 865. Dugdale, M.A.; Jones, A. M. *Clerk and Lindsell on Torts*. 19.ª ed., Sweet & Maxwell London, 2004, p. 383.

¹¹ *Royal Bank of Scotland Plc v. Etridge*, House of Lords [2002] 2 A.C. 773, p. 795. Debe tenerse en cuenta que el uso de la fuerza estaría cubierto por el concepto de duress.

¹² *Barclays Bank plc v O'Brien* [1993] 1 A.C.180, p. 189.

Por otro lado, encontramos el concepto de *misrepresentation* como base de las pretensiones enervadas por usuarios finales de derivados en contra de los vendedores. Si bien en el derecho inglés no existe un deber general de buena fe contractual ni un deber de información en la negociación de contratos, sí existe una regla estricta que prohíbe a cualquier contratante hacer enunciados falsos o engañosos para inducir a su contraparte a consentir un negocio jurídico.¹³

La doctrina inglesa ha definido el tipo de representaciones susceptibles de ser abarcadas por la noción de *misrepresentation* de la siguiente manera: “Debe ser un enunciado de hecho, pasado o presente, a diferencia de un enunciado de opinión, de intención o del estado de la ley. Un simple enunciado de opinión, que se demuestra haber sido infundado, no será considerado como un enunciado falso o engañoso”.¹⁴ Sin embargo, la jurisprudencia ha reconocido que, en ciertas circunstancias, un enunciado de opinión o de intención puede ser considerado como enunciado de hecho si se prueba que su autor, en realidad, no sostiene dicha opinión, o no podría como hombre razonable sostenerla, tomando en cuenta el conocimiento que tiene de hechos relevantes para formar esa opinión.¹⁵ Adicionalmente, se ha sostenido que quien expresa una opinión, implícitamente está expresando enunciados de hecho en cuanto a tener argumentos fácticos razonables para formarla, especialmente si la persona en cuestión se muestra como un experto en la materia y, de hecho, “es más versado en dicha materia que su contraparte”.¹⁶

Este análisis cobra relevancia en materia de derivados financieros, si se tiene en cuenta que durante el proceso de negociación, normalmente se efectúan representaciones por parte del vendedor en cuanto a la conveniencia de determinado producto para el comprador, sus posibles beneficios, el comportamiento a futuro de indicadores de mercado, etcétera. Debe recordarse que los vendedores son expertos en la materia, ostentan superioridad de conocimiento frente al comprador y, además, aunque las proyecciones que se hacen sobre indicadores de mercado y con base en las cuales se determina la conveniencia o inconveniencia de determinado producto para determinado usuario



¹³ Patrick Atiyah S, *An introduction to the law of contract*, 5.^a ed., Clarendon Press, Oxford, 1995, p. 257.

¹⁴ H. G. Beale, *Chitty on Contracts, General Principles*, vol. 1, 28.^a ed., Sweet & Maxwell, London, 2004, p. 276. Traducción libre del autor.

¹⁵ *Economides v. Commercial Assurance Co. Plc* [1998] Q.B. 587, p. 598.

¹⁶ Firth, *op. cit.*, pp. 4-24. Traducción libre del autor.

final son eminentemente enunciados de opinión, tienen que basarse en elementos fácticos razonables.

Quizás el aspecto más importante para determinar las posibilidades de éxito de las pretensiones basadas en undue influence y misrepresentation es determinar la naturaleza de la relación entre vendedor y comprador de derivados, lo cual dependerá en gran medida de sus características particulares. Bajo la figura de presumed undue influence, si se prueba que la relación es de especial confianza, la carga de la prueba le corresponde al demandado, experto vendedor, para demostrar que el comprador otorgó su consentimiento de manera libre, sin ningún tipo de influencia indebida, por ejemplo, demostrando que este tuvo asesoramiento independiente para entrar en la transacción.¹⁷

Por otro lado conforme a la figura de misrepresentation, “los enunciados hechos durante las negociaciones tendrán que analizarse en el contexto en el cual fueron emitidos”.¹⁸ Por lo tanto, para que un enunciado falso o engañoso sea reconocido como tal en un caso concreto, además de tener las características de falsedad y engaño, debe haber causado en la práctica tal efecto en la persona que alega haberlo sufrido. Se analizará entonces si, teniendo en cuenta las características particulares del teóricamente engañado (educación, experiencia, habilidad intelectual, etcétera), el enunciado lo indujo a un error determinante para consentir y, si le era razonable, depositar confianza en el enunciado. Cuando la naturaleza de la relación entre vendedor y comprador es de profesionales en una relación comercial de negocios, será mucho más difícil afirmar que la confianza en un enunciado determinado fue razonable; por el contrario, si la relación entre los contratantes corresponde a la de una parte en posición dominante sobre la otra, será más fácil probar la racionalidad de la confianza depositada en un enunciado.

La valoración de la naturaleza de la relación contractual debe llevarse a cabo caso por caso, analizando cualquier aspecto que ayude a clarificarla. Es así como en el principal caso decidido sobre la responsabilidad en la venta de derivados (el caso Dharmala), se analizó la historia



¹⁷ Barclays Bank plc v O'Brien [1993] 1 A.C. 180, p 189.

¹⁸ Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera. 1995, Queen's Bench Division (Commercial Court) (Transcript), en: http://web.lexis-nexis.com/professional/form?_index=pro_en.html&lang=en&ut=3319714327 consulta 24 de febrero 24 de 2007, p. 13. Si hubo una representación, y en caso afirmativo qué tipo de representación, debe depender de una evaluación objetiva en cuanto al efecto probable de la propuesta o representación en el receptor de la misma. Al hacer esta evaluación, es necesario considerar las características particulares del receptor de la propuesta, tal como le parecieron o debieron parecerle a la persona que expresa el enunciado falso o engañoso. Traducción libre del autor.

académica (en qué universidades y qué carreras profesionales habían estudiado) y laboral de los contratantes, su posición y funciones en las respectivas compañías, su experiencia previa en materias financieras, las características particulares, complejidad y proceso de negociación de cada swap, uno por uno, la documentación que se intercambiaba en el transcurso de dicha negociación, las presentaciones o reuniones que se llevaron a cabo, la actitud de cada una de las partes durante la mencionada negociación (si asumieron un papel pro-activo en cuanto al análisis de las propuestas o no) etcétera.

En este sentido, después del análisis mencionado, la Corte reconoció que, no obstante los representantes de Dharmala durante la negociación de los swaps eran profesionales, inteligentes, con experiencia y conocimientos relevantes en derivados y otros temas financieros, claramente no tenían y no tienen el conocimiento y la experiencia en derivados financieros de Mr. Hyun [quien actuó en representación de BT].¹⁹ Lo anterior se explica por la complejidad de los swaps negociados, la cual, en términos generales, en materia de derivados financieros, se asocia a los denominados productos exóticos y productos estructurados.

Surge entonces la pregunta de si la complejidad de algunos derivados financieros, junto con la superioridad de conocimiento por parte del vendedor experto, son motivos suficientes para afirmar que su relación con los usuarios finales es de especial confianza y asesoramiento o simplemente es una relación entre profesionales en una transacción comercial. A este respecto en Estados Unidos, en el caso de Procter & Gamble, se sostuvo: P&G y BT se encontraban en una relación de negocios. Ellos eran contrapartes. Aunque, como lo señalo de aquí en adelante, Banker Trust tenía conocimiento superior en las transacciones de los swaps, eso no convierte su relación de negocios en una, en la que se puedan imponer deberes fiduciarios.²⁰ En el caso Dharmala, la Corte concluyó que los representantes de DSS fueron bastante proactivos durante la negociación de los swaps, analizando cuidadosamente las propuestas, discutiéndolas con los representantes de BT, y demás actitudes que llevaron a crear la imagen de profesionales capaces de



¹⁹ Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera, op. cit., p. 19. Traducción libre del autor.

²⁰ Procter & Gamble Co v Banker Trust Co and others. 1996. No. C-1-94-735. United States District Court for the Southern District of Ohio, Western Division, en: http://web.lexis-nexis.com/professional/form?_index=pro_en.html&_lang=en&ut=3319302145 Consulta 24 de febrero de 2007.

Seguidamente a este comentario, el juez afirmó: las Cortes han rechazado la proposición que una relación de tipo fiduciario pueda surgir entre partes que se encuentran dentro de una relación de negocios. Traducción libre del autor.

entender los productos derivados en negociación, independientemente de su real capacidad intelectual en la materia.

Consecuentemente, el juez sostuvo que los representantes de BT actuaron bajo el supuesto de estar negociando con profesionales capaces de entender los derivados financieros en oferta y, por ende, estaban facultados para asumir que los representantes de DSS llevaron a cabo un análisis independiente de los productos, por lo cual, no estaban actuando exclusivamente con base en la confianza que alegaron haber depositado en los diferentes enunciados que se utilizaron para explicar y negociar los *swaps*, sino que formaron su propio concepto independiente de los productos para consentir la transacción.

Vemos cómo la complejidad de los productos y superioridad de conocimiento por parte del vendedor no han sido suficientes para que las Cortes reconozcan una relación especial de confianza y asesoramiento, distinta de aquella entre profesionales. Así mismo, queda claro que si no se tiene capacidad de entendimiento frente al derivado financiero en oferta, bien sea por su especial complejidad o por falta de conocimiento, pero se crea la impresión de tenerla, la contraparte está facultada para entender que la relación es de profesionales actuando de manera independiente para consentir la transacción.²¹

Lo anterior adquiere lógica si se tiene en cuenta que los actores del mercado *over the counter* (OTC)²² por lo general son inversionistas institucionales considerados corrientemente como profesionales. Si a esto le añadimos el mostrarse como capaces de entender una transacción en particular, no sería práctico exigirles a los vendedores que, aun en estas circunstancias, deban establecer la capacidad de entendimiento real de su contraparte. La FSA sostiene al respecto que los deberes de conocimiento y clasificación de clientes se satisfacen al tomar pasos razonables para tal fin. En este punto encontramos una relación entre regulación financiera, derecho sustantivo y jurisprudencia.

La FSA ha expedido un marco normativo denominado *conduct of business rules* (reglas sobre conductas de negocios), cuya idea principal es resaltar que “(...) la manera como se hacen negocios y el tipo de negocios que se pueden hacer con clientes inexpertos difiere de



²¹ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 13.

²² Se refiere a derivados negociados por fuera de mercados organizados como bolsas de valores.

aquellos que se pueden hacer con clientes más expertos”.²³ Las firmas deben tomar medidas razonables para clasificar sus clientes como clientes privados, clientes intermedios y contrapartes de mercado (clientes expertos), siendo el criterio de clasificación el conocimiento, la experiencia y el patrimonio de cada cliente.²⁴ El propósito de tal clasificación es asegurar que la protección se concentre en aquellos que realmente la necesitan, mientras se aplica una regulación ligera entre profesionales. Dicha protección se concreta en una serie de deberes, a saber: *know your customer*, *suitability*, *customers understanding of risk*. El primero se refiere al deber de averiguar las características particulares del cliente, el segundo a suministrar productos adecuados según las características del cliente y sus objetivos particulares (protección, especulación, etcétera) y el tercero a informar al cliente sobre los riesgos existentes en las transacciones. Estos deberes no se aplican con igual severidad, o simplemente no se aplican, en relación con clientes profesionales expertos.²⁵

Hudson plantea el siguiente interrogante: “No es claro si hay la posibilidad de influencia indebida en el mercado de derivados OTC, o si estas organizaciones multinacionales son simplemente partes en igualdad de condiciones, debido a su tamaño”.²⁶ Con base en los argumentos que se exponen a continuación, creemos que, aun entre grandes compañías o inversionistas institucionales, al menos en teoría podrían surgir relaciones de especial confianza bajo las cuales puedan tomar lugar deberes fiduciarios con ocasión de transacciones sobre derivados financieros complejos, si se dieran una serie de supuestos particulares que se explicaran más adelante.

En primer lugar traemos a colación la referencia jurisprudencial hecha por Lord Nicholls, mientras citaba el reconocido texto *Treitel, The Law*



²³ Alistair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*. 3th ed., Sweet & Maxwell, London, 2002, P. 522. Traducción libre del autor.

²⁴ Financial Services Authority. Section 4.1.3, 4.1.4, 4.1.10 Conduct of Business Rules, en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COB/4/1> consulta 24 de febrero de 2007.

²⁵ Financial Services Authority. The Inter-Professionals Code 2000, en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp47.pdf>, p. 52 consulta 28 de febrero de 2007. La FSA ha sostenido: “Los principios no exigen que una firma evalúe la conveniencia de una determinada transacción para su contraparte, una vez ha establecido que está tratando con una contraparte de mercado. La firma no está obligada a asegurar que la contraparte de mercado entienda los riesgos presentes. La firma tampoco tiene la obligación de proveer cualquier otra protección”. Traducción libre del autor. Igualmente, se ha sostenido que los clientes expertos no necesitan ni esperan el nivel de protección otorgado a clientes privados e intermedios, ya que entre profesionales se controlan mutuamente y tienen sanciones comerciales para tal fin, por lo cual, cada profesional es responsable de sus propias decisiones.

²⁶ Hudson 3th ed., *op. cit.*, p. 287. Traducción libre del autor.

of Contract: “Treitel ha señalado correctamente cómo la pregunta es si una parte ha depositado suficiente confianza y confidencialidad en el otro, en vez de si la relación entre las partes pertenece a una clase determinada”.²⁷ Adicionalmente, hay que recordar la posición en el caso *Dharmala*, en cuanto a analizar la verdadera naturaleza de la relación entre las partes contratantes, con sumo detalle, caso por caso. Es así como en el mencionado caso la Corte, al afirmar que la visión del mercado correspondía con el análisis legal, trajo a colación una cita en relación con la importancia del deber regulatorio *know your customer*, en los siguientes términos: “Aun entre partes muy importantes, puede haber un número de ellos que no sean experimentados en negociaciones con productos derivados. Esta inexperiencia, junto con la naturaleza más compleja de estas transacciones, significa un mayor alcance para que surjan confusiones o malentendidos”.²⁸

Si la jurisprudencia sostuvo que lo importante es la confianza depositada y no el nombre o clase de relación, si la naturaleza de la relación se debe analizar cuidadosamente, caso por caso, si se afirma que la complejidad de algunos productos junto con la falta de experiencia, aun entre actores importantes del mercado de derivados da lugar a confusiones, no sería lógico sostener que, a priori, se niegue la posibilidad de relaciones de especial confianza entre multinacionales, al menos en el contexto de derivados complejos.

El meollo del asunto es entender que la posibilidad de que una Corte reconozca una relación de especial confianza entre contratantes partícipes en el mercado OTC, quienes normalmente serían considerados profesionales, es ínfima. Los partícipes de este mercado normalmente son corporaciones que tienen sus propios departamentos legales y financieros, a los cuales pueden solicitar consejo para entrar en una determinada transacción o, en su defecto, tienen los recursos necesarios para contratar un profesional que los asesore de manera independiente.

Para que aumentara la posibilidad de reconocer una relación de especial confianza, tendríamos que estar en presencia de un derivado financiero novedoso y especialmente complejo (el cual sea propiedad exclusiva del banco que lo ha desarrollado), que sea negociado y vendido a una contraparte, quien a pesar de ser profesional no le era



²⁷ Royal Bank of Scotland v Etridge [2002] 2 A.C. 773 At [10], refiriéndose a Treitel, *The Law of Contract* (10th ed., 1999), pp. 380, 381. Traducción libre del autor.

²⁸ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 15. Traducción libre del autor.

posible obtener asesoramiento independientemente efectivo (por ejemplo, porque existía un deber de confidencialidad al ser el derivado en cuestión propiedad exclusiva del vendedor). Sumando a lo anterior, por un lado, debería observarse una tendencia por parte del vendedor a resaltar los beneficios mas allá de los riesgos existentes en la transacción particular y, por otro, un comprador que, en vez de ser proactivo en el análisis de la transacción, hace expresa la dificultad de entendimiento y, por lo tanto, solicita explicaciones adicionales. Solamente en este escenario creemos que habría una posibilidad real de argumentar una relación de especial confianza entre profesionales.

Otro aspecto relevante para el análisis de la responsabilidad en la venta de derivados financieros son las reglas de construcción e interpretación de los contratos en el derecho inglés, según las cuales se debe alcanzar una interpretación comercialmente sensible, aproximación que es fiel reflejo de la concepción general que se tiene del derecho comercial como un medio para servir las necesidades reales del mundo de los negocios y sus actores.²⁹ Si bien esta regla no se trajo a colación de manera expresa en el caso Dharmala, sí muestra cómo en el derecho inglés, cuando las partes se encuentran bajo una relación comercial y tienen diferencias sobre el alcance del contrato respectivo, hay una perspectiva especial de análisis que se podría resumir en preguntarse qué fue lo que las partes probablemente acordaron, como comerciantes que son, en las circunstancias particulares del caso.³⁰ Esta aproximación general al derecho comercial y particular al contenido de los contratos en el derecho inglés se ve reflejada en el caso Dharmala.

Después de mencionar que el análisis de un enunciado engañoso debe hacerse contemplando las características de cada caso en particular, y que un vendedor que se muestra como experto en el análisis de propuestas se espera que sea tal, el juez afirmó:



²⁹ Lord Irving of Lairg, "The Law: An Engine for Trade", *The Modern Law Review*, vol. 64, mayo de 2001 p. 333. "Consideremos las cuatro formas principales en las cuales el derecho comercial sirve nuestra economía de libre mercado: Primero, la ley comercial es clara y predecible (...) Segundo, contiene fuertes reglas positivas contractuales para apoyar y sostener acuerdos comerciales. Tercero, la ley se ha formado por las necesidades y expectativas de comerciantes (...) Cuarto el parlamento y las cortes han hecho innovaciones originales para desarrollar la economía de mercado, construyendo sobre prácticas comerciales (...)". Traducción libre del autor.

³⁰ Stephen Cotton, *Contract Law-Don't Leave Home Without it*. 29 de noviembre de 2006, P. 3 en: www.lawscot.org.uk/uploads/Update/Contract%20Law%20-%20Nov%202006.pdf – 17, consulta 10 de abril de 2007.

Estos son problemas en los cuales no es necesario enfocarse dentro de un contexto comercial. La asunción con base en la que la mayoría de los negocios se llevan a cabo es que ambas partes entienden o se valen de concejo acerca del área en la cual operan y la documentación que usan. Los negocios no podrían hacerse de otra manera.³¹

Vemos cómo hay un razonamiento que favorece la practicabilidad de las transacciones comerciales, acorde con la posición de llevar a cabo un análisis comercialmente sensible.³²

Otro argumento que en un análisis global del marco legal aplicable a los derivados financieros ayuda a explicar el porqué de la aproximación restrictiva frente a la posibilidad de reconocer cualquier deber de asesoramiento o fiduciario en cabeza de los vendedores expertos, es el concepto denominado *The Flood Gates Argument*. De acuerdo con este concepto, las Cortes analizan si la imposición de un deber legal con base en los supuestos fácticos de un caso específico, conllevaría la necesidad de aplicar ese mismo deber en un amplio número de casos similares.³³ En consecuencia, los jueces son reacios a imponer un deber legal que pueda dar lugar a responsabilidad civil cuando el número y la naturaleza de las acciones que se desprendan del referido deber legal no pueden ser calculadas con precisión.³⁴

Precisamente, uno de las pretensiones enervadas por DSS consistió en afirmar la violación de un supuesto deber legal en cabeza de BT, consistente en explicar de manera completa y adecuada el funcionamiento, las implicaciones y los riesgos de los *swaps*. Ante esta situación, la Corte tenía dos opciones: tomar una posición restrictiva en cuanto al reconocimiento de dicho deber o ser permisivo al respecto. La posición adoptada fue restrictiva, al enfatizar la necesidad de analizar las transacciones de manera independiente por parte de los usuarios finales, sin ser del todo excluyente. Al vislumbrarse la necesidad de hacer el análisis de la naturaleza de la relación contractual en forma detallada, caso por caso, se dejó abierta la posibilidad de reconocer un deber legal determinado (asesoramiento, suministrar productos adecuados a las características y objetivos particulares del usuario final, etcétera) en cabeza del vendedor experto, si las circunstancias particulares del caso así lo ameritan (novedad y complejidad del producto, dificultad para obtener asesoramiento independiente, etcétera).



³¹ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 13. Traducción libre del autor.

³² Con relación al caso P&G, ya vimos cómo la jurisprudencia ha precluido explícitamente la posibilidad de que surjan relaciones o deberes fiduciarios entre profesionales en una relación de negocios.

³³ Jones Dugdale, op. cit., p. 394.

³⁴ *Ibidem*. Traducción libre del autor.

Por otro lado, una posición permisiva habría conllevado el peligro de crear inseguridad jurídica y el surgimiento de un gran número de litigios en cuanto al alcance del deber legal concreto, en cabeza y a favor de quien se impone, bajo qué supuestos fácticos concretos surge,³⁵ etcétera. Es de la esencia de los derivados financieros el riesgo, al estar estructurados con base en las expectativas que se tienen sobre las variaciones de cualquier indicador de mercado. Consecuentemente, si hay falta de certeza sobre los elementos que darán lugar al surgimiento de responsabilidad civil, se crearía la posibilidad de usuarios finales que, concientes del riesgo existente en dichos productos, deciden entrar en una transacción con el fin de protegerse o especular, pero a sabiendas de que si las cosas no salen cómo se previeron y, por ende, el producto les causa un detrimento patrimonial, existiría la posibilidad de evadirlo por medio de un litigio.

Sin embargo, no deja de causar controversia la mencionada posición restrictiva, si se tiene en cuenta que los vendedores de derivados financieros son expertos en la materia, tienen una capacidad de entendimiento superior y pueden llevar a cabo prácticas agresivas de mercadeo. Ante esta situación cabe preguntarse qué tan justo es hacer énfasis en el deber que tienen los usuarios finales de entender el mercado y la documentación de los negocios en los cuales participan y no en la necesidad de protección al consumidor que, por las ya mencionadas características particulares de los derivados, también se erige como un valor jurídico tutelable.

Por ejemplo, en el caso *Dharmala*, además de reconocer expresamente la complejidad de los derivados, junto con la superioridad de conocimiento por parte del vendedor, también se reconoció que algunos de los materiales utilizados durante el mercadeo del *swap 2* resaltaban más los beneficios que los riesgos de la transacción, en circunstancias en que BT quería ayudar a DSS.³⁶

Las contingencias económicas y proyecciones de tasas de interés previstas por BT bajo el *swap 1* no se cumplieron y, en consecuencia, la



³⁵ Es apenas normal la imposibilidad de prever todos los supuestos fácticos que ameritarían el surgimiento de un deber legal en cabeza de los vendedores, cuando estamos en presencia de un mercado en constante evolución.

³⁶ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 43. "Las situaciones de ahorros y pérdidas que muestra, después que la barrera ha sido traspasada, eran improbables y no representativas (...) En esa medida, podían fomentar una visión demasiado rosa de las implicaciones de la fórmula y del potencial de pérdidas del *swap 2*". Traducción libre del autor.

barrera de 4,125% establecida en relación con la tasa de interés de seis meses LIBOR³⁷ para ese producto, parecía fácilmente traspasable, lo cual le generaba un detrimento a DSS. En esa medida, BT le propuso un nuevo *swap* a DSS, con una barrera más alta.³⁸ De esta manera, se canceló el *swap* 1 y se entró en el *swap* 2, con el fin de evitar pérdidas bajo el primero. En este escenario, la Corte reconoció que un comprador en la posición de DSS estaría más dispuesto a ejercitar confianza en las recomendaciones y descripciones del producto por parte de BT.

Queda la sensación de que, de una u otra manera, el vendedor obtuvo una ventaja como consecuencia de su superioridad de conocimiento, en detrimento del comprador, lo que no obstó para que el juez cambiara su posición restrictiva. Así, Hudson señala: “Es también interesante la recitación de la necesidad, en cabeza de consumidores, para tomar responsabilidad por sus decisiones a pesar de que la sociedad de riesgo está forzando a esos consumidores a participar en mercados financieros en los cuales, de otra manera, no lo habrían hecho y a pesar de que es el vendedor del producto quien es el experto”.³⁹ Con la gran competencia que se vive hoy en día, es menester de todas las compañías buscar ventajas competitivas en todas y cada una de las actividades que llevan a cabo, siendo el manejo adecuado de los riesgos implícitos en su actividad una de sus principales fuentes. Al ser los derivados financieros una herramienta supremamente útil y eficiente en el manejo de esos riesgos, su uso deja de ser una opción para convertirse en un deber.

De tal manera, los jueces se encuentran ante la necesidad de sopesar dos intereses jurídicos tutelables: la necesidad de certeza jurídica, que sirve de base a la practicabilidad de negocios comerciales, y la necesidad de protección al consumidor, ante la realidad de una parte contratante en posición de superioridad frente a la otra.⁴⁰ Adicionalmente,



³⁷ Libor: tipo de interés para depósitos en el mercado interbancario de Londres. Existe un libor para cada una de las eurodivisas, en cada uno de los plazos en que se cotizan los depósitos. En la transacción se definió como la tasa de interés para depósitos en dólares para un período de seis meses. En: www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/l.asp consulta 10 de abril de 2007.

³⁸ *Ibidem*, p. 43. Se dijo por parte de BT: “Dado el nuevo ambiente en las tasas de interés, nosotros recomendamos que DSS considere el “LIBOR barrier swap” como una mejor alternativa que los dos *swaps* vigentes”. Traducción libre del autor.

³⁹ Hudson 3th ed., *op. cit.*, p. 515. Traducción libre del autor.

⁴⁰ Financial Services Authority. *The FSA approach to regulation of the market infrastructure*, pp. 9-10, en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/d02.pdf> consulta 10 de febrero de 2007, p. 7.

Este dilema es un reflejo de los objetivos estatutarios que debe tener en cuenta la FSA al expedir regulación financiera. Dos de esos objetivos son, por un lado, mantener confianza en el sistema financiero y asegurar el grado apropiado de protección para consumidores y, por otro, tener en cuenta la necesidad de mantener la posición competitiva del mercado financiero en el Reino Unido.

no es un secreto que en materia regulatoria, además de argumentos netamente jurídicos, ejercen una influencia importante políticas legales generales y también presiones de los actores económicos afectados. Por ejemplo, la amenaza de una regulación fuerte del mercado OTC fue suficiente para inducir a algunos bancos de inversión importantes a amenazar con cerrar sus operaciones en Estados Unidos e irse al ambiente regulatorio más benigno de Londres.⁴¹

Es claro cómo a la hora de crear un precedente judicial, y más aún en materias relacionadas con mercados financieros, no sólo está en juego el interés de las partes contratantes, sino el de toda la sociedad. Además del interés presente en la comunidad de negocios para contar con seguridad jurídica, existe el interés político de promover y asegurar las ventajas competitivas de un país, siendo la seguridad y certeza jurídica del ordenamiento legal uno de los factores determinantes de tal competitividad.

Aspectos legales relevantes en Colombia

Entre los aspectos legales que tienen repercusión en el momento de analizar la responsabilidad en la venta de derivados financieros en Colombia, encontramos el principio de buena fe contractual, deberes que se derivan del mismo, como el deber de información, obligaciones de medio y obligaciones de resultado y vicios del consentimiento.⁴²

Principio de buena fe contractual

Es bien sabido cómo el principio de buena fe tiene especial importancia en los sistemas de derecho civil, particularmente cuando se trata de relaciones jurídicas entre profesionales y sus clientes.⁴³ Reflejo de dicha importancia es la aplicación del principio de buena fe no sólo

⁴¹ H. Parry, Hedge Funds, Hot Markets and the High Net Worth Investor: A Case for Greater Protection. *Journal of International Banking Law*, 2001, p. 260, en: www.westlaw.com consulta 19 de enero de 2007.

⁴² Carlos Fradique Méndez, *Derivados financieros: reflexiones legales generales*, Cartagena, 18 de octubre de 2006. V Congreso de Derecho Financiero, Asobancaria, en http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPag2665_12.ppt#1 consulta 26 de marzo de 2007.

⁴³ Jose Mosset Iturraspe, *Responsabilidad de los profesionales*, Rubinzal-Culzoni editores, 2004, pp. 97-98. En este tipo de relaciones se señala la existencia de una buena fe especial, enfatizada o subrayada por el saber y la experiencia del profesional, por la desinformación y la vulnerabilidad del consumidor del servicio, y, por qué no decirlo, porque, cuanto mayor es el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor será la obligación que resulte de las consecuencias posibles de los hechos. (art. 902, Cód. Civ.) (...).

durante la ejecución de los contratos, sino también durante su etapa de formación y perfeccionamiento.

Entre los deberes que se desprenden de este principio en la etapa pre-contractual se encuentra el deber de información. En esta etapa las partes analizan el contenido del negocio que pretenden celebrar para evaluar si dicho contenido se ajusta al fin práctico perseguido con la celebración del contrato, con el fin de tomar una decisión sobre la conveniencia o inconveniencia de otorgar el consentimiento respectivo. Por lo tanto, es necesario que la representación preventiva efectuada sobre el contenido futuro del contrato se ajuste a la realidad y sea lo más fidedigna posible.⁴⁴ Consecuentemente, el deber de información en cabeza de los profesionales y respecto de cualquier contratante implica comunicar “de manera clara y comprensible, no sólo las condiciones y calidades del bien o servicio que ofrece o se le demanda, sino los riesgos y precauciones que han de tenerse en cuenta en relación con ellos”.⁴⁵

La importancia dada en los sistemas de derecho civil al principio de buena fe contractual y a los deberes que de él se desprenden contrasta con la menor trascendencia del mismo en los países de derecho anglosajón. Así, en el derecho inglés, no existe un principio general de buena fe contractual y en los Estados Unidos el Código Uniforme de Comercio reconoce expresamente el principio, pero sólo durante la etapa de ejecución y cumplimiento del contrato, mas no durante la etapa pre-contractual.⁴⁶ Si bien hay una diferencia clara entre Common law y Civil Law, no se puede entender el deber de información como absoluto, de manera que:

El mismo principio de la buena fe, que exige del destinatario el deber de informar de los errores conocidos, reclama del declarante un deber de autoinformación, esto es, de desplegar una diligencia regular o media en orden al exacto conocimiento de las circunstancias determinantes de la prestación de su consentimiento ad contractum. De otro modo, so



⁴⁴ F. Bennatti, *Fattispecie Constitutiva. La responsabiliza precontrattuale*, Giuffrè, Milano, 1963. Citado en: Jorge Mosset Iturraspe, *Responsabilidad de los profesionales*, Rubinzal-Culzoni Editores, Buenos Aires, 2004, pp. 123-124.

⁴⁵ Sergio Rodríguez Azuero, *Contratos bancarios y su significación en América Latina*, 5.ª ed., Temis, Bogotá, 2002, P. 181.

El doctrinante español Carlos R Videl señala con respecto a los tratos preliminares: “(...) implican mientras existen, una relación –si no jurídica– de confianza entre quienes las mantienen, relación de la cual surgen deberes como el de veracidad de la información suministrada, diligencia en las respuestas (...)”. Carlos Rigel Vide, *Derecho de obligaciones y contratos*. J.M. Bosh Editores, Barcelona, 1999, pp. 123-124.

⁴⁶ Uniform Commercial Code, artículo 1-304 en: <http://www.law.cornell.edu/ucc/ucc.table.html> consulta 11 de marzo de 2007.

pretexto de proteger la bona fides in contrahendo, se estaría amparando comportamiento negociales negligentes.⁴⁷

Ya vimos cómo la posición general adoptada por la jurisprudencia inglesa, con relación a los contratos celebrados entre profesionales, es responsabilizar a cada contratante del análisis y entendimiento, por cuenta propia, de la transacción respectiva, de tal manera que el asentimiento otorgado debe haber sido formado y expresado de manera independiente.⁴⁸ Consecuentemente, no hay como tal un deber de información en el derecho inglés, “no existe ningún deber de ninguna de las partes para colocar en conocimiento de la otra hechos que conoce y que pueden influenciar al otro en decidir cuándo entrar o no en el contrato (...) Cada parte tiene el derecho de usar la información que posea a fin de obtener el mejor negocio posible (...)”.⁴⁹

Cabe recordar el reconocimiento expreso en el caso Dharmala de prácticas que tendían a presentar una visión rosa de los swaps durante la etapa de negociación. Al respecto, llama la atención la referencia hecha por el doctor Rodríguez Azuero con ocasión del deber de información: “Este es un aspecto cardinal en que han de conciliarse técnicas comerciales y de mercadeo que tienden a presentar una visión rosa o perfecta de los productos que se ofrecen con una realidad en la cual existen riesgos (...)”.⁵⁰ Es claro a través del fallo que la naturaleza de la relación entre BT y Dharmala se entendió como aquella de dos profesionales negociando independientemente en igualdad de condiciones. Pero en nuestro derecho, aun en este escenario, el deber de información existe, ya que su aplicación no está supeditada a que se esté negociando con un consumidor.⁵¹



⁴⁷ José Ramón de Verda y Beamonte, *Error y responsabilidad en el contrato*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 1999, pp. 87-88.

⁴⁸ Alberto M. Musy, *The Good Faith Principle in Contract Law and the Precontractual Duty to Disclose: Comparative Analysis of New Differences in Legal Cultures*, p. 6, en: <http://www.icer.it/docs/wp2000/Musy192000.pdf> consulta 20 de febrero de 2007.

⁴⁹ Esta posición restrictiva frente al deber de información encuentra respaldo en el análisis económico del derecho, propio del *Common Law*. Al respecto se puede leer: Anibal Alterini A; Carlos Alberto Soto; José Luis de los Mozos, *Contratación contemporánea: teoría general y principios*. Silva, P F. Artículo “La Asimetría de información en la contratación a propósito del dolo omisivo”. Editorial Temis, 2000, p. 298.

⁵⁰ Rodríguez Azuero, *op. cit.*, p. 181.

En aras de evitar posiciones extremas, debe señalarse que en el derecho inglés existen deberes de información en casos particulares como los contratos *Uberrimae Fide* (contrato de seguro) y en nuestro ordenamiento se reconoce un margen de maniobra para poder resaltar las ventajas de un producto que se ofrece, como prácticas comerciales toleradas (dolo indiferente). Sin embargo, es claro que el principio de buena fe contractual y los deberes que de él se desprenden tienen una importancia mayor en nuestro ordenamiento que el que pudiera llegar a tener en el derecho inglés.

⁵¹ Rodríguez Azuero, *op. cit.*, p. 181.

Cabe también anotar cómo las hipótesis bajo las cuales se puede entender vulnerado el deber de información son bastantes amplias, incluyendo no sólo eventos en los cuales se suministra información engañosa, sino también aquellos en los que “se oculta la realidad a través de la reticencia (dolo pasivo) o se falsifica la realidad mediante la disimulación de lo verdadero”.⁵² Precisamente fue este uno de los alegatos hechos por DSS en contra de BT y, de hecho, hubo reconocimientos expresos en el fallo de omisiones relevantes para la comprensión de los riesgos presentes en los swaps en negociación, por parte de BT.

Durante el proceso de mercadeo y explicación del swap 2 contratado entre BT y Dharmala se envió por parte del primero una carta exponiendo las principales características y el funcionamiento del producto en oferta. Dicha permuta financiera tenía una barrera de 5,25% con relación a la tasa de interés de seis meses USD-LIBOR, la cual, en caso de ser traspasada, traía como consecuencia el cambio de los efectos prácticos del swap, ya que los ahorros en relación con tasas de intereses buscados por DSS se perderían y, por el contrario, surgiría la obligación de hacer una serie de pagos a favor de BT, lo que le causaría a aquel un detrimento patrimonial. La carta resaltaba los posibles beneficios del producto por encima de los riesgos; por ejemplo, mencionaba que DSS disfrutaría de mayores ahorros en tasas de interés del orden de 3,50% por año, siempre y cuando la tasa de interés de seis meses USD-LIBOR no cruzara la barrera de 5,25% durante los 12 meses siguientes, y señalaba que DSS asumiría un “costo adicional en el improbable evento que seis meses USD-LIBOR se cotizara por encima de 5,25% durante los próximos 12 meses”, sin que dichas palabras se acompañaran de una explicación cuantitativa del posible costo adicional en cabeza de DSS.⁵³

La manera de conocer el posible efecto práctico de dicho costo adicional era explicar el funcionamiento cuantitativo de la fórmula bajo la hipótesis de que la tasa seis meses USD-LIBOR se ubicara por encima de 5,25% al final de los doce meses de período relevante. Sin embargo, la única explicación que se dio en el texto y gráficos, una vez la barrera de 5,25% se había traspasado, asumía que la misma bajaría de nuevo, de tal manera que al final del año el promedio de la tasa se



⁵² Mosset Iturraspe, *op. cit.*, p. 97.

⁵³ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, *op. cit.*, p. 48. Traducción libre del autor.

ubicaría por debajo de 5,25%, lo que en términos prácticos, además de no ser una visión realista en opinión de la Corte,⁵⁴ hace que dicho ejemplo no revelara en toda su extensión el posible efecto negativo del swap para DSS.⁵⁵ Consecuentemente, en relación con la carta y los gráficos, se concluyó: “(...) las situaciones de ahorros y pérdidas que muestran, después de que el techo es traspasado, eran improbables y no representativas (...) En esa medida, podrían estimular una visión demasiado rosa de las implicaciones de la fórmula y del potencial de pérdidas del *swap 2*”.⁵⁶

De igual manera, refiriéndose a una reunión en la cual Mr. Hyun explicó personalmente, a través de ejemplos, las implicaciones del *swap 2*, el juez concluyó: “La situación donde el techo, contrario a la predicción, era alcanzado y la tasa de interés permanecía a ese nivel o continuaba escalando, no parece haber sido expresamente cubierta en la presentación”.⁵⁷

Resulta innegable la posibilidad de que las referidas omisiones pudieran ser consideradas como violaciones al deber de información, en los sistemas legales en que este existe, más aún cuando la corte reconoció expresamente que las mismas podían estimular una visión rosa del producto, en una situación en la cual BT estaba aparentemente y, de hecho, preocupado por ayudar a DSS. El argumento dado por la Corte para no sancionar dichas omisiones entendía que, a pesar de las limitaciones y falencias de los ejemplos dados para explicar el funcionamiento de la fórmula del *swap 2*, el potencial de pérdidas aparecería como obvio para alguien que estudiara los términos de la propuesta inteligentemente y en detalle. Por lo tanto, el juez asumió que los representantes de Dharmala entendieron el funcionamiento y las implicaciones prácticas del derivado.⁵⁸ Una vez más se enfatiza la responsabilidad que le cabe a quienes son considerados como



⁵⁴ *Ibidem*, p. 49. Mr Hyun buscó sugerir que un aumento en las tasa de interés mucho más largo del previsto, retrotraería sus efectos dentro de un año, y señaló algunos ejemplos al respecto. Sin embargo, la Corte sostuvo: “Aunque esto ocurre de vez en cuando, los incrementos y caídas en cuestión eran mayores que cualquiera que fuera consistente con el gráfico, al igual que están lejos de ser previsibles o regulares”. Traducción libre del autor.

⁵⁵ *Ibidem*, p. 49. En el fallo se menciona, respecto a los ejemplos hechos por BT para explicar la fórmula del *swap*: “Las cifras pueden compararse con una ganancia neta de casi \$13 millones por año o una pérdida neta de \$3.75 millones por año. Si el gráfico hubiera mostrado la posición para una tasa de 5,25% al final del año, la pérdida neta se habría incrementado a alrededor de \$6.6 millones por año”. Traducción libre del autor.

⁵⁶ *Ibidem*, p. 49. Traducción libre del autor.

⁵⁷ *Ibidem*, p. 52. Traducción libre del autor.

⁵⁸ *Ibidem*, p. 53.

profesionales, para entender los productos que se les ofrecen en los mercados en los cuales actúan normalmente.

Obligaciones de medio y obligaciones de resultado

La obligación es de medios cuando el deudor se obliga a favor del acreedor a utilizar los recursos de que dispone, observando una especial diligencia en la consecución de un fin, sin que tal consecución esté garantizada. La obligación es de resultado cuando tiene por objeto un fin o resultado determinado que el deudor garantiza, de tal manera que su no consecución comporta el incumplimiento de la obligación.⁵⁹ Al ser el tema de derivados financieros carente de desarrollo doctrinario y jurisprudencial en nuestro país, nos valdremos de consideraciones hechas sobre obligaciones de medio y de resultado en otra clase de contratos que, por el tipo de obligaciones contractuales que suponen, pueden traerse a colación en la materia que nos ocupa.

El artículo 151 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece entre las normas comunes a los fideicomisos de inversión: “5. Alcance de las obligaciones del fiduciario. Dentro de los contratos mediante los cuales se vincule a los constituyentes o adherentes con los fondos o proyectos específicos de inversión, deberá destacarse la circunstancia de que las obligaciones que asume el fiduciario tienen el carácter de obligaciones de medio y no de resultado”. Como consecuencia, la referida norma prohíbe garantizar una tasa fija sobre recursos recibidos al igual que asegurar rendimientos por valorización. Es apenas lógico que toda inversión se haga con base en la expectativa que se tiene sobre movimientos de mercado, por ejemplo, la expectativa alcista que se tiene con relación a una tasa de interés sobre la cual se han de recibir intereses. Pero tal decisión se toma con base en el análisis de la relación riesgo/beneficio; se espera que las tasas de interés suban, pero bien puede pasar lo contrario.

Es así como en los fideicomisos que implican el manejo de dinero se estableció la imposibilidad de garantizar rendimientos, y se quiso reiterar que “el fideicomitente estaba ligado a la suerte de esas inversiones por lo que el mayor o menor rendimiento obtenido de las mismas constituía su riesgo como encargante”.⁶⁰ Una de la razones



⁵⁹ Alberto Tamayo Lombana, *Manual de obligaciones*, 6.ª ed., Temis, Bogotá 2004, p. 18.

⁶⁰ Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios fiduciarios y su significación en América Latina*, Legis, 2005, p. 276.

para justificar que las obligaciones en fideicomisos de inversión sean de medios radica en que las mismas están sujetas a las oscilaciones de los indicadores de mercado correspondientes a las inversiones que se hagan, lo cual se denomina riesgo de mercado.

Lo mismo ocurre con los derivados financieros, cuyo valor depende de un indicador de mercado o activo financiero subyacente que normalmente fluctúa de acuerdo con las condiciones del mercado. Como ya se vio, los derivados tienen distintos usos, desde especulación hasta obtener cobertura sobre riesgos. Incluso estos últimos, cuyo objetivo es controlar el riesgo, en sí mismos pueden implicar un riesgo.

Los derivados que se estructuran para buscar un hedging o cobertura de riesgos buscan generar un ingreso de dinero u otros valores que puedan compensar pérdidas eventuales como consecuencia de movimientos en un indicador de mercado al que se está expuesto (por ejemplo, intereses pagaderos con relación a una tasa determinada como LIBOR).⁶¹ Sin embargo, la decisión sobre qué tipo de producto es el adecuado para crear la protección, cuál es la medida del riesgo que se pretende cubrir y la correspondiente medida del derivado necesaria para cubrir ese riesgo pueden implicar complejidad sustancial debido a la necesidad de medir anticipadamente movimientos de mercado, coeficientes de volatilidad y otras proyecciones de flujos monetarios.⁶²

Por lo tanto, no sólo existe el riesgo de mercado en los derivados, sino también el riesgo de desacuerdo, entendiendo por este la posibilidad de que, en razón de la complejidad que pueden acarrear ciertos productos, aspectos de la transacción que determinarán sus posibles beneficios, como proyecciones de tasas, fórmulas para establecer los pagos apoyadas en operaciones de matemática financiera o el anticipo de contingencias económicas, estén viciados y, en consecuencia, los resultados esperados por las partes no sean los previstos.⁶³ Esta aproximación al tema de las obligaciones que surgen de un contrato sobre derivados financieros y frente a las representaciones hechas durante la etapa de negociación se ve reflejada en el caso Dharmala. Uno de los alegatos



⁶¹ Por ejemplo, un aumento en tasas de interés puede generar pérdidas representadas en una cantidad mayor de intereses pagables sobre un préstamo bancario. Unas acciones u valores de renta variable podrían aumentar su valor paralelamente con el aumento en tasas de interés. Comprar una cantidad apropiada de acciones compensaría las pérdidas sufridas por el aumento en las tasas de interés. Hudson, 2.^a ed., *op. cit.*, p. 11. Traducción libre del autor.

⁶² *Ibidem*.

⁶³ Vega Vega, *op. cit.*, p. 114.

por parte de DSS consistió en afirmar que BT representó de manera inexacta y engañosa que las proyecciones económicas suministradas eran completas, precisas y confiables.⁶⁴

En efecto, como ayuda en el proceso de mercadeo, Mr. Hyun tenía la práctica de suministrar proyecciones sobre las condiciones económicas relevantes para la transacción, las cuales eran elaboradas por economistas de la unidad de proyecciones del banco. En carta dirigida a los representantes de DSS se dijo por parte de Mr. Hyun, en relación con el *swap 1*: “La probabilidad de que USD-LIBOR esté por debajo de la barrera especificada anteriormente es muy alta. DSS puede tomar ventaja de esto y disfrutar altos ahorros sobre tasas de interés de 1,25% por año, al entrar en esta estructura *swap*”.⁶⁵ Sin embargo la mencionada barrera establecida en 4,125% fue en efecto traspasada, lo cual desencadenaba la obligación de hacer una serie de pagos que conllevarían un detrimento patrimonial para DSS. La Corte sostuvo que si bien las proyecciones elaboradas por los economistas de BT eran bajas en comparación con las realizadas por la mayoría de economistas, esto no significaba que fueran irracionales. Se señaló cómo en otra ocasión el mismo economista del caso en análisis hizo otra proyección baja en comparación con las elaboradas por la mayoría de economistas, la cual resultó ser acertada y corroborada por los eventos objeto de predicción.⁶⁶

Vemos de qué manera, a pesar de ser hechas por profesionales expertos de los cuales se espera especial conocimiento y diligencia⁶⁷ en el desarrollo de sus labores, las proyecciones con base en las cuales se estructuran y ofrecen derivados financieros son un ejercicio eminentemente de juicio y opinión sujeto a errores. Debe señalarse que la discusión entre obligaciones de medio y de resultado ha sido



⁶⁴ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 6.

⁶⁵ *Ibidem*, p. 33. Traducción libre del autor.

⁶⁶ *Ibidem*, p. 34. “No se demostró que cualquier procedimiento distinto habría llevado a otra proyección, la cual hubiera significado alguna diferencia en el presente caso”. Traducción libre del autor.

⁶⁷ Es de recibo la crítica que se hace a la división tripartita de la culpa, según la cual, al estar los derivados financieros normalmente estructurados para que las dos partes se beneficien, en caso de incumplimiento contractual, le bastaría al vendedor para exonerarse de responsabilidad con probar una diligencia media en su actuar. Más aún, con ocasión de derivados financieros complejos, donde es el vendedor quien estructura el producto, creemos debe observarse una especial diligencia. “Es más, si se admite, en gracia de discusión, que la responsabilidad natural de un fiduciario es hasta por la culpa leve, ella tiene que ser mayor cuando ofrece al mercado productos diseñados y elaborados por él (...), en este caso, se supone que ha empleado una especial diligencia en el diseño y presentación del producto y que ha debido anticipar las debilidades o vicisitudes que el mismo pudiese afrontar en un mercado”. Sergio Rodríguez Azuero, *La responsabilidad del fiduciario*, Ediciones Rosaristas, 1997, p. 82.

ampliamente controvertida y no es fácil hallar una posición unitaria al respecto. Si tomáramos como criterio de clasificación la naturaleza del objeto de la obligación, entendiendo por este las prestaciones que surgen de la misma, normalmente encontraríamos que en un derivado financiero se da un intercambio de flujos monetarios entre contratantes. En consecuencia, las obligaciones asumidas son de dar una suma de dinero que, como tal, corrientemente se consideran como obligaciones de resultado.

Sin embargo, tal criterio no parece ser absoluto ni objetivo. Con razón se ha sostenido que los contratantes, en virtud del principio de la autonomía de la voluntad, pueden calificar el tipo de obligaciones que asumen.⁶⁸ Si no hay calificación expresa, habrá de tenerse en cuenta las declaraciones habituales en los contratos sobre derivados, en cuanto al conocimiento y aceptación de los riesgos implícitos en tales productos, ya que ciertamente son indicativas del carácter aleatorio de las obligaciones asumidas. En este sentido, la Corte Suprema de Justicia sostuvo:

(...) afloran entonces pautas tales como la aleatoriedad del fin último perseguido por el acreedor, conforme a la cual suele considerarse la obligación de seguridad como un mero deber general de prudencia en aquellas hipótesis en las que la conducta del deudor se orienta a la “satisfacción de un interés de obtención incierta”, vale decir, cuando la consecución del desenlace deseado por el acreedor no depende ordinariamente, ni de manera exclusiva de la diligencia del deudor.⁶⁹

Si el riesgo es de la esencia de los derivados financieros y las obligaciones que se asumen en estos contratos son de medios debido a su naturaleza aleatoria, las declaraciones que se hagan durante las negociaciones sobre contingencias económicas, proyecciones sobre indicadores de mercado y los posibles beneficios de la transacción, las cuales tienen una relación directa con las obligaciones que se concretarán en cabeza de cada contratante, consecuentemente serán un ejercicio de



⁶⁸ Contrato para la celebración de operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCF), que son contratos de futuros transados en la Bolsa de Valores de Colombia: “Sexta. En desarrollo de este documento la comisionista adquiere frente a el comitente obligaciones de medio, por lo cual en ningún caso garantiza algún tipo de utilidad o rendimiento”, en <http://www.gestiopolis.com/canales5/eco/merderiva.htm> consulta 5 de abril de 2007.

⁶⁹ Colombia, Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, sentencia del 18 de octubre de 2005, magistrado ponente Pedro Octavio Munar Cadena Expediente 14491. También se puede ver: Fernando Hineirosa, *Tratado de las obligaciones*. Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2002, pp. 241-243. “Una y otra parte son conscientes de la situación, ambas prevén el resultado, saben que este es de suyo aleatorio, y le asignan al deudor la tarea de propiciarlo con una conducta idónea. Hay una contingencia, valga repetirlo, y se ve que alea del resultado constituye normalmente el criterio de la distinción”.

opinión sujeto a errores, tal como se argumentó en el caso Dharmala. Mal podría entenderse que con tales declaraciones se está asegurando un resultado específico, por lo cual, será muy difícil afirmar por parte de su destinatario que las mismas han suscitado un error determinante, el cual lo llevó a consentir el contrato respectivo.

Dolo, como vicio del consentimiento

El artículo 1508 del Código Civil colombiano establece los vicios de que puede adolecer el consentimiento, a saber, error, fuerza y dolo. Claramente las pretensiones aducidas por los usuarios finales de derivados pueden subsumirse en el concepto de dolo,⁷⁰ definido como:

Cualquier maquinación, trampa, artificio o astucia encaminados a sorprender a la víctima y a provocar su adhesión, bien sea sobre el acto en general, bien sea sobre ciertas condiciones de él; consiste, pues, en crear en la mente de una persona, mediante procedimientos condenados por la buena fe, una móvil o razón para consentir, móvil o razón que en realidad no existe, que es ilusorio y pernicioso.⁷¹

De acuerdo con la definición citada, son muy amplias las posibilidades en las cuales la actuación de los contratantes se podría considerar constitutiva de dolo, incluyendo la posibilidad del dolo por omisión. Sobre este último se señala: (...) el autor no afirmará directamente un hecho falso; pero, mediante palabras dudosas, frases inconclusas, ideas a medio expresar o sugerencias veladas, hará nacer o alimentará un error en la víctima.⁷²

Al considerarse tal descripción del dolo, inmediatamente recordamos la afirmación hecha en el caso Dharmala en relación con la carta y gráficos enviados a DSS durante la negociación del swap 2:

Aunque, como lo he dicho, estas cifras explicarían con base en un análisis detallado las implicaciones adversas del swap, ciertamente no lo hace de manera explícita o total. Al respecto, me parece una observación justa que el texto de la carta resalta los beneficios en vez de los riesgos de la propuesta.⁷³

Claramente, dicha actitud por parte de BT encuentra cabida en la definición amplia que se hace del dolo por parte de nuestra doctrina,



⁷⁰ Podría también pensarse en el error sobre la causa del negocio jurídico, sin embargo, nos limitamos a tratar el dolo, por cuanto las pretensiones aducidas por DSS en el caso Dharmala encuadran mejor en este concepto.

⁷¹ Guillermo, Ospina Fernández, *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*, 7.ª ed., Temis, 2005, p. 202.

⁷² *Ibidem*, p. 203.

⁷³ *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., p. 48. Traducción libre del autor.

en particular, la referencia que se hace al dolo por omisión. De igual manera, no es difícil concluir que la omisión de proveer ejemplos que permitieran observar en su total dimensión la posibilidad de pérdidas de la transacción, y la tendencia a resaltar los beneficios, más que los riesgos, pudo generar en Dharmala un móvil o motivo falso o engañoso (por ejemplo, que estaba consintiendo una transacción con un potencial de pérdidas menor), con base en el cual consintió dicha transacción.

Sin embargo, el dolo debe responder a ciertos requisitos para configurarse como tal. Por un lado, se encuentra el elemento intencional del dolo, que recoge la necesidad del obrar a sabiendas y con intención positiva de inferir daño por parte de su fraguador, de manera que si este induce a su víctima por qué él mismo se equivocó, no podrá hablarse de dolo.⁷⁴ Adicionalmente, el artículo 1515 del Código Civil de Colombia dispone: “El dolo no vicia el consentimiento sino cuando es obra de una de las partes, y cuando además aparece claramente que sin él, no hubiera contratado”. Consecuentemente, además de provenir de una de las partes contratantes, el dolo debe ser determinante, de tal manera que sea ese móvil falso o engañoso suscitado en la mente de la víctima, la causa determinante del contrato que, de no haber mediado dolo, no habría sido consentido, o por lo menos no en las condiciones en que se consintió erróneamente.⁷⁵ Con respecto al elemento determinante del dolo, el efecto psicológico del engaño en la víctima se debe analizar en cada caso particular, con lo cual, lo que podría constituir dolo para una persona, podría no serlo para otra, en razón de su especial conocimiento, su carácter profesional o, a contrario sensu, podría constituirlo como consecuencia de su inexperiencia o ingenuidad.⁷⁶ Por último, debe señalarse que la buena fe se exige de ambos contratantes, por lo cual habrá de tenerse en cuenta también la falta de diligencia que haya podido observar la víctima del dolo, ya que es exigible un mínimo de actividad y prudencia, cuya omisión constituye a su vez una falta que compensaría en último término, la cometida por el autor del dolo”.⁷⁷

Precisamente fue la ausencia de los requisitos anteriormente mencionados la razón que condujo al juez del caso Dharmala a afirmar

⁷⁴ Tamayo Lombana, *op. cit.*, p. 178.

⁷⁵ Ospina Fernández, *op. cit.*, p. 208.

⁷⁶ Tamayo Lombana, *op. cit.*, 2004, p. 178.

⁷⁷ Alfonso, de Cossio, *El dolo en el derecho civil*, Comares, Granada, 2005, p. 193.

la validez del contrato y negar cualquier responsabilidad en cabeza de BT por las omisiones que cometió en el proceso de negociación, obviamente dichos requisitos referidos al concepto legal inglés de misrepresentation (enunciados falsos o engañosos), que se asemeja a nuestro concepto de dolo,⁷⁸ y con base en el cual Dharmala fundó sus pretensiones.⁷⁹ Recordemos que el reconocimiento de un enunciado falso o engañoso, como tal, en el derecho inglés, depende de un análisis objetivo del efecto probable del enunciado en su destinatario de acuerdo con sus características, tal como le parecieron, o debieron parecerle, al autor del enunciado.⁸⁰ Cómo se mencionó, el fallo reconoció que los materiales entregados y las presentaciones hechas acerca del *swap 2* por parte de BT estuvieron por debajo de los estándares de buenas prácticas comerciales, tenían la capacidad de generar una impresión equivocada acerca de la transacción y generaban el riesgo de obtener el consentimiento del destinatario, sin que se apreciara en toda su dimensión las implicaciones del producto.⁸¹

Sin embargo, la Corte concluyó que a pesar de dichas falencias, las mismas no lograron engañar a los representantes de DSS y, por lo tanto, no fueron determinantes para su decisión de consentir el *swap 2*. Las razones esgrimidas como apoyo a esta conclusión fueron: 1) Las falencias no fueron el resultado de una actitud deliberada para engañar, sino de la falta de precaución y del ánimo de venta;⁸² 2) a pesar de su menor conocimiento en derivados con relación a BT, DSS era una compañía con considerable habilidad, experiencia y diligencia, de la cual se esperaba un análisis cuidadoso del *swap*, tal como la había hecho con propuestas anteriores.⁸³ Independientemente de su grado de sofisticación financiera, DSS se mostró como financieramente experto frente a BT; 3) Aunque es probable que los contratantes no



⁷⁸ De igual manera, el concepto de *undue influence* se asemeja al nuestro de dolo, por cuanto la finalidad primordial de aquel es investigar la manera como se obtuvo el consentimiento del contratante con quien se negocia, para restarle eficacia jurídica al consentimiento obtenido por medios inaceptables.

⁷⁹ Algunos de los enunciados engañosos alegados por Dharmala como factor determinante para entrar en el *swap 2* son: "BT representó que no era posible que la tasa 6 meses U.S. Dolla-Libor se ubicara por encima de 5,25% durante el año siguiente (...). El material explicatorio suministrado con la carta no identificó adecuadamente, o del todo, el potencial de inexactitud y la falta de fiabilidad de las proyecciones". De igual manera, Dharmala alegó haber depositado confianza y actuado con base en omisiones tales como: "La falta de explicación sobre la operación de la fórmula bajo el *swap 2*, particularmente, en cuanto al enorme potencial de pérdidas para DSS si la barrera del producto era traspasada" *Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*, op. cit., pp. 7-8. Traducción libre del autor.

⁸⁰ *Ibidem*, p. 13.

⁸¹ *Ibidem*, pp. 60-62.

⁸² *Ibidem*, p. 62.

⁸³ *Ibidem*, p. 61.

desarrollaron ejemplos sobre el funcionamiento de la fórmula para una tasa de interés por encima de la barrera de 5%, con anterioridad a la conclusión del *swap 2*, los cuales permitieran cuantificar el potencial de pérdidas bajo tales condiciones, sí fue explicado el funcionamiento general de la fórmula bajo otras tasas de interés. En consecuencia, DSS tenía la posibilidad de entender la fórmula y desarrollar ejemplos, por sí mismo, con base en diferentes niveles de mercado. Adicionalmente, se concluyó que BT entendió el funcionamiento de la fórmula, porque los gráficos muestran una línea de progresión constante una vez la barrera establecida es traspasada, lo cual en términos generales sugiere un incremento rápido y progresivo de pérdidas como consecuencia de pequeños incrementos en las tasas de interés relevantes, hecho que en opinión de la Corte resultaría evidente para alguien que analiza de manera cuidadosa la propuesta, tal como se puede inferir de la actitud proactiva⁸⁴ de DSS durante la negociación;⁸⁵ 4) Aun si, con anterioridad a la conclusión del *swap 2*, DSS no desarrolló ejemplos por encima de la barrera de 5,25%, días después de su conclusión lo hizo, y tuvo varias oportunidades en las cuales vislumbró el potencial de pérdidas, sin que ello generara ningún reclamo de su parte, como se esperaría lo hubiera hecho en caso de haberse sentido engañado al respecto, reclamo que solamente se dio días después de recibir un fax en el que BT calculó el valor negativo del producto.⁸⁶

Por último, debe apreciarse que si bien el dolo, que no cumple con los requisitos para viciar el consentimiento, no genera la invalidez del acto jurídico, sí puede ser fuente de responsabilidad civil, con la consecuente acción de perjuicios contra sus fraguadores o contra quienes se han beneficiado de él. Sin embargo, al no ser el dolo la causa determinante de la decisión de entrar en el negocio jurídico que generó el perjuicio, podrá atacarse el nexo causal, indicándose que fue la propia decisión de la víctima la que lo llevó a entrar en el negocio que le generó un detrimento patrimonial (hecho de la víctima), que operó una acep-



⁸⁴ *Ibidem*, p. 42. Por ejemplo, con respecto a la confirmación de venta del *swap 1* que BT le envió a DSS, se observan *ticks*, a manera de vistos buenos, en la mayoría de los párrafos, al igual que se encuentra resaltada la barrera 4,125% del producto. También se observan *ticks* en relación con documentos enviados de acuerdo con la ley de servicios financieros, en los cuales se hace explícito que, al hacer recomendaciones, se asume que el destinatario puede juzgar la conveniencia de las mismas. Con relación a la carta de propuesta del *swap 2* también se observan *ticks* y cifras escritas por Mr. Thio. Todos estos hechos llevaron al juez de conocimiento a concluir que los representantes de DSS leyeron y analizaron cuidadosamente las propuestas.

⁸⁵ *Ibidem*, p. 61.

⁸⁶ *Ibidem*.

tación del riesgo o, a lo menos, que hubo una concurrencia de culpas que justifica la moderación de la indemnización.⁸⁷

CONCLUSIONES

Por lo general, existe una semejanza entre los distintos conceptos legales relevantes en el análisis de la responsabilidad en la venta de derivados financieros en Colombia e Inglaterra. Las figuras de *undue influence* y *misrepresentation* se asemejan a la nuestra del dolo. Así, como en el derecho inglés se exige que el enunciado con aptitud para engañar produzca tal efecto en su destinatario, teniendo en cuenta sus características particulares, de igual manera en nuestro ordenamiento jurídico se exige que el dolo sea determinante con base en las características de la víctima. Tal como se reconoció en el caso *Dharmala* que las proyecciones económicas son un ejercicio eminentemente de opinión y juicio que está sujeto a errores, existen argumentos para sostener que de acuerdo con la clasificación entre obligaciones de medios y de resultado, las que surgen de un contrato de permuta financiera corresponden a la primera categoría. De esta manera, mal podría esperarse un resultado específico con base en las declaraciones que se hagan durante la negociación de un producto derivado, por cuanto con ellas no se está garantizando ningún resultado e, igualmente, será difícil afirmar que tales declaraciones indujeron un error determinante en el consentimiento del usuario final.

El propósito general al exigir la ausencia de vicios en el consentimiento como requisito para su validez es garantizar que este sea el resultado de la voluntad libre y real del contratante. Sin embargo, son varias las hipótesis en que a pesar de adolecer la voluntad de algún vicio, el mismo no tiene la entidad suficiente como para viciar el consentimiento, por ejemplo, el error sobre la persona con quien se contrata, cuando tal consideración no es el motivo determinante del contrato, o el dolo indiferente que no determina la voluntad del agente o que es tolerado como práctica comercial aceptable (*dolos bonus*). Si pensamos en el proceso volitivo del usuario final que quiere contratar un derivado financiero, en primer lugar, dicho usuario tendrá un propósito en mente, como especular o protegerse, con



⁸⁷ Gilberto Martínez Rave; Catalina Martínez Tamayo, *Responsabilidad civil extracontractual*, 11.ª ed., Temis, Bogotá, 2003, pp. 239-245.

En el caso *Dharmala* se sostuvo: “El potencial de pérdidas y ganancias de la oferta debieron haber sido presentados de un manera balanceada. Sin embargo, la pregunta crítica de la causalidad permanece. DSS no ha establecido que esos aspectos de la presentación acerca de los cuales puede quejarse fueron materiales para su decisión”, p. 63.

relación al cual el vendedor estructura el producto, dándole un perfil de riesgo determinado con base en el cual el usuario podrá decidir sobre la conveniencia de consentir o no el negocio jurídico.

Precisamente, creemos que ese perfil de riesgo es el aspecto principal que necesita entender un usuario final para analizar la idoneidad y conveniencia de determinado producto en relación con el fin que busca. El usuario final debe saber cuál es el potencial de pérdidas o ganancias del producto y, con base en ello, evaluará si desea asumirlo. Lógicamente, si su objetivo es especular, estará dispuesto a asumir una mayor cantidad de riesgo y, por el contrario, buscará un potencial de pérdida menor si lo que busca es protección. Resultaría poco práctico e irrealista esperar o, peor aún, exigir que un usuario final entienda en detalle todos los aspectos del producto que se le ofrece, cuando este implica gran complejidad. En el caso Dharmala, la Corte entendió que a pesar de no cuantificar de manera exacta el potencial de pérdidas del *swap 2* antes de su conclusión, DSS lo entendió de manera general, por lo cual cualquier falencia durante la negociación por parte de BT no fue determinante en su decisión de consentir la transacción. De igual manera, lo que se busca en nuestro ordenamiento legal es un consentimiento informado, mas no perfecto.

Sin embargo, es clara la existencia de diferencias importantes, las cuales nos brindan argumentos para sostener que, en concordancia con los supuestos fácticos del caso Dharmala, podrían darse decisiones en contra de los vendedores expertos en sistemas de derecho civil, a diferencia de lo ocurrido en Inglaterra. Estas diferencias son la existencia del principio de buena fe contractual, del cual se derivan otros como el deber de información, que, si bien no puede afirmarse tajantemente su no existencia en el derecho anglosajón, o su carácter absoluto en los sistemas de derecho civil, sí puede decirse con toda seguridad que tienen alcances e implicaciones mucho más rigurosas en estos que en aquellos.⁸⁸

Adicionalmente, la existencia de argumentos como *the flood gates argument*, la búsqueda de una interpretación comercialmente sensible,⁸⁹

⁸⁸ Atiyah, *op. cit.*, p. 101. Existen algunos conceptos que si bien no se entienden en estricto sentido como deberes contractuales, sí tienen implicaciones prácticas en la etapa de negociación de un contrato, a saber: *Promissory Estoppel*: una parte que hace representaciones en relación con su conducta futura puede ser considerado responsable si su contraparte sufre un perjuicio a raíz de la confianza depositada en dicha representación, deber de cuidado y diligencia bajo responsabilidad civil extracontractual y la doctrina de *breach of confidence en equity*.

⁸⁹ El artículo 1621 de nuestro Código Civil señala como regla de interpretación de los contratos el adoptar la posición que mejor cuadre con la naturaleza del contrato. Dada esta regla, es lógico que los jueces deban

el deseo de mantener la competitividad de Londres, que son reflejo de la idea general que se tiene del sistema legal inglés y en general del derecho anglosajón como sistemas más dados al análisis económico del derecho, donde sus jueces tienen una especial perspectiva comercial de estudio, constituyen características que ciertamente pueden marcar la diferencia en el momento de decidir casos, como el caso Dharmala.

Lo anterior cobra especial relevancia si se tiene en cuenta que varios aspectos claves sobre la responsabilidad en la venta de derivados financieros tienen un grado de discrecionalidad por parte de los jueces. Por ejemplo, el análisis de la relación contractual para establecer si existe una especial confianza y confidencialidad bajo la cual se pueda presumir influencia indebida por parte del vendedor experto, implica un grado de discrecionalidad por parte del juez. Igual sucede con la evaluación de un enunciado, en principio engañoso, para establecer si logró o no engañar a su destinatario, en razón a las características particulares del caso. En nuestro ordenamiento, de igual manera existe un grado de discrecionalidad del juez al analizar los límites del deber de información de acuerdo con la relación contractual, o si una maquinación fraudulenta tuvo la aptitud de crear un motivo falso en la mente de la persona que consiente un contrato, y si dicho motivo falso fue la causa determinante del contrato o, por el contrario, constituía un dolo indiferente por ser considerado como práctica comercial aceptable.

Al respecto debe señalarse cómo el derecho anglosajón otorga vital importancia al cumplimiento de los contratos, considerados como una plataforma indispensable para desarrollar negocios comerciales. El derecho contractual inglés ha sido fuertemente influenciado por ideas individualistas del *laissez-faire* del siglo XVIII, lo cual se traduce en una especial importancia de principios tales como libertad contractual, *sanctity of contract*, cuya idea principal enfatiza que un contrato libremente acordado por sus partes anula objeciones de conciencia con relación a sus términos o consecuencias,⁹⁰ y el principio de



adoptar una interpretación comercialmente sensible, si el contrato ostenta tal naturaleza comercial. Sin embargo, no se observa el mismo énfasis en la perspectiva comercial de análisis del derecho anglosajón.

⁹⁰ Thomas Waelde, Abba Kolo, "Renegotiation and Contract Adaption in the International Investment Projects: Applicable Legal Principles & Industry Practices" en: <http://www.dundee.ac.uk/cepmlp/journal/html/vol5/article5-3a.html> consulta 15 de marzo de 2007. Los contratos como ejercicio de la libertad y autonomía de las partes deben ser honrados y no interferidos por las Cortes. Los términos del contrato deben ser implementados independientemente de su onerosidad.

certeza jurídica.⁹¹ Este último adquiere especial importancia en temas financieros, por cuanto las posiciones que se adquieren a través de un contrato de derivados muchas veces a su vez son objeto de cobertura mediante otros contratos sobre derivados, y estos al mismo tiempo pueden cubrirse con otros, y así sucesivamente, de tal manera que surge un riesgo sistémico consistente en que el incumplimiento de un contrato podría desencadenar un efecto dominó de incumplimiento de muchos otros.

El ordenamiento jurídico colombiano reconoce la importancia del cumplimiento de los contratos al señalarse que estos son ley para las partes. No obstante, el derecho y los jueces ingleses son menos proclives a reconocer defensas que evitan el cumplimiento de contratos. Se sostiene de manera particular, en relación con los jueces de Colombia, la existencia de una mala actitud para ordenar el cumplimiento forzado de obligaciones, sobre todo cuando una de las partes ostenta, de alguna manera, una posición ventajosa frente a su par.⁹² Consideramos poco apropiado generalizar determinada actitud por parte de nuestros jueces; sin embargo, es clara la existencia de una especial perspectiva comercial en el análisis legal por parte de los jueces ingleses, ejercitando un gran énfasis en la responsabilidad de cada contratante para entender el mercado en el cual participa, en la practicabilidad de los negocios comerciales, perspectiva que no es fácilmente identificable, en la misma medida, por parte de nuestros jueces.

Aunque las diferencias entre uno y otro sistema de derecho son palpables, no son absolutas. Por supuesto, sería ilógico afirmar que el análisis legal en sistemas de derecho civil esté desprovisto de cualquier perspectiva comercial. Valga señalar la siguiente referencia del doctrinante español Alfonso de Cossio:

⁹¹ Citamos el siguiente pasaje, ya que ilustra el conflicto de intereses legales presente: "Se piensa que el atributo fundamentalmente más importante de la ley es ser cierta. Justicia es (dejando a un lado injusticias y opresiones substanciales) altamente deseada como atributo secundario. Si la ley es cierta, la gente puede arreglar sus actuaciones con anticipación, para que se cumplan, aun si la ley es injusta. Si es justa pero no cierta, la gente no puede ordenar correctamente sus actuaciones, y la falta de previsibilidad en sí misma, se convierte en una injusticia". Schyuler K, H, *Henderson on Derivatives*, Lexis Nexis, London, 2003, Part II, Chap. 10.1. en: www.lexisnexis.com consulta 12 de marzo de 2007.

⁹² Se arguye que en estos casos se consideran los contratos como "mecanismos de los ricos para tomar ventaja de los pobres (...) los jueces normalmente consideran el contratante incumplido como la parte débil que tiene que ser defendida y protegida". Álvaro Bechara, "Default in Fulfillment of Contracts", *Ámbito Jurídico*, 19 de marzo de 2007, p. 16.

(...) si el Juez, en presencia de hechos que el demandante calificase como dolosos, no tuviere para formarse una opinión que tener en cuenta más que las reglas de la moral, el dominio del dolo no tendría límites (...) Pero el derecho no se confunde con la moral; debe tener en cuenta el estado de las costumbres y de las necesidades de la práctica de los negocios. La vida económica no sería posible si los tribunales anulasen todas las convenciones concluidas bajo el imperio de la mala fe.⁹³

No se trata entonces de hacer afirmaciones absolutas (que, por demás, serían inexactas), en cuanto a las diferencias entre sistemas legales, sino de identificar aquellas como la existencia de un deber de información en el derecho civil, una especial perspectiva comercial de análisis en el derecho anglosajón, que ante casos donde la línea divisoria entre una decisión a favor o en contra de un vendedor experto es bastante sutil, bien pueden marcar la diferencia en uno u otro sentido.

Tanto en el derecho anglosajón como en el nuestro se está de acuerdo en la necesidad de proteger a los consumidores, y aplicar con mayor severidad el principio de libertad contractual entre profesionales que negocian en igualdad de condiciones. Pero este es precisamente el dilema de los derivados financieros complejos, que se presentan como una situación intermedia.⁹⁴ La diferencia entre una y otra condición puede ser bastante tenue, siendo de vital importancia hallarla, por cuanto de ella dependerá la racionalidad de la confianza que se ejercita en un enunciado, la aplicación de protecciones legales, la exigencia de una mayor o menor diligencia por parte de los contratantes, etcétera. Se entendió por la doctrina inglesa que si DSS no hubiera analizado los swaps con el detalle que lo hizo y la actitud proactiva que utilizó, el fallo podría haber sido en su favor.

Creemos que la posición restrictiva mas no excluyente adoptada en el caso Dharmala frente al reconocimiento de un deber de cuidado en cabeza de vendedores expertos, fue la apropiada ante las preocupaciones que surgieron a raíz de los diferentes litigios anteriormente mencionados, ya que provee seguridad jurídica, al mismo tiempo que ofrece la flexibilidad necesaria para responder ante situaciones que, con base en sus características particulares,



⁹³ De Cossio, *op. cit.*, p. 192.

⁹⁴ Hudson, 3^{ra} ed., *op. cit.*, p. 296. "Una situación que se ubica entre estas dos sería la venta de derivados financieros a alguien que no tiene el nivel de conocimiento del vendedor, aun cuando ese comprador es una multinacional con un departamento financiero sofisticado comparativamente, y aun si un modelo computarizado del *pricing* y el perfil del riesgo del producto particular fuera suministrado al departamento financiero de esa multinacional". Traducción libre del autor.

ameriten hacer un mayor énfasis en la necesidad de protección de la parte contratante más débil.

No obstante, después de los primeros litigios sobre la responsabilidad en la venta de derivados, se han incluido cláusulas, cada vez más extensas, en los contratos modelos para la celebración de operaciones OTC (2002 ISDA Master Agreement), las cuales excluyen la posibilidad de depositar confianza en cualquier tipo de información suministrada por la contraparte, enfatizan la independencia y capacidad de entendimiento de cada contratante respecto al análisis de los términos y riesgos de cada transacción, y previenen cualquier estatus fiduciario o de asesoramiento; no deja de tener relevancia la presente discusión, por cuanto se puede controvertir la validez de dichas cláusulas de acuerdo con la Ley de Términos Contractuales Injustos⁹⁵ en Inglaterra y, en nuestro sistema legal, con la doctrina de las cláusulas abusivas. Adicionalmente, se señalan las reglas correspondientes a enunciados engañosos y fraude como imperativas en el derecho inglés,⁹⁶ por lo cual no se puede excluir la responsabilidad civil que se base en ellas.

Por último, el establecimiento de estándares contables internacionales, como el *International Accounting Standard 39*, ha afectado “las ventas de derivados exóticos a grandes clientes corporativos cotizados en bolsa, ya que estos se verían obligados a valorar esos instrumentos y a dar cuenta de ellos en sus declaraciones de beneficios y pérdidas”.⁹⁷ Consecuentemente, en países europeos como España se ha incrementado la venta de productos exóticos a pequeñas y medianas empresas, lo cual revitaliza la discusión sobre la responsabilidad en la venta de estos productos teniendo en cuenta la falta de pericia de tales compañías en la materia.

BIBLIOGRAFÍA

- Atiyah S, Patrick, *An introduction to the law of contract*, 5.ª ed., Clarendon Press, Oxford, 1995.
- Beale, H. G. *Chitty on Contracts, General Principles*, vol. 1, 28.ª ed., Sweet & Maxwell, London, 2004.

⁹⁵ Unfair Contract Terms Act 1977.

⁹⁶ Hudson, 3ª ed., *op. cit.*, p. 169.

⁹⁷ Risk en España. Derivados Estructurados. Apuntando Pequeño, en <http://www.risk.net/public/showPage.html?page=349729> consulta 18 de marzo de 2007.

- De Cossio, Alfonso, *El dolo en el derecho civil*, Comares, Granada, 2005.
- De Verda y Beamonte, José Ramón, *Error y responsabilidad en el contrato*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 1999.
- Dugdale M.A.; A.M. Jones, *Clerk and Lindsell on Torts*, 19.^a ed., Sweet & Maxwell, London, 2004.
- Firth, Simon, *Derivatives Law and Practice*, Sweet & Maxwell, London, 2004.
- Hinestrosa, Fernando, *Tratado de las obligaciones*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2002.
- Hudson, Alistair, *The Law on Financial Derivatives*, 2.^a ed., Sweet & Maxwell, London, 1998.
- , *The Law on Financial Derivatives*, 3th ed., Sweet & Maxwell, London, 2002.
- Mosset Iturraspe, José, *Responsabilidad de los profesionales*, Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2004.
- Ospina Fernández, Guillermo, *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*, 7.^a ed., Temis, Bogotá, 2005.
- Rigel Vide, Carlos, *Derecho de obligaciones y contratos*, J.M. Bosh, Barcelona, 1999.
- Rodríguez Azuero, Sergio, *Contratos bancarios y su significación en América Latina*, 5.^a ed., Temis, Bogotá, 2002.
- , *Negocios fiduciarios y su significación en América Latina*, Legis, Bogotá, 2005.
- Schyuler K, H., *Henderson on Derivatives*, Lexis Nexis, London, 2003, en: www.lexisnexis.com, consulta 12 de marzo de 2007.
- Soto, Carlos Alberto; De los Mozos, José Luis; Alterini, A Aníbal, *Contratación contemporánea: teoría general y principios*, Temis, Bogotá, 2000.
- Steinherr, Alfred, *Derivatives The Wild Beast of Finance. A Path to Effective Globalisation?*, John Wiley & Sons Ltd., 2000.
- Tamayo Lombana, Alberto, *Manual de obligaciones*, 6.^a ed., Temis, Bogotá 2004.
- Vega Vega, José Antonio, *El contrato de permuta financiera*, Aranzadi S.A., Navarra, 2002.

Artículos de revistas

- Lord Irving of Lairg, "The Law: An Engine for Trade", *The Modern Law Review*, vol. 64, mayo de 2001.

- Parry, H., "Hedge Funds, Hot Markets and the High Net Worth Investor: A Case for Greater Protection" *Journal of International Banking Law*, 2001, en: www.westlaw.com, consulta 19 de enero de 2007.
- Recursos en Internet (t3)
- Estadísticas del "Bank for International Settlements", en: <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>, consulta 6 de marzo de 2007.
- Definición de apalancamiento, en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/a.asp>, consulta 8 de marzo de 2007.
- Definición de la tasa de interés LIBOR, en: www.bolsamadrid.es/esp/bolsamadrid/cursos/dicc/l.asp, consulta 10 de abril de 2007.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, United States of America, 1999. Notice of Charges and of Hearing and Notice of the Assessment of a Civil Money Penalty issued pursuant to section 8(b) and (i) of the Federal Deposit Insurance Act, as Amended. Washington.D.C, en: <http://www.federalreserve.gov//BoardDocs/Press/enforcement/1999/19990623/Attachment.pdf> consulta 8 de marzo de 2007.
- Business Week Magazine. The Bankers Trust Tapes, 1995, en: <http://www.businessweek.com/1995/42/b34461.htm>, consulta 10 de marzo de 2007.
- Cotton Stephen. *Contract Law-Dont Leave Home Without it*. 29 de Noviembre de 2006, en: www.lawscot.org.uk/uploads/Update/Contract%20Law%20-%20Nov%2006.pdf – 17, consulta 10 de abril de 2007.
- Financial Services Authority. Section 4.1.3, 4.1.4, 4.1.10 Conduct of Business Rules, en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COB/4/1>, consulta 24 de febrero de 2007.
- Financial Services Authority. The Inter-Professionals Code 2000, en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp47.pdf>. p 52, consulta 28 de febrero de 2007.
- Financial Services Authority. The FSA approach to regulation of the market infrastructure, en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/d02.pdf> consulta 10 de febrero de 2007.
- Fradique Méndez, Carlos. Derivados Financieros: Reflexiones Legales Generales. Cartagena, Octubre 18 de 2006. V Congreso de Derecho Financiero, Asobancaria, en: http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPag2665_12.ppt#1, consulta 26 de marzo de 2007.
- Musy, Alberto M. The Good Faith Principle in Contract Law and the Precontractual Duty to Disclose: Comparative Analysis of New

- Differences in Legal Cultures, en: <http://www.icer.it/docs/wp2000/Musy192000.pdf>, consulta 20 de febrero de 2007.
- Risk en España. Derivados Estructurados. Apuntando Pequeño, en <http://www.risk.net/public/showPage.html?page=349729>, consulta 18 de marzo de 2007.
- Thomas Waelde, Abba Kolo. Renegotiation and Contract Adaption in the International Investment Projects: Applicable Legal Principles & Industry Practices, en: <http://www.dundee.ac.uk/cepmlp/journal/html/vol5/article5-3a.html>, consulta 15 de marzo de 2007.
- Uniform Commercial Code, artículo 1-304, en: <http://www.law.cornell.edu/ucc/ucc.table.html>, consulta 11 de marzo de 2007.

Casos judiciales

- Bankers Trust International PLC v PT Dharmala Sakti Sejahtera*. 1995, Queen's Bench Division (Commercial Court) (Transcript), en: http://web.lexis-nexis.com/professional/form?_index=pro_en.html&_lang=en&ut=3319714327, consulta 24 de febrero de 2007.
- Barclays Bank plc v O'Brien* [1993] 1 A.C.180.
- Economides v. Commercial Assurance Co. Plc* [1998] Q.B. 587.
- Procter & Gamble Co v Banker Trust Co and others*. 1996. No. C-1-94-735. United States, District Court for the Southern District of Ohio, Western Division, en: http://web.lexis-nexis.com/professional/form?_index=pro_en.html&_lang=en&ut=3319302145, consulta 24 de febrero de 2007.
- Royal Bank of Scotland Plc v. Etridge*, House of Lords [2002] 2 A.C. 773.