

JUAN MANUEL MORENO-LUQUE

EL DESGOBIERNO  
DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2007

Los negocios anómalos no están condenados por el Derecho y, por tanto, su empleo puede quedar dentro del ámbito del lícito ejercicio de la autonomía de la voluntad (art. 1.255). No constituye tampoco un procedimiento privilegiado por el Derecho; no son trampolín autorizado para saltarse las normas imperativas, ni recurso para privar de eficacia a los principios fundamentales del sistema jurídico español. Es decir, que su empleo no sirve para impedir el control judicial sobre el fin práctico que se pretenda conseguir con el negocio (calificación de la causa concreta), ni para dejar de lado el principio general de la buena fe. En fin, no debe olvidarse que el sistema del Código Civil tiene propias y bien definidas características («espiritualismo», atender a la causa concreta), lo que impide le sean aplicables teorías forjadas sobre o respecto de otros sistemas; y que fuere la que fuere la autoridad de quienes las hayan inventado o aceptado, ella no basta para que esté permitido en el Derecho español amparar adquisiciones hechas de mala fe, sea cualquiera el artificio negocial al efecto empleado.

FÉDERICO DE CASTRO, *El negocio jurídico*

# ÍNDICE

---

ABREVIATURAS.....	13
PRESENTACIÓN.....	15
INTRODUCCIÓN. NOTAS PARA UNA MEJOR IDENTIFICACIÓN Y COMPRENSIÓN DE LOS RIESGOS ASOCIADOS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN .....	21

## PRIMERA PARTE

### **Planteamiento de la cuestión. El perímetro de la responsabilidad y el de la irresponsabilidad**

CAPÍTULO 1. EL PERÍMETRO DE LOS MODELOS DE GOBIERNO Y DEL ASEGURAMIENTO JURÍDICO CONTRA LOS ABUSOS.....	35
I. Escepticismo financiero y optimismo jurídico.....	35
II. Los modelos de gobierno en el derecho comparado .....	39
III. La supervisión en caso de desgobierno .....	55
IV. La actuación en interés de los nueve millones de partícipes en España....	59
V. Evidencias invisibles .....	62
CAPÍTULO 2. EL PERÍMETRO DE LA IRRESPONSABILIDAD JURÍ- DICA .....	67
I. Funciones de los modelos de gobierno y de los modelos en economía...	67
II. El paradigma de la utilidad y la cotización de las acciones. La década pro- digiosa .....	68
III. Del valor razonable a la irracionalidad de las burbujas contables y bursátiles.	74
IV. De la ideología de la creación de valor a la participación del ahorro popu- lar en una fase de alto riesgo .....	82
V. La irresponsabilidad organizada en los procesos de expansión, desinter- mediación e innovación financiera .....	90
VI. El laberinto de laberintos .....	93
CAPÍTULO 3. LA CONTRARREVOLUCIÓN DE LOS HECHOS CON- TRA EL DERECHO.....	99

## SEGUNDA PARTE

### **La erosión y destrucción del ahorro popular en cifras**

CAPÍTULO 4. DEFICIENCIAS EN LA SINCRONIZACIÓN Y SELEC- CIÓN DE VALORES DE LOS FONDOS DE RENTA VARIABLE Y DEFIC- IENCIAS Y VIOLACIONES DE LA OBLIGACIÓN DE INFORMA- CIÓN SOBRE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN.....	103
I. La naturaleza jurídica de la función de selección de valores y la ignoran- cia de los principios básicos de la economía financiera .....	103

II. La evaluación de los resultados obtenidos por la industria de la inversión colectiva española.....	105
III. La destrucción del ahorro popular en cifras: implicaciones de una caída del precio de las acciones para los partícipes de los fondos de inversión en España (2000-2002) .....	109
IV. Deficiencias en la información sobre la política de inversión de los fondos de inversión .....	122
V. La satisfacción de la CNMV con la información proporcionada en 2005 y 2006 a los inversores.....	123
<b>CAPÍTULO 5. DEFICIENCIAS Y VIOLACIONES DE LA OBLIGACIÓN DE ACTUAR EN INTERÉS DE LOS PARTÍCIPES Y DE LA OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE LAS COMISIONES.....</b>	<b>125</b>
I. El coste de los conflictos de intereses para los partícipes de los fondos de inversión en España.....	125
II. La erosión o apropiación del ahorro popular en cifras .....	129
III. Deficiencias en la información sobre las comisiones de los fondos de inversión .....	134

### TERCERA PARTE

#### Antología del riesgo (I). Lógicas jurídicas

<b>CAPÍTULO 6. RIESGOS ASOCIADOS A LA AVERSIÓN A UNA INTERPRETACIÓN FINALISTA DE LA LEGISLACIÓN ESPECIAL APLICABLE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN .....</b>	<b>141</b>
I. El gobierno de los fondos de inversión en España.....	141
II. El contrato de participación como soporte de la protección del inversor contra los abusos de las gestoras .....	144
III. La protección dispensada al beneficiario del <i>trust</i> en derecho anglosajón y al partícipe y/o fiduciario y/o representado en nuestro derecho como regla inderogable .....	147
IV. Actos y negocios en fraude de ley .....	157
V. Reglas utilizadas como cobertura del fraude .....	159
VI. La regeneración del gobierno de los fondos de inversión .....	166
<b>CAPÍTULO 7. RIESGOS ASOCIADOS A LA AVERSIÓN DE LAS GRANDES GESTORAS A LOS INFORMES DE GESTIÓN .....</b>	<b>171</b>
<b>CAPÍTULO 8. RIESGOS ASOCIADOS A LA AVERSIÓN A DOTAR A LA CNMV DE LOS MEDIOS HUMANOS, MATERIALES Y JURÍDICOS ADECUADOS .....</b>	<b>177</b>
<b>CAPÍTULO 9. RIESGOS ASOCIADOS A LA AVERSIÓN A LAS RECOMENDACIONES SOBRE EL BUEN GOBIERNO.....</b>	<b>185</b>

### CUARTA PARTE

#### Antología del riesgo (II). Lógicas financieras

<b>CAPÍTULO 10. RIESGOS TRANSFERIDOS MASIVAMENTE A LOS FONDOS DE INVERSIÓN (Y DE PENSIONES) EN LOS QUE SE CENTRA EL AHORRO POPULAR .....</b>	<b>195</b>
--	------------

Índice	11
I. Los riesgos en los mercados de capitales en transformación.....	195
II. El paradigma de la información asimétrica y la función de los bancos ....	202
III. La economía financiera al uso y su enorme influencia en la práctica de los mercados .....	205
CAPÍTULO 11. EL ESPECTACULAR CRECIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS Y LOS RIESGOS ASOCIADOS A LOS CONFLICTOS DE INTERESES, A LA EXUBERANCIA CONTABLE, A LA EXUBERANCIA IRRACIONAL DE LOS MERCADOS Y A LA INEFICIENCIA DE LAS GESTORAS .....	213

## QUINTA PARTE

### Antología del riesgo (III). Lógicas políticas

CAPÍTULO 12. RIESGOS ASOCIADOS A LA INCAPACIDAD PARA LA CONSTRUCCIÓN DE UN MERCADO EUROPEO DE CAPITALES ...	227
I. Primera fase, articulada en torno al Informe Segré (1966-1999).....	229
II. Segunda fase, articulada en torno al PASF (1999-2010).....	231
III. Las promesas de la Comisión Europea: legislar mejor y supervisar mejor....	241
CAPÍTULO 13. RIESGOS ASOCIADOS A LA INCAPACIDAD PARA LA CONSTRUCCIÓN DE UN MERCADO EUROPEO DE FONDOS DE INVERSIÓN .....	247
I. Las Directivas Comunitarias de OICVM/IIC .....	247
II. Libro Verde sobre la mejora del marco de la Unión Europea para los fondos de inversión (2005) .....	249
III. El coste de los conflictos de intereses y de las distorsiones de la competencia en la Unión Europea.....	252
IV. Libro Blanco sobre la mejora del mercado único de los fondos de inversión (2006).....	255
V. Directiva MiFID de Mercados de Instrumentos Financieros (2004).....	260

## SEXTA PARTE

### Observaciones finales. La circulación de las ideas entre el derecho, la contabilidad y la economía financiera

CAPÍTULO 14. EL MUNDO DE LAS LUCES POR VENIR.....	267
CAPÍTULO 15. LA NECESIDAD DE CONOCER MEJOR LA FUNCIÓN DE LA ECONOMÍA FINANCIERA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES.	271
CAPÍTULO 16. LA NECESIDAD DE CONOCER MEJOR LA FUNCIÓN DE LA CONTABILIDAD EN LOS MERCADOS DE CAPITALES .....	277
I. Estrategia del Congreso y del Senado de Estados Unidos.....	277
II. Estrategia del FASB y del IASB. Marco conceptual incompleto, inconsistente y ambiguo.....	279
III. Estrategia del <i>Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España</i> .....	285
IV. Modelos de valoración. La polémica sobre el valor razonable .....	286
CAPÍTULO 17. LA NECESIDAD DE CONOCER MEJOR LA FUNCIÓN DEL DERECHO EN LOS MERCADOS DE CAPITALES.....	293

**CONCLUSIÓN****Para una pedagogía del cambio**

BIBLIOGRAFÍA CITADA .....	307
ÍNDICE DE AUTORES CITADOS.....	323

## PRESENTACIÓN

---

La decisión de publicar un resumen de las observaciones y notas tomadas en el periodo 1997-2007 sobre el desgobierno de los fondos de inversión y sobre las lógicas de la ilusión financiera que lo hacen posible responde al deseo de que mi experiencia profesional en el asesoramiento jurídico y financiero en los procesos de expansión, desintermediación e innovación financiera, y muy especialmente en el campo de la inversión colectiva, no quede en simples soluciones casuísticas sino en un conjunto de conocimientos que puedan ser sistematizados, transmitidos y, sobre todo, discutidos.

No es fácil comprender una cultura financiera como la española, autocomplaciente y poco amante de las críticas y de las evaluaciones independientes. Pero es necesario hacerlas cuando se produce, ante la fachada del Estado de Derecho y el cada vez más voluminoso e ineficaz régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva, un expolio de las características del ocasionado por el desgobierno de los fondos de inversión.

La lectura de un estudio publicado en 1933-1934 por BACHELARD, matemático e influyente pensador que practicó en filosofía el dualismo, sin excomuniación mutua, de lo real y lo imaginario, me confirmó la importancia de las relaciones entre la ensoñación y la percepción de la realidad y, sobre todo, de que es la profundización la que corrige las faltas de profundidad, algo que ya había aprendido gracias a una operación de cataratas que me devolvió la visión binocular y la consiguiente capacidad de ensoñación.

Todo ello viene como anillo al dedo en el estudio de las ilusiones creadas por el derecho, la contabilidad y la economía financiera al uso, que hubieran asombrado tanto a BACHELARD como, incluso, a un especialista en la ilusión financiera como PUVIANI, que un siglo antes que KAHNEMAN y STIGLITZ, Premios Nobel de economía por sus estudios de psicología, reflexionó detenidamente sobre las instituciones y prácticas a través de las cuales se mantienen toda clase de ilusiones financieras y la crítica que permite la destrucción de las ilusiones así creadas.

Además, como ha dicho BOURDIEU, el campo de las ciencias sociales está en una situación muy diferente a la de los otros campos científicos: por el hecho de que tiene por objeto al mundo social y porque pretende producir de él una representación científica, cada uno de los especialistas está allí en concurrencia no solamente con los otros científicos, sino también con los profesionales de la producción simbólica (escritores, políticos, periodistas) y, más ampliamente, con todos los agentes sociales que, con fuerzas simbólicas y éxitos muy desiguales, trabajan para imponer su visión del mundo social.

Evoca BACHELARD la *ilusión de Sinsteden*. Es sabido que Sinsteden al ver la miniatura lejana de un molino de viento girando contra el cielo gris, pudo al gus-

to de su capricho ver girar las aspas de izquierda a derecha tanto como de derecha a izquierda. Esta ilusión se encuentra presidida por una confusión en cuanto a la profundidad: dada la distancia, el observador no puede distinguir cuál es el aspa más alejada. He aquí entonces el único medio de rectificación: si podemos integrar un detalle, mirar fijo, por ejemplo, una ventana del edificio del molino, de inmediato esa profundización de la imagen reduce la libertad de interpretación. Otorgamos entonces un relieve de orden intelectual en el objeto lejano y todo vuelve a los carriles de la ley natural.

Pues bien, en nuestro particular paraíso financiero ese pequeño detalle es la información sobre la descomposición (no es, por desgracia, un chiste) de la variación del patrimonio de los fondos que proporciona la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) trimestralmente. El ahorro popular, que no recibió un solo euro de rentabilidad real, pagó a la industria de la inversión colectiva española en el periodo 2000-2005 algo más de 16.000 millones de euros en comisiones explícitas por la gestión y depositaría de sus fondos de inversión que consumieron una cantidad increíblemente desproporcionada de sus raquíticos rendimientos nominales: casi el 81 por 100 (13.000 millones de euros) los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y cerca del 35 por 100 (3.000 millones de euros) los fondos de inversión en activos del mercado mobiliario (FIAMM). Pero hay más, los partícipes han tenido que soportar la importante erosión que en sus patrimonios, cada vez más escuetos, ha producido una severa inflación (22,35 por 100) y, por si fuera insuficiente, las cargas fiscales (antes el 15 por 100 y ahora el 18 por 100) que gravan una rentabilidad real inexistente.

Desgraciadamente, mientras que la industria de la inversión colectiva de Estados Unidos era criticada por consumir una quinta parte de los rendimientos de los fondos de renta variable de los últimos veinte años, la industria de la inversión colectiva española consumía sin crítica alguna cuatro quintas partes de los rendimientos de los fondos de inversión mobiliaria de los últimos seis años y los fondos españoles soportaban comisiones seis veces superiores, nada menos, a las que soportaron los mejores fondos americanos

Así las cosas, la industria de la inversión colectiva española, que gestionaba en 1998 casi la mitad de los activos que gestionaba la de Luxemburgo o la de Francia, gestionaba a finales de 2006 sólo una sexta parte de los activos gestionados por la de Luxemburgo a esa misma fecha y una quinta parte de los activos gestionados por la de Francia. La industria española ha perdido así una oportunidad de posicionarse dignamente en una industria clave en el tantas veces prometido mercado europeo de capitales.

DERRIDA, uno de los filósofos franceses más universales de finales del siglo XX, nos explicó que hay dos formas de fracasar, el encallamiento y la encalladura. Siguiendo la metáfora marítima, el *encallamiento* es ese momento en que el barco, al tocar el fondo, se inmoviliza accidentalmente. Este accidente es un acontecimiento: ocurre, ocurre sin preverlo ni calcularlo. La *encalladura* es el momento en que, esta vez intencionada, libre, deliberadamente, de una forma calculable y calculada, el capitán del barco, al no ser capaz de mantener el rumbo, asume entonces la responsabilidad de tocar el fondo —y esta decisión se parece también a un

acontecimiento. Es difícil elegir entre estos dos términos para explicar el fracaso de la industria de la inversión colectiva española.

El desastre se veía venir. En el año 1997 edité junto a KPMG *La protección de los partícipes de los fondos de inversión*, en el que incluí un trabajo titulado «Notas para un estudio del contrato de participación en un fondo de inversión» en el que manifestaba que la necesidad de atraer el ahorro de las familias a los mercados de capitales y la necesidad de que el que pretende colocar su ahorro lo haga de forma inteligente, habían venido explicando el desarrollo de la industria de la inversión colectiva en los países cuyos mercados de capitales estaban dominados por los mercados de valores y que este desarrollo hubiera sido inconcebible sin los concéntricos cinturones de seguridad que constituyen el esquema jurídico de protección de los partícipes. La conclusión o tesis, no obstante, de esa obra de 1997 fue que la mejor protección del partícipe era, paradójicamente, la posibilidad que tenía de dejar de serlo.

En abril de 1992 en un libro colectivo que codirigí sobre las ofertas públicas de adquisición, *La lucha sobre el control de las grandes sociedades*, tema que tanto gusta al periodismo económico, ya mostraba mi escepticismo por la ineficacia del régimen jurídico del mercado de valores.

En julio de 2002, en un trabajo de investigación realizado en la Facultad de Derecho de la UAM sobre los problemas de fundamentación y de aplicación de los arts. 260.1.4 y 262.5 LSA y de la resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, concluí que no cabía pensar en el Derecho, la contabilidad y la economía financiera de forma aislada.

En diciembre de 2002, teniendo como telón de fondo el excelente *Libro Blanco para la reforma de la contabilidad española*, que se acababa de presentar, dirigí un libro colectivo, *Presente y futuro de la información financiera*, en el que incluía unas primeras observaciones a las recomendaciones del *Libro Blanco* sobre el control de la información financiera de las sociedades que cotizan en bolsa, en el que subrayaba la necesidad que tienen los juristas de trabajar con conceptos que escapan a su formación tradicional y se advertía de las limitaciones que el derecho privado de daños tiene para dar solución a los problemas creados por la información financiera, tanto por la dificultad de definir cuando ésta es errónea o irregular y de imputar y evaluar los daños producidos, como por la insuficiente solvencia patrimonial y, las más de las veces, insuficiente solvencia intelectual, de los llamados a responder.

En septiembre de 2003, en un trabajo de investigación realizado en la Facultad de Económicas de la UAM sobre la destrucción del ahorro popular bajo gestión de la industria de la inversión colectiva, «Transformación de los mercados de capitales. Estrategia de la UE. Sistemas de información y de ocultación financiera. La destrucción del ahorro bajo gestión de la industria de la Inversión Colectiva Española», analicé y dejé constancia de la falta de eficiencia y competitividad de la industria de la inversión colectiva española como ejemplo de las desastrosas consecuencias de decisiones económicas mal asimiladas, tomadas por instituciones mal dimensionadas, mal diseñadas, difícilmente supervisables y mal supervisadas, gestionadas por equipos sin autonomía y sin medios suficientes para hacer

frente a sus responsabilidades y, por si fuera poco, como ejemplo de la ocultación de las consecuencias de desastres de este tipo, al amparo de una información financiera poco útil para la toma de decisiones económicas.

Pero esto no es todo. Los problemas que afectan al ahorro popular concentrado en los fondos de inversión no son solo un problema local. La sostenibilidad del sistema financiero global requiere un tratamiento justo de su columna vertebral, el ahorro popular, que aporta mucho (casi 22 billones de dólares en todo el mundo sólo en fondos de inversión a finales de 2006) y no recibe lo que merece de los mercados de capitales de la última generación. Las grandes empresas y la industria financiera no pueden vivir sin el ahorro popular, pero el ahorro popular, fragmentado en patrimonios familiares muy modestos (48.000 dólares en Estados Unidos en fondos de inversión y 29.000 euros en España), sí podría vivir, mejor y más barato, sin los fondos de inversión y de pensiones. Los gestores del capitalismo deberían tomar buena nota de ello.

Como ha dicho BOGLE, las matemáticas de la inversión son muy sencillas: cuanto más se lleven los directivos de las compañías, los bancos de inversión y las gestoras de los fondos de inversión, menos se llevarán los pequeños inversores. Los beneficios de la industria financiera (las compañías que se dedican a la creación, distribución y gestión de activos) se han incrementado de un 15 por 100 del total de beneficios corporativos en 1975, al 29 por 100 en 2003. Parte de este incremento resultó del crecimiento de los activos gestionados como consecuencia de la burbuja y otra gran parte de los beneficios se puede atribuir a los costosos, y contraproducentes, programas de marketing que incitan a los inversores a soñar con la quimera de la riqueza fácil.

Pero hay más, uno de nuestros mejores expertos en crisis financieras, el profesor TORRERO (2006), ha dicho, parafraseando a TOBIN, que tiene la incómoda sensación de que la creciente sofisticación de las finanzas descansa sobre el delgado hilo de nuestra capacidad para predecir y medir el futuro y que no se encuentra, por tanto, entre los optimistas que aplauden el protagonismo creciente de los mercados financieros y el incremento del riesgo, confiando en la actuación vigilante y compensadora de las autoridades monetarias que está incentivando el riesgo moral.

No ha habido que esperar mucho tiempo para dar la razón al profesor TORRERO. Sin haberse cerrado la anterior crisis, en agosto de 2007 una nueva e importante crisis de distinta naturaleza, todavía sin cuantificar, originada por deficiencias en la evaluación modelizada y numérica de los riesgos transferidos y aceptados con entusiasmo por los fondos de inversión monetarios y de renta fija hacía pensar que el año 2007 tenía toda la pinta de no ser el año del ahorro popular, como tampoco lo habían sido el 2000 y el 2002, en los que se produjo la más larga y profunda crisis en los fondos de renta variable, junto con la de 1929.

El derecho, la economía financiera y la contabilidad deben garantizar que los pequeños inversores sean protegidos en lugar de esquilados y que el sistema financiero deje de confundir la confianza que tanto reclama el capitalismo de los gestores con la ignorancia, ingenuidad e impotencia de inversores y supervisores.

Para quien se siente orgulloso de no ser un asesor de complacencia y de continuar una antigua tradición familiar de más de 175 años (de la que da cuenta MARX en sus agudas crónicas políticas sobre la revolución en España), que llevó a aceptar en las condiciones de extrema dificultad del primer tercio del siglo XIX en detrimento de asuntos propios de banca más lucrativos, difíciles cometidos relacionados con la eficiencia y transparencia financiera, las cuestiones aquí tratadas ni son nuevas ni son tan complejas como algunos pretenden. Se trata simplemente de hacer triunfar la inteligencia del largo plazo sobre el oportunismo del corto plazo, y la ética de la responsabilidad sobre los costosísimos comportamientos irresponsables.

Por último, aunque estas notas son el resultado de una investigación en solitario y rompen una tradición de más de veinticinco años de estudios colectivos en los que tuve la satisfacción de trabajar con más de cien expertos, quizás sea el momento de recordar el infatigable trabajo de la periodista Nuria Pérez, especialistas en información relativa a organismos supervisores y reguladores, centros de estudios y asesoramiento en políticas públicas, organismos internacionales y *lobbies*, y de mi hija Begoña (traductora de John BOGLE), experta en transparencia corporativa, mis ayudantes en esta investigación, que pusieron a mi disposición miles de páginas sobre las cuestiones tratadas; la colaboración de dos genios de las finanzas y del sentido común, José Luis Urquijo y Miguel Córdoba, profesores y experimentados directores financieros, cargo clave de las grandes sociedades de nuestro tiempo y que han coincidido conmigo en todas las aventuras culturales y en muchas profesionales, y el tiempo que me han dedicado y la elegancia intelectual de las observaciones y críticas del catedrático de derecho civil, Luis Díez-Picazo, del catedrático de estructura económica, Antonio Torrero, y del catedrático de contabilidad y economía financiera, Jorge Tua, tres eminencias con una importante y extensa obra, pero, sobre todo, verdaderos maestros que siempre leyeron con simpatía mis escritos.

Verano de 2007, San Juan de Luz