

CONSIDERACIONES JURÍDICO FINANCIERAS DE INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN

Carlos Eduardo GONZÁLEZ BERNAL

Refiere David E. Y. Sarna, en su libro sobre la historia de la avaricia,¹ diversos ejemplos de lo que llama “luftgescheften”, que en alemán y en yiddish significa “negocio de aire o etéreo”, y que toma de la novela *Teyve, el lechero*.² El concepto de venta de aire aplica a la ingeniería financiera moderna, respecto a la conversión de dinero en papel y posteriormente en mayor dinero, obteniendo en el proceso un margen de utilidad. Situación que va desde los fraudes en acciones (Compañía de Indias Holandesas, Escándalo de los Tulipanes) hasta esquemas de captación de recursos para inversiones inexistentes (Charles Ponzi, Stanford, y Madoff).

Los eventos sufridos durante el 2008 en los mercados financieros internacionales, observados bajo la perspectiva de financiamientos irrecuperables con garantías hipotecarias, hacen imperiosa la memoria de la evolución histórica de la regulación financiera. Partiendo de la prohibición de cobro de intereses, bajo la premisa de Aristóteles calificando al dinero como un bien estéril, y por tanto siguiéndose como injusto el cobro de intereses por su uso; por otro lado, debemos reconocer que la actividad comercial genera *per se* la necesidad de mecanismos financieros dinámicos, que van encontrando su lugar en

¹ David E. Y. Sarna, *History of Greed*, Ed. John Wiley and Sons, New Jersey, 2010.

² *Teyve der Milkhiker*, 1984; historia que evoluciona al *Violinista en el Tejado*, y que narra la manera en que Menachem-Mendl asesora a su pariente Teyve respecto de la inversión de 100 rublos, prometiendo devolverle 1 000, y que redundo en diversas inversiones “etéreas” fallidas, particularmente en “Londons”, especulaciones de tipo de cambio, descritas en la obra como inversiones tan refinadas que no pueden verse, “classic luft”.

los actos de los agentes económicos, es así que los lombardos disfrazaron las operaciones de préstamos bajo los “International Bills of Exchange”, dando la vuelta a la prohibición a la usura, recurriendo al *id quod interest*³ (incurriendo en mora para pagar un importe adicional, que consecuentemente dejaba de ser concebido como interés), bajo la premisa del *lucrum cessans*. Así, la primera regulación que permite el cobro de intereses surge en Gran Bretaña en 1545, bajo el reinado de Enrique VIII, limitando la tasa de interés al 10%, y a decir del profesor Lipson produciendo el divorcio de la ética y la economía, como consecuencia de la expansión del sistema económico.⁴

Junto con la creación del dinero, a decir de Knapp “una criatura de la ley”,⁵ la evolución del crédito y el concepto de la deuda fueron las innovaciones más importantes para la evolución de la civilización. La expresión de la deuda en dinero, permitiendo la separación en el tiempo de la entrega en préstamo de dinero y su devolución al dueño original (función de patrón de pagos diferidos de la moneda) hace posible la maximización en el uso eficiente de los recursos financieros, y es entonces consecuencia de una asignación de valor negociable, es decir, el dinero definido en sentido amplio como cualquier cosa aceptada para realizar pagos y registrar deudas y abonos,⁶ es objeto de valoración y negociación entre quien tiene dinero en exceso y está dispuesto a usarlo en el futuro y quien requiere del recurso para asignarlo a actividades que permitirán devolver al propietario original una cantidad adicional al principal (interés).

El mecanismo bancario permite la captación (operación pasiva) y colocación (operación activa) de recursos financieros de manera eficiente, toda vez que la institución de crédito realiza la intermediación profesional con base en una evaluación adecuada del acreditado, velando por la restitución del recurso al ahorrante, bajo las condiciones más seguras posibles.

El problema ha surgido en la vertiente de los criterios de valoración de riesgo en la recuperación del crédito, particularmente en el uso

³ Ejecución forzosa por equivalencia.

⁴ Lipson, E., *The Economic History of England*, A. and C. Black (ed.), Londres, 1934-1937.

⁵ Knapp, G. F., *State Theory of Money*, Londres, 1924.

⁶ Davies, Glyn, *A History of Money*, University of Wales Press, Gran Bretaña, 2002, p. 29.

de innovaciones financieras que mediante instrumentos sofisticados intentan reducir los riesgos, por medio de la diversificación en contratos de derivados, consistentes en la venta de un bien “subyacente” o referenciado a otro ajeno al objeto del contrato. Por ejemplo, es posible reducir el riesgo cambiario al calcular el importe del pago de una obligación pactada a futuro en moneda extranjera mediante la contratación de una “opción” en el Mercado Mexicano de Derivados. El mecanismo consiste en la compra de un derecho respecto de la compra de una cantidad de moneda extranjera en el futuro, a un precio predeterminado, de manera que si la divisa ha subido de precio a la fecha pactada para su compra, convendrá ejercitar el derecho pactado, dado que habremos de comprar la moneda a un precio más bajo del que guarda en el mercado. El problema radica en que el derivado es un instrumento que permite la especulación, alejándose de su naturaleza de reducción de riesgos, aumentando entonces la probabilidad de contingencia que se intenta evitar con dicho instrumento financiero.

Del mismo modo, la creatividad que produce los derivados en 1848 en el Chicago Board of Trade, y que permite en México contener los efectos del tipo de cambio en 1978, produjo una crisis financiera internacional en 2008, como consecuencia de la creación de instrumentos legales que representaban deudas hipotecarias de difícil recuperación (*sub-prime*⁷) y deudas de reducido riesgo de recuperación, incorporándolas en Obligaciones de Deuda Colateral (*Collateralized Debt Obligations*); el éxito en la colocación en Wall Street de estos instrumentos financieros generó la demanda del mercado por varios niveles de derivados, que representaban a su vez al derivado original, aumentando geométricamente el riesgo asumido. El razonamiento en la emisión de dichos instrumentos radicó en que la transferencia del riesgo entre los tenedores daría como efecto su eliminación, pero para mayor seguridad se optó por asegurar dichas Obligaciones de Deuda Colateral (ODC), con la aseguradora AIG (American International Group), bajo la modalidad del derivado denominado SWAP (“permuta financiera”), cuyas condiciones establecían que el banco de inversión tenedor de las ODCs cubriría una comisión a AIG a cambio de que

⁷ *Freddie Mac*, la empresa estatal inmobiliaria de Estados Unidos, refiere a dichos créditos como NINA (“no income, no asset” o “sin ingresos, sin activos”).

ésta mantuviera el valor de las ODCs en caso de pérdida de valor. Conocemos hoy las consecuencias de dicha estructuración obligacional.⁸

La lección que da la historia financiera universal es que los mercados especulativos tienden a sobrevaluar los precios de los activos financieros (operación bursátil) y después ajustar sus precios, generando con ello “burbujas financieras” siguiendo las siguientes etapas:

1. Circunstancias económicas favorables que conllevan oportunidades para determinados sectores comerciales.
2. Euforia que provoca excesiva negociación de valores bursátiles, produciéndose un consecuente aumento en el precio unitario.
3. Surgimiento de la burbuja como consecuencia de la expectativa de ganancias rápidas, propiciando el abuso de operadores bursátiles.
4. El inversionista (*insider*) advierte la injustificada alza de precios y comienza a realizar sus ganancias mediante la venta de los valores.
5. Al existir un exceso de valores a la venta los precios sufren una presión a la baja, generándose ventas de pánico que causan la explosión de la burbuja.⁹

Aunado a lo anterior, las burbujas especulativas muestran tres características importantes: la información asimétrica (el intermediario financiero cuenta con mayor información que el inversionista, y la explota defraudando al inversionista); el libre flujo de capital entre países, como consecuencia de la dificultad de contar con la información completa de las características del instrumento financiero; y la facilidad en el otorgamiento del crédito, sin el cual una burbuja financiera no puede generarse.

La recurrente tendencia de las burbujas financieras, en particular en los mercados bursátiles, ilustran la dificultad del ser humano a aprender de la historia; considerando un radio de precio promedio

⁸ En 2008 el *Comité para la Vigilancia y Reforma Gubernamental de Estados Unidos (House Committee on Oversight and Government Reform)*, aceptó que el “edificio intelectual” integrado por el paradigma moderno de la administración de riesgos se había colapsado y concluyó la necesidad de mayores niveles de capitalización en el sistema financiero.

⁹ Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, 1996.

de acciones entre ganancias (incluyendo dividendos pagados), el resultado para el índice Standard and Poors muestra un promedio de 15.5, un máximo de 32.6 (en 1999) y un 18.6 a la fecha, lo cual muestra alzas y ajustes provocados por desajustes en los precios reales de las emisoras de valores, y consecuentemente confirma un patrón de mercado irracional en la operación especulativa.

La entrada de la iglesia de San Moisés en Venecia recuerda a John Law de Edinburgo, como el distinguido tesorero de los reyes de Francia (*Honori et Memorial Joannis Law Edinburgenses Regii Galliarum Aerarii Prefecti Clarissima*), y es recordado por la historia como el responsable de la primera burbuja de precios, y el causante de la Revolución Francesa, en razón de la implementación de la emisión de papel moneda respaldado por oro a fin de controlar la recesión francesa de 1716, lo cual generó la crisis financiera de 1720 como consecuencia de la solicitud de recuperación de oro de los tenedores del papel moneda.

Sin duda una de las operaciones especulativas de mayor crecimiento en los últimos años ha sido el Mercado Internacional de Divisas (*Forex*), cuyas operaciones ascienden a tres trillones de dólares diarios, es decir, el importe operado por Wall Street en un mes; se integra por medio de una red electrónica de bancos, instituciones financieras y operadores individuales, estos últimos bajo la modalidad de sociedades mercantiles cuyo objeto social es ofrecer servicios de intermediación (*Trading*), debiendo destacar que no se trata del intercambio de la divisa, sino que ésta sólo funge como un referente de precio sobre el cual las partes convienen en compensar las diferencias en valores de cierre; se trata de una compra-venta simultánea de divisas sin entrega física.

Frecuentemente el inversionista acude al abogado habiendo sufrido una lesión en su patrimonio, y muy pocas veces previene dicha circunstancia solicitando una revisión del sustento jurídico de las inversiones financieras en que vaya a aplicar sus recursos.

No deja de ser interesante la consideración referida a la renuencia del cliente promedio al cobro de honorarios por servicios legales para la solución de un conflicto de pérdida patrimonial en inversiones, y la reducida disposición a desembolsar el pago por la revisión de posibles contingencias en inversiones financieras, antes de suscribir un contrato o de entregar una suma de dinero para inversión; sin embargo, sí hay

la disposición a entregar el importe total de sus ahorros a cualquier oferente de operaciones especulativas, aun cuando no se cuente con la plena certeza del manejo adecuado y transparente del recurso.

En este sentido, en los últimos años he tenido oportunidad de prestar servicios legales a clientes involucrados en el tema de inversiones en el extranjero, a través de mecanismos o de promotores que en México celebran operaciones aprovechando la peligrosa combinación de ambición e ignorancia.

La manera de defraudar, en los casos antes indicados, es reiterada; el oferente fraudulento disfraza sus servicios como si se tratara de asesoría en inversiones, a veces haciéndose pasar por un intermediario financiero autorizado (casa de bolsa), con oficinas establecidas en zonas corporativas, personalidad dinámica, muy frecuentemente promociona sus servicios y celebra reuniones en inglés, y siempre la oferta se basa en tasas de interés elevadísimas, frente a un riesgo muy reducido; en este último punto violando sin duda principios esenciales de las finanzas, en lo tocante a que a mayor riesgo mayor retorno de inversión, y confirma la irracionalidad del inversionista especulativo.

Recientemente he asesorado a clientes que han sufrido esquemas de defraudación, bajo las siguientes circunstancias:

- a) Se originan en instrumentos legales existentes y válidos, tales como contratos de mandato, autorizando la representación a nombre y por cuenta del mandante.
- b) Los intermediarios se acreditan con registros en reguladores del extranjero (Commodity Futures Trading Commission; National Futures Association).
- c) El mercado en que se interviene está en el extranjero, o se realiza a través de una plataforma virtual (por ejemplo, Boston Merchant Financial).
- d) No se instrumenta documento legal alguno que soporte la operación financiera, o en su caso se suscribe uno en inglés, sin traducción, cuyo contenido es verdaderamente ridículo y humillante para los afectados.
- e) Concluye en esquemas "ponzi", o de piramidación, en los cuales el defraudador capta recursos de inversionistas, bajo la oferta de retornos elevadísimos, pagando a los primeros inversionistas/depositantes con recursos de los últimos inversionistas/

depositantes, de tal manera que de darse el caso de un retiro total de los inversionistas, no alcanzaría para cubrir todos los depósitos recibidos.

El resultado en la mayoría de las ocasiones no es favorable para quienes depositaron su confianza en los oferentes de servicios antes indicados, toda vez que no son alcanzados por la regulación de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y normalmente el fraude radica en la solicitud de un depósito en una cuenta concentradora en el extranjero, a la cual se faculta el acceso mediante un contrato de mandato ("power of attorney"), de carácter discrecional, por el cual el operador se obliga a ejecutar por cuenta del cliente inversiones en el extranjero, normalmente operaciones de compra-venta de valores o divisas, y se acuerda el cobro de comisiones por operación; como puede adivinarse, el intermediario agota el recurso monetario transferido con elevadísimos cargos por intermediación.

Toda vez que las operaciones antes referidas son de especulación con divisas, mediante el mecanismo ya indicado (*Forex*), es posible confundir la operación como si se tratara de una celebrada por una casa de bolsa, en consideración a que la fracción XVI del artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores, faculta a las casas de bolsa para operar con divisas, y la fracción VI hace lo propio en relación con operaciones con instrumentos financieros derivados; sobra aclarar que la operación de intermediación bursátil no alcanza al operador del Mercado Internacional de Divisas, toda vez que no se trata de intermediación de valores, materia de la citada Ley en su artículo 1, fracción II.

Encontramos que el mecanismo antes enunciado encuadra en el tipo previsto en el artículo 386 del Código Penal federal, toda vez que estamos ante un engaño y aprovechamiento de error en el contratante, y desemboca en alcanzar un lucro indebido por efecto del agotamiento de los recursos del aportante en pagos de comisiones por intermediación.

En toda relación obligacional las partes pueden entrar en conflicto, y en pos de su solución nuestra legislación financiera previene la necesidad de crear confianza en el propio sistema, y en particular se definen procedimientos parajudiciales para resolver las reclamaciones que pudieran suscitarse. Siguiendo al Dr. Hegewisch Díaz Infante,

la tendencia ha sido a la uniformidad de la legislación en materia financiera para lograr una actividad eficiente dentro del marco legal que conlleve a mayor certeza jurídica;¹⁰ sin embargo, cabe la apreciación de que vínculos novedosos no regulados bajo nuestra legislación vigente, tales como los previamente citados respecto de operaciones especulativas de divisas (*Forex*), y la implementación adecuada de sanciones a oferentes de servicios financieros no autorizados, deba ser considerada por los órganos de procuración de justicia.

Debo destacar que los casos que me han tocado, no han contado con una sólida estructura contractual que determine con claridad los alcances para las partes, y en su mayoría disponen que sea bajo leyes y jurisdicciones extranjeras la vía de solución de conflictos, todo lo cual encarece la compleja definición del conflicto.

Existe una nueva vía de defraudación en nuestro país basada en la oferta de seguros de vida, disfrazando inversiones en territorios con regímenes fiscales preferentes, de los enumerados en las Disposiciones Transitorias de la Ley del Impuesto sobre la Renta, bajo su artículo segundo, fracción VI; el mecanismo parte de la maquinación de oferta de inversiones especulativas con alto retorno en fondos de inversión de renta variable, siendo que en realidad se vende una póliza emitida por una aseguradora extranjera, en violación a lo dispuesto por las fracciones primera y segunda del artículo 3, de la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros, con comisiones elevadísimas para la operación en dichos fondos, haciendo inoperante la finalidad especulativa del defraudado.

A partir de las consideraciones de Kant, en el sentido de que el derecho es el conjunto de las condiciones por las cuales el arbitrio de cada cual puede coexistir con el arbitrio de los demás, según una ley universal de libertad, la vinculación legal mediante la cual se busca la aplicación adecuada de recursos monetarios por medio de intermediarios financieros (banca comercial, cajas de ahorro, compañías de seguros, afores, sociedades de inversión, casas de bolsa), debe partir de la premisa de que estas conductas humanas son causalmente determinadas con base en la debida maximización de recursos financieros en busca del ahorro presente y mayor consumo futuro, entendiendo

¹⁰ Hegewisch Díaz Infante, Fernando, *Derecho financiero mexicano*, México, Porrúa, 2004.

a la causalidad en el sentido de que cualquier acontecimiento debe considerarse efecto de una causa y entonces, todo efecto será la causa de otro efecto,¹¹ en este caso el orden jurídico exige la certeza jurídica en el inversionista a efecto de que se produzca un flujo adecuado de recursos financieros bajo un contexto atractivo.

Es claro que siendo las conductas humanas acontecimientos explicables a partir de los principios de la causalidad, las normas que significan a tales conductas pertenecen al deber ser, y la relación entre normas y conductas se lleva a cabo en términos de imputación, es decir, por medio de la conexión funcional entre distintos elementos consignados en las normas jurídicas; es por lo anterior que el derecho financiero, como regulador de actividades económicas, vela por la percepción y aplicación de recursos de la manera más eficiente.

Concluyo estas consideraciones ratificando la circunstancia de que determinando al derecho como norma, sistema de normas, o como un orden normativo, se limita la ciencia del derecho al conocimiento y descripción de normas jurídicas y de las relaciones que ellas constituyen entre los hechos por ellas determinados, acotándose el derecho frente a la naturaleza, y a la ciencia del derecho como ciencia normativa frente a todas las demás ciencias que aspiran a un conocimiento por leyes causales de los acontecimientos fácticos,¹² todo lo cual hace necesario recurrir a postulados del derecho financiero privado, respecto de la actividad económica y financiera del país, a efecto de prevenir catástrofes financieras como consecuencia de falta de reflexión bajo la óptica jurídica adecuada a los tiempos y circunstancias de los agentes financieros.

¹¹ H. Kelsen, *General Theory of Norms*, Oxford University Press, 1991, pp. 24-25.

¹² H. Kelsen, *Teoría pura del derecho*, 2a. ed., UNAM, México, 1979, p. 89.