

“Breves reflexiones en torno al caso Bernard Madoff y a otros similares”

Por Marcelo A. Camerini. Publicado en Revista de Derecho Comercial y las Obligaciones N° 2009 A, año 42.

“Insistimos [...] sobre el estado de anomia jurídica y moral en el que se halla actualmente la vida Económica. [...]. Los actos más reprobables son tan frecuentemente absueltos por el éxito que el límite entre aquello que está permitido y aquello que está prohibido, entre aquello que es justo y prohibido, entre aquello que es justo y aquello que no lo es, no puede fijarse pues parece poder fijarse pues parece poder ser desplazado en cualquier momento y de forma casi arbitraria momento y de forma casi arbitraria por los individuos. [...] Es a éste estado de anomia al que éste estado de anomia al que deben atribuirse [...] los conflictos sin fin y los desórdenes de todo sin fin y los desórdenes de todo tipo cuyo triste espectáculo nos ofrece hoy el mundo ofrece hoy el mundo económico”¹.

Sumario: I. Introducción. II. ¿Que es el fraude piramidal? III. Algunos comentarios sobre los derivados y los llamados fondos de cobertura o de inversión libre (o “*hedge fund*”). IV. El camino de su regulación. V. El caso Gescartera. V. El caso Gescartera. VII. Conclusiones.

I. Introducción

Hacia finales del año 2008², los mercados de capitales e inversiones del mundo tomaron conocimiento que el famoso administrador de fondos de cobertura de *Wall Street* y ex presidente del *Nasdaq*³, señor Bernard Madoff (“Madoff”), era acusado de haber realizado una ingeniería financiera piramidal, con la cual habría logrado captar inversiones por 50.000/65.000 millones de dólares, los cuales se habrían en su gran mayoría perdido en inversiones ruinosas y en el pago de intereses a los propios inversores.

Cuentan quienes lo conocieron que Madoff, acumuló sus primeros dólares con su trabajo de salvavidas en las playas de *Long Island* y a partir de allí comenzó una carrera ascendente en el mercado financiero de *Wall Street*, a través de la

¹ Emile Durkheim, segundo prefacio “*De la división du travail social*” (año 1902), París, Puf, 1960: II-III.

² Ver Nota de La Nación, ejemplar del 13-12-08.

³ **NASDAQ** “*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*”, es el mercado electrónico de acciones en los EE.UU. Fue fundado por la *National Association of Securities Dealers* (NASD) y se privatizó en el año 2000. NASDAQ es la bolsa de comercio electrónico más grande de los EE.UU. Con aproximadamente 3.300 compañías, intercambia en promedio más acciones por día que cualquier otro mercado de los EE.UU., y se caracteriza por la cotización de las empresas de alta tecnología en electrónica, informática, telecomunicaciones, biotecnología, etc. Sus índices más representativos son el *Nasdaq 100* y el *Nasdaq Composite*.

compañía *Bernard Madoff Investment Securities* que como antes dijimos lo llevó en los años 90 a presidir el Nasdaq.

Desatado el escándalo, se inició una investigación que involucró inicialmente a tres organismos Federales de los Estados Unidos de América ("EE.UU"), como son la Oficina Federal de Investigaciones ("FBI"), la Comisión Nacional de Valores (*Securities and Exchange Commission* -"SEC"-) y la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera ("FINRA"), quienes tuvieron la obligación de descifrar la operatoria realizada por Madoff, establecer si la misma era ilegal, determinar si existían activos salvables e identificar a los inversores damnificados.

Casualmente esto último despertó una gran curiosidad y sorpresa, ya que en la nómina de clientes de Madoff, se encontraban personas públicamente reconocidas, sino también importantes entidades financieras y filantrópicas.

Así entre las personas físicas damnificadas, surgieron los nombres de Morton Zuckerman, presidente del grupo de bienes raíces "*Boston Properties*" y dueño del periódico *New York Daily News* y de la revista de actualidad *U.S. News y Word Report*; *The Wunderkunder Foundation*, organización filantrópica de Steven Spielberg, renombrado director de cine y *la Elie Weisel Foundation for Humanity*, organización a la cual se encuentra vinculado el escritor y sobreviviente del holocausto, Weisel.

Dentro de las personas jurídicas afectadas, quienes parecen llevar la peor parte son importantes instituciones financieras de EE.UU y Europa. En este último grupo se destaca por España, el Banco Santander y el BBVA -Banco Bilbao Viscaya Argentaria-, quienes en conjunto tendrían una exposición de aproximadamente 3000 millones de dólares; no escapa a esta situación pero en menor magnitud el *Royal Bank of Scotland*, del Reino Unido de Gran Bretaña, con una pérdida de aproximadamente 595 millones de dólares; En Italia, el Banco Unicredit, reveló una pérdida de aproximadamente 100 millones de dólares, Madoff, también llegó a Japón, ya que la sociedad financiera *Nomura Holding*, admitió que podría sufrir pérdidas por 302 millones de dólares, y la lista podríamos seguirla extendiendo bastante rato más.

Ahora bien, para poder ir comprendiendo acabadamente la mecánica operativa de Madoff, y por qué los bancos que hemos mencionados informaron potenciales y reales pérdidas, al tomar conocimiento del fraude denunciado, debemos clarificar la actuación de estos bancos, frente a la oferta de inversiones que Madoff desarrolló, como creador de los vehículos de inversión sobre los que fundo su mecanismo de fraude piramidal.

La primera cosa que aún no sabemos, es cuántos vehículos de inversión utilizaba, ya sea en forma directa o en forma indirecta, este último caso se da cuando un fondo de inversión -de los llamados "*hedge fund*" o una sociedad de inversión, controla a otro fondo o sociedad.

Los bancos señalados, tiene una doble matriz de afectación por el fraude de Madoff, es decir por un lado en forma directa invirtieron en los fondos y/o las sociedades de inversión de Madoff, ejemplo de ello es el caso del Banco Suizo “*Union Bancaire Privée*”, que posee un fondo que sólo invierte en otros fondos, quien reveló que el 1% de sus activos estaban invertidos en un fondo de Madoff, el 1% alcanza a la suma de 1250 millones de dólares⁴. Estos serán activos propios que los Bancos perderán y que por supuesto afectará su patrimonio y se verá reflejados en sus balances.

Por el otro –y tal vez el aspecto más delicado- es que los bancos afectados, en su gran mayoría fueron colocadores o promotores de los activos financieros que emitían los fondos de Madoff, frente a sus clientes y terceros inversores.

El ejemplo conocido es el caso de “*M&B Capital Advisers*”, organización de colocación y promoción de activos financieros y bursátiles dirigida por el señor Javier Botín Sanz, hijo del conocido presidente del Banco Santander, Emilio Botín, la cual se encargaba de hacer colocación de valores negociables y acercar inversores al mencionado banco.

Dijimos que esta situación encierra un aspecto delicado, ya no para Madoff, sino para los bancos e instituciones de intermediación de activos financieros (vg. agente de bolsa, sociedades de bolsas, etc.), por la responsabilidad frente a los clientes, ya sea por haberles vendido activos de los fondos de Madoff, como por haberlos asesorado para que realizaran la inversión.

Los inversores confían en la institución financiera que los asesoran, sobre productos financieros no tradicionales, que les permiten obtener mejores ganancias que las inversiones clásicas, protegidos del riesgo por un paraguas que es la diversificación de inversiones que prevé llevar adelante el fondos a través de su objeto y el gerenciamiento profesional de las inversiones.

Sin embargo, ello es absolutamente relativo en los fondos de cobertura (o “*hedge fund*”), por la sofisticación de las operaciones bursátiles que realizan, la escasa o nula regulación pública que tienen y sobre todo, porque están dirigidos a inversores calificados, que tienen por un lado una gran conocimiento del mundo financiero y por el otro importantes cantidades de ahorro propio.

Ahora, el camino será crítico para esa instituciones financieras, por un lado deberán absorber sus propias pérdidas por las inversiones ruinosas efectuadas en los fondos Madoff, pero por el otro deberán hacer frente a costosos procesos judiciales donde deberán demostrar que no tuvieron responsabilidad por la colocación y/o el asesoramiento a clientes respecto de los fondos Madoff, cosa por cierto que parece bastante dudosa por el momento.

⁴ ver *The Wall Street Journal Américas*, sección 2, pág. 5, ejemplar del Diario La Nación del 16-12-08.

Lo dicho cobra certeza, cuando se acaba de anunciar que el Banco Santander, prometió devolver a los afectados por el fraude la totalidad de su inversión inicial, que **asciende a 1.500 millones de euros**, a través de participaciones preferentes a 10 años con un rendimiento anual del 2%, habiendo el 93% de los inversores aceptado la oferta⁵.

II.- ¿Que es el fraude piramidal?

La creación del negocio piramidal, nace en el año 1919, cuando el señor Carlo Ponzi⁶, advirtió que los cupones que los inmigrantes italianos que residían en EE.UU. enviaban por carta a sus familias, extremadamente pobres a causa de la 1ª guerra mundial, que vivían en Italia, para que los cambiaran por dinero y pudieran responderle las cartas enviadas, contenían un fabuloso negocio.

Consultó amigos y conocidos y montó una sociedad, la cual denominó "*Securities Exchange Company*", con la cual comenzó a repartir cupones prometiendo una ganancia del 50% en 45 días o del 100% en tres meses. En poco tiempo se convirtió en un personaje rico, siendo presentado en la sociedad de EE.UU. como un empresario ejemplar. Todo funcionó bien un tiempo, el dinero no paraba de ingresar y los intereses se abonaban en forma puntual, sin embargo el analista financiero *Clarence Barron*, a pedido del diario *Boston Post*, publicó un informe en que manifestaba que a pesar de los intereses que pagaba puntualmente Ponzi, éste no reinvertía un solo centavo del dinero que recibía de sus inversores, calculando que para cubrir las obligaciones asumidas hasta ahí, necesitaba 160 millones de cupones en circulación, cuando en realidad solo había 27.000.

Esto disparó que, multitudes de inversores furiosos, se presentaran en las oficinas de Ponzi a reclamar sus inversiones, imposibilitado de devolverlas, fue sometido a juicio por estafa y el 1º de noviembre de 1920, y declarado culpable de fraude y condenado a cinco años de prisión.

En resumen, el llamado "esquema Ponzi" es un sistema de inversión que promete beneficios sin un negocio real que lo sustente, porque esos beneficios surgen de los siguientes inversores que entran al negocio, que son quienes pagan los beneficios de los que llegaron antes.

La mayoría de las legislaciones de los países desarrollados prohíben este tipo de sistema, ya que el ahorro del inversor, no se canaliza a un negocio real. Es más, países como España prohíben las ventas en pirámide, la cual consiste en ofrecer productos o servicios a un precio inferior a su valor de mercado, o gratis, con la condición de conseguir nuevos clientes para el negocio, que acaban formando una pirámide. Naturalmente con el tiempo la pirámide deja de crecer y el negocio se colapsa (vg. Avon, etc.).

⁵ Ver: Infobaeprofesional.com, link abogados, del día 25-3-09.

⁶ Carlo Ponzi (1882-1949) famoso delincuente de origen italiano especializado en estafas, nació en Parma (Italia) y emigró a EE.UU. en 1903, es conocido por ser el creador de la estafa llamada "esquema Ponzi".

En definitiva, el esquema Ponzi es una estafa lisa y llana, porque se capta dinero del público inversor, a quien se promete invertirlo en un activo, pero en realidad esa inversión no se hace y se lo utiliza para pagar los intereses de los inversores anteriores a los que se le prometió lo mismo. En el momento en que disminuye el ingreso de nuevos inversores, comienzan las dificultades para abonar los servicios de los que ingresaron antes, con lo cual el esquema siempre en el tiempo deja en descubierto al organizador, no hay escape posible.

III. Algunos comentarios sobre los derivados y los llamados fondos de cobertura o de inversión libre (o "hedge fund")

(i).- Todo contrato derivado tiene por objeto brindar la posibilidad de transferir riesgo. Los contratos derivados se definen como aquellos contratos cuyo valor "deriva" del valor de otro instrumento⁷.

Así, los mercados de futuro surgieron inicialmente vinculados a la operatoria de productos primarios (vg. soja, petróleo, trigo, maíz, etc.) pero con el transcurso del tiempo se expandieron hacia instrumentos financieros (vg. divisas, tasas de interés, acciones, índices bursátiles, etc.).

Entonces, el principal objetivo de los mercados de derivados es posibilitar la cobertura ante cambios desfavorables en alguna variable económica. Esto se logra mediante un mecanismo que hace posible que quienes quieran eliminar riesgo puedan transferirlo a quienes estén dispuestos a asumirlo⁸.

La cobertura constituye una estrategia defensiva que se realiza con el fin de lograr protección contra pérdidas en el valor de los bienes, causado por diferentes factores, entre ellos el especulativo. Va de suyo que la cobertura a través de contratos de derivados es una herramienta empleada para minimizar el riesgo que se produce cuando las cotizaciones del producto subyacente se mueven en forma adversa.

Hay dos tipos de coberturas: (i).- *la cobertura vendedora*: es utilizada por quienes tratan de proteger el precio de una venta del bien que realizan con posterioridad, es decir, por aquellos que temen una caída futura del precio del bien; y (ii).- *la cobertura compradora*: es empleada por quienes buscan establecer el precio de una compra de un bien que efectuarán posteriormente, es decir, por aquellos que temen un aumento de las cotizaciones.

La liquidación de los contratos se puede realizar de dos formas (i).- *anticipadamente*: en este caso, quien asumió una posición vendedora, puede

⁷ Ver: Marcelo Camerini, "Los contratos de futuros de liquidación en efectivo (*cash settlement*) y el concurso preventivo de alguno de los co-contratantes, en mercados institucionales", ponencia presentada en el VI Congreso Argentino de Derecho Concursal y IV Congreso Iberoamericano sobre Insolvencia, Rosario, 27,28 y 29/9/06, libro de ponencias, Tomo II, págs. 463/471.

⁸ Ver: Carlos G. Gerscovich y Martín Vázquez Acuña, "Instrumentos derivados", Ed. Abeledo Perrot, año 2008.

cancelar su compromiso simplemente comprando un contrato equivalente. La diferencia que pueda darse entre los precios de ambas operaciones representa la ganancia o pérdida de la operación. Luego que se canceló el contrato, el mercado devuelve los importes depositados en conceptos de márgenes iniciales a la vez que se hace entrega de las ganancias resultantes de la operación o debita la pérdida, o (ii).- *cumplimiento del contrato*: a través de la entrega o recepción física de la mercadería, en el mes y destino contratado. La excepción a esta regla son los contratos *cash settlement*, donde no existe la entrega sino que los contratos siempre son ajustados por liquidación en efectivo.

Los mercados de derivados, garantizan el cumplimiento de sus contratos (vg. de futuros y opciones) registrados, a través de una cámara compensadora, la cual puede formar parte del mercado que se trate o puede ser separada de él.

La cámara compensadora desempeña su función, adoptando la posición de comprador para todo vendedor y de vendedor para todo comprador. Esto significa que todo operador en el mercado de futuros tiene la obligación sólo con la cámara compensadora, por lo que esta avala con su propia credibilidad los compromisos que los operadores tomen en el mercado.

La cámara toma una posición "no activa" en el mercado, pero se interpone entre las partes en toda transacción. Para graficar el funcionamiento de la mencionada cámara, tomemos como ejemplo un contrato de futuro sobre variación de precio del dólar. Para el vendedor del contrato de futuro "A", la cámara compensadora es responsable de comprar los dólares al precio inicialmente convenido. En forma similar, para el comprador del contrato de futuro "A", la cámara garantiza la venta de los dólares en el momento y al precio pactado en el referido contrato "A".

La cámara no está posicionada en cuanto a la cotización del dólar. Está obligada por el contrato "A" a comprar dólares y pagar por ello, pero también está obligada a vender dólares y pagar por cada uno. El neto de estas dos operaciones es cero.

En los contratos de derivados, las cámaras compensadoras no tienen casi riesgo, ya que están perfectamente cubiertas, de esta forma se logra que las contraparte en un contrato de futuro, no solamente no se conozcan, sino que además no sea necesario, ni la confianza, ni la buena fe. La experiencia tanto en los EE.UU., como en Argentina, señalan que las cámaras compensadoras siempre han cumplido con su función.

Las operaciones de derivados, se pueden llevar adelante, en los mercados institucionalizados (en el caso de Argentina, Mercado de Valores de Buenos Aires y mercados del interior del país o la Bolsa de Cereales de Buenos Aires y mercados del interior del país), donde los contratos sobre derivados son estandarizados y tanto los contratos como los mercados tienen control de la autoridad pública en la materia.

Sin embargo, existen otros mercados, sobre todo en EE.UU., que no son institucionales, y se denominan OTC⁹, constituyen acuerdos bilaterales privados, regulados solamente por las partes en acuerdo marco suscriptos entre ellas, es decir no tienen control de legalidad de autoridad pública alguna¹⁰.

La vida de los contratos de derivados, nace con el depósito de un margen de garantía inicial prefijado por el mercado donde se actúa, el cual tiene la finalidad de cubrir la fluctuación máxima diaria admitida para cada tipo de contrato. Al cierre de las operaciones de cada día, la cámara compensadora a través de un procedimiento llamado "*mark to market*", calculará los resultados obtenidos por cada posición sobre la base de las cotizaciones del valor subyacente. Para aquellos operadores con resultados positivos se les acreditará las ganancias y aquellos operadores con resultados negativos deberán depositar las pérdidas, a estos flujos se los denomina "diferencias diarias".

Si algún operador no cumple con el depósito de las "diferencias diarias", la cámara dispone del "margen inicial" como garantía de la posición y liquidará el contrato como forma de evitar quedar en descubierto, por ello antes de ahora dijimos que la cámara produce riesgo alguno para la contraparte de un contrato de esta clase.

(ii).- Con la semblanza de los derivados que hemos efectuado, podemos ahora decir que los llamados fondos de cobertura o "*hedge fund*", como se especulaba Madoff para operar, son una clase de fondos de inversiones altamente apalancados, básicamente un sistema piramidal de apuestas inversoras, y cuyo signo distintivo es la gestión activa de sus enormes riesgos de inversión mediante el uso intensivo de instrumentos derivados.

No hay una definición unívoca sobre lo que caracteriza a un *hedge fund*, sin embargo existe consenso para considerarlo un vehículo de inversión colectiva que está organizado en forma privada, gestionado por sociedades que cuentan con gerenciamiento altamente profesionalizado en inversiones financieras sofisticadas, que cobran comisiones sobre los resultados obtenidos por el fondo¹¹. No son vehículos de inversión que estén disponibles para el público inversor en general, dado que requieren importes mínimos de inversión muy elevados¹².

⁹ OTC (*over the counter market*): Mercado extrabursátil de valores sin cotización oficial. Las operaciones del mercado extrabursátil no tiene lugar en la bolsa propiamente dicha, sino que se realizan por teléfono o computadora. También llamado *unlisted market*.

¹⁰ Ver: Carlos G. Gerscovich y Martín Vázquez Acuña, obra cit., pág. 43.

¹¹ Normalmente cobran un 2% de comisión sobre los activos administrados y además un 20% de las ganancias del fondo como "*performance fee*".

¹² En R. Mateu de Ros, y I. Guerra, I; "Instituciones de inversión colectiva de inversión libre", en Rodrigo Uria (coordinador), "Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva", Ed. La Ley, Madrid, año 2007, pág. 1283 definen a los instrumentos de inversión colectiva, es decir, basados en la captación de fondos públicos para su inversión mediante una gestión profesional con un reparto a los inversores de la rentabilidad común obtenida, pero con un espectro de inversores institucionales y de alto nivel adquisitivo, que utiliza una serie de técnicas financieras a las que no tienen acceso los fondos tradicionales, y en

Utilizan técnicas de inversión financieras no permitidas para los fondos tradicionales (los cuales definiremos *infra*), como venta al descubierto o *short-selling*, uso de productos derivados de alta generación y compra de valores mediante apalancamiento agresivo.

Demás está decir que en los EE.UU. los *hedge fund*, no tienen casi regulación de la SEC., ni están obligados a dar información al mercado.

Debe quedar claro que cuando se habla en el lenguaje especializado de fondos de cobertura o "*hedge fund*", se está indicando en cuanto a su estructura a particulares (con fondos propios o de terceros) o a personas jurídicas (sociedades de inversión) que a través de la creación de un cuerpo gerencial y de operadores autorizados (sea en los mercados institucionales), o a través de mercados OTC (no institucionalizados), administran en forma profesional los recursos o aportes que los inversores realizan al "*hedge fund*", de acuerdo al plan de inversiones que cada fondo tiene previsto desde que se constituye.

No debe confundirse a los "fondos de cobertura o "*hedge fund*" con los llamados "*mutual fund*" de los EE.UU.¹³, los que si bien pueden realizar operaciones con derivados, en el marco de su política de inversión (reglamento de gestión) por sus características son similares a nuestro "fondos comunes de inversión, contemplados en la Ley N° 24.083 y su mod. de nuestro país, los que también pueden invertir en contratos de futuros y opciones¹⁴, pero en ambos casos se encuentran fiscalizados por la SEC, para los fondos de los EE.UU., y por la Comisión Nacional de Valores ("CNV") para el caso de los locales.

En el caso de los fondos de convertirá o "*hedge fund*", los problemas se presentaron cuando las cámaras compensadoras de los mercados donde actuaban les exigieron los márgenes diarios (*mark to market*) debido a las pérdidas sufridas, motivada por la trayectoria claramente desfavorable de sus posiciones de negociación, altamente apalancadas, en los mercados a plazo, producto de la grave crisis financiera que se desató en EE.UU. y Europa sobre finales del año 2008, lo que produjo que los *hedge fund* en general y los de

concreto, la venta a descubierto, el uso de derivados y el endeudamiento sobre su patrimonio. Todo ello con la finalidad de aprovechar al máximo las oportunidades del mercado, anticipándose a las mismas y aprovechando hasta los movimientos aparentemente adversos. Se suele denominar como de <gestión alternativa> debido a que emplean técnicas y estrategias de inversión que difieren de las convencionales. M. Mailo López y C. Rodrigo Illera, en "Invertir en hedge fund. Análisis de su estructura, estratégicas y eficacia", Ed. Diaz de Santos, Madrid, año 2004, pág. 31, los definen como: "sociedades privadas con un número reducido de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento. Véase también las definiciones incluidas por LHABITANT en "*Hedge funds. Mitos y límites*", Ed. Gestión 2000, Barcelona, año 2006, pág. 35.

¹³ Sobre esto último, aconsejo leer un interesante art. de la Dra. María Luisa Santamaría, "Los *mutual fund* en los Estados Unidos de Norteamérica", en Camerini, Marcelo A. "Compendio de normas, doctrina y jurisprudencia del mercado de capitales", T. I, Ed. Quórum, págs. 304 y ss.

¹⁴ Conf. art. 1° de la Ley N° 24.083.

Madoff en particular sufrieran finalmente una grave carencia de liquidez, la que no pudo ser resuelta por la escasez de financiamiento y créditos bancarios a corto plazo para hacer frente a sus obligaciones de pago, como al pedido de retiros de fondos de los inversores, generando en la operatoria de Madoff una avalancha de pérdidas que lo llevó al colapso de sus apuestas financieras.

Según datos de la *Hedge Fund Research*¹⁵, un total de 778 *hedge fund* fueron liquidados sólo en el cuarto trimestre del año, con salidas de u\$s150.000 millones, en comparación con 344 en el tercer trimestre. En todo el año 2008, fueron liquidados 1.471 *hedge fund*, un 70% más que el anterior record de 848 fondos del año 2005.

La pregunta del millón es si esto sólo hizo caer a Madoff, la verdad parecería que no, la principal causa de la caída de Madoff, fue la crisis financiera internacional, que produjo por un lado pérdidas enormes de las inversiones - pocas o muchas que pudiera tener- por el otro, el pedido de retiro de fondos de sus inversores, por la mencionada crisis, que al no serle devueltos en forma inmediata por Madoff, como siempre hacia, por su falta de liquidez, produjo una severa crisis de confianza en él (corrida), la cual aceleró su caída, la que siempre a largo plazo se iba a producir.

IV. El camino de su regulación

Quienes hayan seguido la reunión del G-20, desarrollada a fines de marzo en Londres y leído su documento final, podrá apreciar que los países miembros han decidido trabajar en forma coordinada a los efectos de establecer pautas mínimas uniformes de regulación de los fondos de cobertura o "*hedge fund*", ya que los países desarrollados en su gran mayoría no tiene dictadas normas estaduales que regulen la actividad de estos fondos.

Quien lleva la delantera en la materia es España, el cual través del Real Decreto N° 362/2007, de 16 de marzo ("el Real Decreto") reformó el régimen jurídico de las instituciones colectivas de inversión libre (una de sus variantes son los *hedge fund*) -denominados "IICIL") y de las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados fondos de fondos) -llamados "IICIL"-.

Si bien en el ordenamiento español no existe una definición general sobre las IICIL, la doctrina¹⁶ entiende en forma pacífica que puede caracterizarse como instituciones de inversión colectiva cuyos gestores, frente a los fondos o sociedades "convencionales", tienen acceso a un abanico de posibilidades de gestión de cartera mucho más amplio, entre las que se incluyen el uso de derivados sin restricciones, la venta de instrumentos financieros que no están en su cartera y el apalancamiento de ésta. En consecuencia y aunque estas IICIL

¹⁵ Ver: Capital Abierto (El blog de finanzas y economía de América económica) del 31-3-09, en <http://blogs.americaeconomia.com>

¹⁶ Ver: Alberto García Tobajas, en "Comentario sobre la nueva normativa de hedge fund. Reforma y temas pendientes", Monografía N° 28, diciembre de 2007, en www.cnmv.es

están teóricamente en condiciones de conseguir rendimientos positivos independientemente de la evolución de los mercados¹⁷, esto les añade un nivel de riesgo que los hace idóneos para inversores calificados, que les permita valorarlo adecuadamente.

Por su parte puede definirse a las IICIL, como la operatoria de los fondos de fondos consistente en reunir fondos *hegde* bajo una sola estructura de inversión colectiva, dirigida ésta a su vez por un gestor especializado en la selección y diversificación de los primeros¹⁸.

En lo que aquí interesa, sólo nos detendremos a examinar la regulación efectuada por el Real Decreto de las IICIL, sobresaliendo los siguientes aspectos:

1.- personas que pueden ser accionistas o participar:

a.- Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectivas y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas, cuya única actividad sea invertir en valores;

b.- gobiernos nacionales, y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares;

c.- otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas;

d.- personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversores calificados;

e.- pequeñas y medianas empresas que tengan domicilio en España y que hayan expresamente solicitado ser consideradas como inversor calificado.

Por último se permite la adquisición o suscripción directa por inversores no calificados siempre que se lleve a cabo un desembolso mínimo de 50.000 Euros.

2.- Requisitos de información:

¹⁷ A. Kovas., "Should hedge fund products be marketed to retail investors? A balancing act for regulators" en T. Baums y A. Cahn (Editores), "Hedge Fund. Risks and Regulation", Ed. De Gruyter Recht, Berlín, año 2004, pág. 107.

¹⁸ A. Roa, M. Borrás E. Ramírez y J. Mardomingo: "Fondos Hedge: conceptos y estructuras", Ed. Pirámide, Madrid, año 2004, pág. 67.

El Real Decreto, como las normas dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España¹⁹ (“CNMV”), han establecido la obligatoriedad de un alto grado de información al potencial inversor o accionista de las características de las IICIL, a través del denominado “folleto”, que para nuestro lenguaje es el “prospecto”, sino también sobre la existencia de dichos riesgos, llegándose a exigir reglamentariamente al inversor no calificado la firma de un documento de consentimiento²⁰.

3.- Políticas de inversión:

La libertad de inversión en estos fondos es absoluta, y es casualmente la característica que los distingue. No es frecuente la introducción en los estatutos o reglamentos de gestión de límite alguno en cuanto a las clases de activos utilizadas, por lo que se utilizan elementos de contado como derivados, y dentro de éstos, pueden ser negociados en mercados organizados o directamente entre contrapartidas sin intermediar una cámara compensadora (los llamados *over the counter* u OTC), con o sin titulización, con o sin garantía.

El apartado I) del art. 43 del Real Decreto, permite su capacidad para endeudarse a cinco veces el valor de su patrimonio, debiendo informarse sobre esta circunstancia en el prospecto.

En general, uno de los principales riesgos asociados a la inversión en instituciones de inversión colectiva que utilizan estrategias de gestión alternativas es el riesgo de liquidez. Este riesgo se puede medir a en dos niveles distintos: liquidez en términos de disponibilidad de fondos por parte del inversor y liquidez en términos de la profundidad de mercado para los activos en los que el *hedge fund* ha invertido.

4.- Conclusiones del punto:

De lo expuesto, podemos colegir que España con el dictado del Real Decreto y de normativa reglamentaria complementaria, ha dado un primer paso muy importante en establecer un macro normativo en materia de *hedge fund*, -lo que se denomina supervisión directa- circunstancia que la pone en un estado de avanzada respecto de los restantes países de Europa y sobre todo de los países anglosajones.

En este sentido es oportuno recordar que a nivel de Europa en la reunión 2798 del Consejo de la Unión Europea sobre asuntos económicos y financieros (“ECOFIN”) celebrada el 8 de mayo de 2007, señaló la importancia que jugó en los *hedge fund* la “supervisión indirecta”, sin embargo se preguntó si los actuales

¹⁹ Ver: 13ª de la Circular 1/2006, de 3 de mayo de la CNMV.

²⁰ Hay quienes consideran estas exigencias del Estado sobre ciertos estándares informativos como una perturbación del libre juego de los agentes económicos que perjudica a todos los intervinientes (conf. F.R. Edwards, “*The regulation of hedge fund: Financial Stability and Investor Protection*”, en “*Hedge fund. Risk and regulation*”, obra cit., pág. 43).

niveles de transparencia sobre las actividades de dichos fondos era la apropiada, la respuesta está en cada uno de nosotros.

Creemos que el camino de la supervisión indirecta, ha finalizado para los *hedge fund*, y sin restarle atractivo e importancia para los mercados financieros, se abre un nuevo camino que irá de la mano de políticas de supervisión directa, como ya lo están ensayando España, sin por ello, generar mecanismo que ahoguen la iniciativa y el riesgo privado, pero que permitan al inversor tener más y mejor calidad de información sobre los *hedge fund* antes de invertir.

V. El caso Gescartera

Si nos retrotraemos en el tiempo, podremos ver que el Caso Madoff, no es el primero que se presente en nuestra historia financiera, el 14 de junio de 2001, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) de España, el órgano de control público del mercado de capitales de ese país, intervino “Gescartera Dinero”, ante la imposibilidad de conocer la situación económico financiera y el destino de los fondos de sus clientes, el que se calcula alcanzó los 100 millones de Euros.

Según la investigación que llevó adelante la CNMV y la justicia española posteriormente, entre enero de 1992 y junio 2001 los administradores de Gescartera, con su presidente al frente señor Antonio Camacho crearon y desarrollaron una actividad claramente dirigida a lucrar, defraudando a sus clientes mediante la constitución de diversas sociedades y la puesta en práctica de un sistema operativo fraudulento.

La operativa permitió a los administradores, hacer suyo el dinero o valores entregados por los clientes, manteniendo, con parte de ese mismo dinero, el sistema o montaje que ficticiamente daba garantía de solvencia al grupo societario de Gescartera haciéndolo más atractivo a los ojos de sus futuros clientes.

Ello produjo que los administradores de Gescartera se apoderaran de sucesivas remesas de dinero o valores de nuevos clientes a modo de un carrusel o “cadena sin fin” defraudatoria que afectó a una masa de clientes que, incluyendo los ficticios, ascendió a unas 4.005 personas por un total de 91 millones de euros.

El Grupo Gescartera estaba compuesto por Gescartera Holding, al frente de la que estaba el señor Jaime García Morey, padre de la mujer de Camacho, y Gescartera Dinero, de la que Antonio Camacho era el máximo accionista con un 76,67 por ciento.

A través de esta última sociedad se llegaron a controlar un relevante volumen de fondos que utilizaban en unos casos para lucro personal o beneficiar a terceros de parte de esos fondos, o en otros para mantener la infraestructura necesaria para poder seguir operando.

Los fondos no se usaban para efectuar inversiones a nombre de los clientes, pero se generaba una documentación bancaria a través de anotaciones en subcuentas, y documentación producida por los intermediarios mediante operaciones amañadas en mercados, que se usaban mendazmente para engañar a los clientes sobre el verdadero destino de sus fondos.

Cada uno de los administradores cumplía con una función relevante. Unos elaboraban mediante programas informáticos los documentos que se utilizaban para engañar a los clientes, otros captaban a los clientes con la promesa de generar beneficios por inversiones que se simulaban se efectuaban, otros gestionaban las operaciones en mercados con testaferros que permitían asignar ganancias, aunque eran ficticias.

Entre los clientes destacados de Gescartera Dinero, estaban el Servicio de Seguridad Social de la Armada y diferentes instituciones religiosas, entre ellos varios Obispos de España.

El presente caso finalizó el 27 de marzo de 2008, cuando la Audiencia Nacional de España, condenó a Antonio Camacho a 11 años de prisión. A su vez Ruiz de la Serna, fue condenado a 10 años y medio de cárcel, ambos por los delitos de apropiación indebida y por falsedad documental.

Además, la Audiencia Nacional consideró a la Caja Madrid Bolsa y a La Caixa como responsables civiles subsidiarios de la defraudación y de los daños, valorados en 91 millones de euros, por lo que tendrán que hacer frente al pago de esta cuantía ante los clientes de la sociedad de valores Gescartera Dinero.

VI. El caso Curatola

En el mes de junio de 2004, la Comisión Nacional de Valores ("CNV"), detectó invitaciones a personas en general para realizar operaciones en los mercados de futuros y opciones en el exterior, y "FOREX" (*Foreign Exchange Market*), por parte de CURATOLA & ASOCIADOS S.A. ("Curatola") entidad no autorizada por la CNV, para efectuar dichas invitaciones en la oferta pública.

Las invitaciones se efectuaban a través del sitio Web -www.curatola.com- cuyo dominio estaba registrado a nombre del señor Eugenio Curatola.

Curatola era una sociedad anónima constituida en la Capital Federal, cuyo objeto social la habilitaba para ejercer, entre otras actividades: representaciones, mandatos, agencias, comisiones, consignaciones, gestiones de negocios y administración de bienes, capitales y empresas en general, mediante la toma de representaciones comerciales; comercio exterior; y asesoramiento integral para organización de empresas.

El ofrecimiento de Curatola en el ámbito nacional consistía en realizar contratos de futuros sobre divisas, u opciones sobre contratos de futuros de divisas (libra

esterlina, euro, franco suizo, marco alemán, yen, rublo, peso mexicano y dólar estadounidense) en mercados del exterior, y FOREX que es un mercado en el cual sus operaciones tienen como objeto la realización de transacciones de compra y venta de una divisa frente a otra.

Dichos ofrecimientos quedaban alcanzados por el artículo 16 de la Ley N° 17.811 (texto mod. y ampl. por los artículos 80 y 83 del Dto. N° 2284/91, ratificado por el art. 29, Ley 24.307; y 2°, Dto. N° 677/01), actividad para la cual Curatola no tenía autorización de la CNV de acuerdo con la facultad otorgada por el artículo 6° de la Ley N° 17.811 consistente en “llevar el registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas a efectuar oferta pública y establecer las normas a que deben ajustarse aquéllas y quienes actúan por cuenta de ellas” (inc. d) y “autorizar la oferta pública” (inc. a).

La operatoria se desarrollaba canalizando las órdenes recibidas o emitidas -por cuenta de sus comitentes- por CURATOLA a *REFCO GROUP LTD LLC* (“REFCO”), una firma con sede en los EE.UU regulada por la *Commodity Futures Trading Comisión* (“CFTC”) para su ejecución, previa apertura por parte del inversor interesado de una cuenta a su nombre -donde debían ser girados los fondos- en *HARRIS BANK*, entidad miembro del grupo de compañías “Bancos de Montreal” y regulada por la Reserva Federal de los EE.UU., generando gastos de comisiones a cargo del inversor.

Sin embargo, de conformidad con lo dispuesto por los artículos 8 inciso c) y 9 del Capítulo XVII de las Normas de la CNV (N.T. 2001), es requisito para negociar contratos de futuros y opciones en todo el ámbito nacional la obtención previa de la autorización de oferta pública lo que no ocurría con los productos ofrecidos por Curatola, y el intermediario debía registrarse en una entidad autorregulada, situación que en el caso *sub-examine* tampoco se verificaba tal como ya lo indicamos precedentemente.

Es interesante ver como Curatola en su sitio Web, reconocía -ante una pregunta formulada por un visitante de Internet relativa a la falta de mayor publicidad de la actividad desarrollada- la irregularidad de la actividad de la siguiente manera: “[...] no se promociona porque varios países, como Argentina, lo prohíben en su legislación actual [...]”.

También es importante resaltar que Curatola prometía -según su sitio Web- a sus clientes operar a través de ellos prácticamente sin asunción del riesgo propios del mercado en tanto afirmaba que se podían “[...] predecir los cambios de mercados en un **93 por ciento de las veces** [...]”, incumpliendo lo dispuesto por los artículos 23 y 24 del Capítulo XXI de las Normas de la CNV (N.T. 2001) que prohíben -entre otras situaciones- la difusión por cualquier medio previsto en el artículo 16 mentado que contenga declaraciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la rentabilidad de los futuros y opciones.

Ante esta situación, la CNV con fecha, 4 de julio de 2002, la CNV dictó la Resolución N° 14.245, en el expediente N° 404/02 rotulado "CURATOLA & ASOCIADOS S.A. s/ actividad mercado de futuros y opciones", en la cual resolvió:

(i).- ante la falta de adecuación a las normas bajo fiscalización de la CNV intimó a Curatola para que cesara de inmediato todo ofrecimiento público de negociación en los mercados de futuros y opciones y toda actividad de intermediación con valores negociables, en tanto no contara con autorización de ese organismo público de contralor;

(ii).- atento que Curatola revestía el carácter de "broker" introductorio (representante comercial o sub-broker en el país) de REFCO, correspondía comunicar a la CFTC, requiriendo su colaboración y siempre que la legislación local les reconociera atribuciones, para que se le obligara a restringir a REFCO de concertar operaciones relativas a órdenes recibidas u ordenadas por Curatola por cuenta de comitentes argentinos, en tanto careciera de autorización para ejercer la oferta pública en la República Argentina;

(iii).- remitir copia de las actuaciones al Banco Central de la República Argentina para que elevara, en el ámbito de su competencia, el funcionamiento de Curatola y si el mismo infringía la Ley de Entidades Financieras N° 21.526 y su normativa reglamentaria.

Lo que la CNV no pudo detectar que para cuando dicho organismo dictó la resolución antes comentada, las maniobras de Curatola, ya le habían permitido formar una clientela caudalosa, que recibía ganancias de hasta el 100% anual respecto de su inversión inicial, las cuales se abonaban a través del Broker de EE.UU., denominado "FXCM", pero a fines del año 2003, éste dejó de operar y Curatola lo reemplazó por "Forexvan", con sede en las Islas Vírgenes Británicas. Las sospechas indican que "Forexvan", era Curatola.

A partir de ese momento, Curatola direccionó los depósitos de sus clientes a *Comercial Bank de Bermudas*, desde donde siguió pagando la renta de las inversiones, hasta que en el año 2004, dejó de hacerlo y no reembolsó capital alguno a sus inversores.

Se estima que existen más de 11.000 personas damnificadas por una suma cercana a los 300 millones de dólares, aunque en la causa penal se investiga la estafa a 1200 personas por una suma de aproximadamente los 33 millones de dólares, que nunca se recuperaron.

El 7 de enero del corriente año, Curatola, su esposa, dos hermanos y algunos colaboradores fueron procesados por estafa y asociación ilícita, causa que se encuentra en pleno trámite.

VII. Conclusiones

Los casos que hemos analizado en este breve comentarios nos llevan a las siguientes reflexiones:

(i).- el caso Madoff, impacta por su importancia, en cuanto al supuesto monto de fondos de terceros administrados, si bien es cierto que también hasta el presente son meras hipótesis de trabajo de las organizaciones gubernamentales de los EE.UU., que investigan el caso, ahora también con la intervención de la justicia, y de los abogados que patrocinan a los damnificados, pero a ciencia cierta no se sabe con precisión, ni cuánto era el monto de los fondos de terceros administrados, ni la operatoria precisa desarrollada, ni el remanente existente o recuperable y es altamente probable que nunca se sepa con precisión quienes eran los inversores, ya que muchos por diversas razones nunca denunciarán su calidad de inversionista;

(ii).- como hemos podido ver, los casos Madoff, se repiten en distintas latitudes del mundo, con distintos nombres y envergaduras, ya que cuanto un mercado se vuelve más amplio, profundo y flexible es más rápida y barata la información que del mismo reciben los agentes participantes y más fácil que éstos puedan actuar con la información recibida²¹, lo que le permite a los estafadores, poder aventajar en principio a los inversores en primer lugar y luego a las autoridades regulatoria de los mercados donde actúan;

(iii).- el progresivo despliegue temporal de un “escándalo financiero” se apoya de manera inexcusable en la construcción de una línea divisoria entre las pérdidas económicas consideradas “naturales” (que pueden, por ejemplo, localizarse en la fase descendente de un ciclo macroeconómico), y aquellas otras pérdidas imputables a una gestión negligente o a una conspiración para el fraude o la estafa²²;

(iv).- los casos Madoff, preludian el fin del capitalismo, de las inversiones a través de los mercado de capitales o los mecanismos de ingeniería financiera?, para nada, el capitalismo ha demostrado ser el sistema filosófico-económico, que hasta el presente ha triunfado sobre otras ideas que intentaron imponérseles, esto no quiere decir que sea un sistema perfecto, pero si mejorable y está acreditado que por sus características fundamentales, en torno al mercado, a la mayor producción y a la acumulación de riqueza, periódicamente produce un excesivo sobredimensionamiento, que desemboca en una crisis sistémica que obliga a su reformulación, similar a lo que en un mercado de valores se denomina “toma de ganancia”, que es el caso cuando un título valor, sube injustificadamente durante varias jornadas y en un momento baja su precio en forma brusca hasta situarse en un precio levemente mayor al que tenía cuando inició la carrera alcista, pero mucho menor que el alcanzado en el pico de suba.

(v).- no puede estar ajena de estas reflexiones el papel que juega el ser humano (el inversor), con la codicia que caracteriza a su condición. Quién posee recursos económicos, desea acrecentar su riqueza, y allí nace la especulación para poder

²¹ ver: Alvaro Cuervo; Luis Rodríguez Sáiz y José Alberto Parejo, “Manual de sistema financiero –instituciones, mercados y medios en España”, Ed. Ariel, Madrid, año 1986, pág. 24.

²² Luis A. Lerena, “El mundo financiero ¿caos o confusión ordenada?, Economistas N° 17, diciembre de 1985, págs. 9/12.

hacerlo. En ese camino, hay posiciones conservadoras, y otras extremas, donde los rendimientos altos, siempre van acompañados de riesgos mayores. Esto se mezcla muchas veces con la ignorancia de quién invierte, ya que muchas veces no sabe, ni comprende en qué invierte, con esto queremos decir que hay responsabilidad también en los inversores, que guiados por ganancias rápidas y fáciles, no trepidan en asumir riesgos exponenciales. Madoff, en esto es un caso aparte, ya que abonaba a sus inversores una tasa de entre el 10 y el 12% anual, tampoco cobraba exageradas comisiones por la administración que en algunos casos llega al 20% de las ganancias obtenidas (como en el caso de los *hedge fund*). Con esto para nada disculpamos al estafador, sino que ponemos el acento en la irresponsabilidad que muchas veces acompaña al inversor en sus acciones.

(vi).- los casos Madoff, deja una vez más, muy mal parado al sistema financiero /bancario mundial, ya que demuestra la impericia e incapacidad que tienen para asesorar a inversores sobre productos financieros complejos y sobre todo para poder advertir cuando esos vehículos de inversión son genuinos -aunque sea de riesgo muy alto-, de cuando son una mecanismo ideado para delinquir y defraudar a los inversores. Se supone -basados en la buena fe-, que un banco como institución profesional en financiamiento, debe tener la idoneidad para poder asesorar a un inversor en forma completa sobre las inversiones que el banco promociona en sus distintas modalidades.

(vii).- los casos Madoff, ponen en severa tela de juicio el funcionamiento de los organismos dedicados al control de los mercados financieros y por supuesto ello comprende a los EE.UU., y a Europa. Creo que es injusto poner el acento sobre un organismo con preferencia de otros, todo parece indicar que el fracaso es sistémico, como consecuencia de múltiples factores, que se hace más evidentes en países como Argentina, donde hay un abandono de la función de supervisión del Estado, el cual lo único que le interesa es la recaudación y el superávit, destinado a ser utilizado como caja política, y no como instrumentos de la función pública y social del Estado. La dicotomía que nos quieren vender los que proponen reforzar las regulaciones como forma indirecta de doblegar a la iniciativa privada, libre empresa, y la economía social de mercado, no debe ser comprada, porque está demostrado que con ello no se remedian los fraudes financieros, sino que se permite que otros actores sean los que realizan la defraudación. Esto no implica, reconocer la necesidad de corregir vía regulación todo aquello que ha demostrado ser perjudicial para el mercado financiero en general, pero sin recurrir a los típicos movimientos pendulares, ya que todos los extremos son malos.

(viii).- en lo relacionado con los *hedge fund*, no hay duda que el caso Madoff, determina la necesidad que el mundo todo, pero principalmente los países anglosajones, dejen de lado el sistema de supervisión indirecta y se encaminen a una supervisión directa de dichos fondos, pero con un enfoque que vaya más allá de las barreras de su crecimiento, y se centre en los aspectos de potencial riesgo sistémico, los eventuales riesgos de abuso de mercados y el acceso del inversor minorista o no calificado a este tipo de inversiones.