

LANDINI, S.: Legal constraints *agli investimenti finanziari di lungo periodo nell'età del breve*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2019, 176 pp. (ISBN 9788849540017)



Nada más cierto que la dimensión temporal, tiempo, en la economía, pero también en las relaciones contractuales. Así empieza el delicioso libro de la profesora Landini, profesora de la Universidad de Firenze, bajo el título “Legal constraints agli investimenti finanziari di lungo periodo nell’età del breve”, que acaba de salir a la calle. Inversiones, unidades de tiempo, utilidades y rendimiento, lo que a la postre genera una maximización de aquéllas. Y en esa ecuación cobra un inusual pero extraordinario relieve dos variables, tiempo e inversión. Éste no

• **Abel B. Veiga Copo**

Profesor Ordinario de Derecho Mercantil. Universidad Pontificia Comillas de Madrid (ICADE).

puede entenderse y menos comprenderse desligado del tiempo, ya sea en el aspecto coste-precio a través de la rentabilidad, expresado en intereses, ya sea en el marco que decide toda política de inversión, máxime a largo plazo pero también en aquellas en las que las mismas se realizan en un breve periodo de unidades temporales. Y es en este escenario donde se producen los riesgos, o como valientemente señala la profesora Landini la “miopía decisional” en el mercado, y que se plasma bien en los métodos para la valoración de la performance, bien en el desarrollo tecnológico con su capacidad intrínseca para transformar la información y las decisiones, bien finalmente en el cumplimiento de las obligaciones normativas y máxime sin perder el horizonte último de la transparencia en los mercados.

Con este cocktail introductorio arranca un trabajo donde bajo el ojo atento y la capacidad argumentativa la autora nos regala una espléndida monografía, estructurada a lo largo de tres capítulos. Como bien se señala en las inversiones a largo plazo (LTI) son inversiones a largo plazo o inversiones en las que se tiene un interés y la intención de mantener y capitalizar durante un período de tiempo de al menos un año. Se distinguen de las inversiones a corto plazo en que deben venderse en el plazo de un año y de los ahorros a largo plazo, es decir, los ahorros a largo plazo que pueden invertirse en activos a largo plazo. No puede negarse que el objeto principal de las LTIs son las acciones. Activos que, sin duda, permiten lograr una alta rentabilidad sin detrimento eso sí, que paralelamente son activos de riesgo. Y es aquí donde la dimensión tiempo cobra su principal protagonismo, habida cuenta que el horizonte temporal de la inversión es decisivo para este propósito. Las acciones, cual instrumentos o valores financieros, cotizan en la bolsa de valores y a corto plazo las bolsas, como es sabido, se rigen el comportamiento especulativo y el comportamiento inestable de muchos inversores.

Cuestión distinta es la valoración y potencial de crecimiento de estos valores en un horizonte temporal a largo plazo, el mismo que, normalmente imprime el carácter de mayor fidelización del accionista sin por ello renunciar del todo a la componente especulativa que late, en el fondo, en toda inversión en acciones de una sociedad cotizada. A ello únase por ejemplo el fuerte impacto que las acciones de lealtad o acciones con voto mayoritario en aras de esa fidelización y permanencia del inversor accionista está generando en el debate pero también en la práctica en los últimos años tanto en Italia, como Francia y más recientemente en los movimientos legislativos en España en tal sentido.

Conviene no perder de vista, además, la necesidad de distinguir entre un mercado primario, en el que las unidades excedentarias financian directa o indirectamente a los emisores, y un mercado secundario en el que los inversores pueden negociar sus posiciones no líquidas, es decir, no fácilmente transferibles o retornables por los emisores, liquidándolas mediante la transferencia a terceros.

Serán como no las políticas de inversión las que marquen el patrón de conducta para también decisional del inversor; inversor normalmente profesional, no consumidor lego y profano. Para ello es clave prestar atención en factores tales como la naturaleza y la composición de los diversos instrumentos de inversión, la situación financiera neta, el horizonte temporal de la inversión, los rendimientos históricos y previstos del mercado de capitales, los beneficios de la diversificación de las inversiones, un nivel aceptable de riesgo de activo-pasivo, las corrientes de efectivo de activos y pasivos y el riesgo de reinversión, la composición de los activos del balance.

No le falta razón a la profesora florentina cuando admite que la política de inversión se basa en la gestión de tres instrumentos: asset liability, asset allocation estratégica y, por último, la asset allocation táctica. La gestión de estos instrumentos asociados a horizontes temporales diferentes y complementarios constituyen la guía para las decisiones de planificación de la política de inversiones que deben tener en cuenta: el riesgo de impacto del rendimiento de la cartera de activos financieros del inversor en comparación con la probabilidad de alcanzar los objetivos a largo plazo; el riesgo de cambios en el valor o el perfil de los pasivos en comparación con el valor y el perfil de los activos financieros; la volatilidad de los rendimientos de los activos financieros en los niveles de contribución requeridos y las evaluaciones contables del inversor; la liquidez y los riesgos de reinversión de las corrientes de efectivo.

Nos recuerda Landini con extraordinaria solvencia como ahorro e inversión deben considerarse teniendo en cuenta sus características distintivas, pero también las correlaciones y disociaciones que puedan existir entre ellos con efectos en el mercado financiero. Al hilo de esta dualidad, hemos de acoger el concepto keynesiano de ahorro y en el que se especifica que se tiene ahorro en lugar de inversión cuando se refiere a la parte de la riqueza que se puede recaudar y cuantificar en los fondos disponibles restantes después de que el monto de la renta disponible obtenida en un determinado período de tiempo se deduzca del gasto de consumo. Para quienes optan por políticas financieras prudentes, se trata de la cantidad de ingresos disponibles que queda después de cubrir los gastos de consumo. Mas de lo que no cabe duda es de la fuerte interacción y relación entre ahorro e inversión, ha ida cuenta que el primero, el ahorro, es un medio de aumentar los ingresos a través de inversiones en múltiples instrumentos financieros.

Inequívocamente un papel axial y clave es la figura de los intermediarios financieros quiénes han de velar por cumplir su función institucional de transferir recursos de un sector de la economía a otro creando instrumentos financieros que puedan satisfacer las necesidades de los inversores y los ahorradores. Marco éste

que pueden diversificarse a través de distintos instrumentos o valores negociables-financieros, ya sea renta fija o variable, vencimiento a corto o a largo plazo, así como en función de las propias rentabilidades de los productos en cuestión. A ello ha de unirse el vaivén que en la intermediación puede experimentar la oferta de valores a nivel internacional o deslocalizadamente. Lo que nos da además, una medida de la eficiencia misma del sistema de intermediación financiera a la hora de promover un reequilibrio entre el valor del ahorro y la inversión, lo que per se no garantiza que las decisiones de ahorro sean plenamente compatibles con las intenciones de inversión.

Destaca igualmente la labor de la profesora Landini a la hora de explicar el comportamiento de los particulares en las políticas de inversión, que están fuera de la lógica de la optimización, también puede provenir de las teorías conductistas (o conductistas) que tienden a explicar el comportamiento de los operadores económicos sobre la base de la observación de simples reglas de la experiencia. Estas teorías se basan en la idea de que el comportamiento de los agentes económicos nunca es completamente racional, especialmente en el caso de información completa o en situaciones de incertidumbre económica. El punto de inflexión nace de la necesidad de dar la relevancia adecuada al comportamiento de los individuos como base de la economía, lo que nos lleva a analizar, revisar las aptitudes estándar a la luz de las teorías conductistas, teniendo en cuenta las preferencias de las creencias y las limitaciones que constituyen la base de las elecciones de los particulares, como las elecciones de inversión.

Pero ¿cuál es el perfil y cuál la necesidad y por qué de un inversor a largo plazo? Interrogante que Landini responde y ancla en tres dimensiones claras, a saber, el crecimiento económico, ya que financian la infraestructura y es más probable que se conviertan en accionistas activos; un mayor rendimiento de las pensiones y los ahorros a largo plazo que propenden a una mayor atracción por las pensiones y otros fondos de ahorro a largo plazo y, finalmente la inversión a largo plazo tiene capacidad para equilibrar la volatilidad de los mercados financieros y, en algunas circunstancias, la falta de liquidez.

Una parte encomiable de esta monografía es el análisis que la autora lleva a cabo de la predictividad, es decir, del análisis predictivo en los mercados y para este tipo de productos. El análisis predictivo de datos incluye técnicas estadísticas que, mediante la extracción de información de los datos, permiten hacer predicciones sobre las tendencias y las pautas de comportamiento, estableciendo relaciones entre las variables independientes y las variables dependientes de acontecimientos pasados y utilizando esas relaciones para hacer predicciones. Situaciones que, como la aversión al riesgo en el contrato de seguro de los que la profesora Landini es una de las grandes referentes en la doctrina italiana y europea, marca

la tendencia, el comportamiento, la aptitud del inversor a la hora de conocer o poder estimar predictivamente el comportamiento de los mismos en el mercado y en las fluctuaciones financieras.

En el capítulo segundo la profesora Landini analiza el perfil de los inversores institucionales, unos inversores que, en la última década se han caracterizado por un comportamiento de inversión caracterizado por objetivos de corto plazo, es decir, una tendencia real hacia la inversión a corto plazo, en parte debido a la crisis económica y la incertidumbre que la acompaña, y en parte debido a un marco normativo que, considerado en su conjunto, a la luz de las directrices interpretativas en su aplicación, ha afectado las políticas de inversión orientándolas hacia las inversiones a corto plazo. Alerta en este sentido la autora de los graves desajustes entre esas tendencias hacia las perspectivas a corto plazo en los últimos años, y los intereses de los emisores de esos instrumentos financieros administrados, que a menudo piden una visión de inversión a largo plazo (significativamente los miembros de un fondo de pensiones). Debido a este desajuste de intereses entre los dos grupos, pueden producirse pérdidas significativas para los inversores lo que acaba generando un efecto distorsionador, a saber, los costes de transacción se disparan. De hecho, las perspectivas a corto plazo suelen dar lugar a una elevada rotación de la cartera, lo que puede dar lugar a elevados costes de transacción, reduciendo los beneficios para los inversores. Un cortoplacismo, en suma, que se ha generalizado y que ha sido impulsado por cambios estructurales, pero también por distorsiones cognitivas determinadas no sólo por escenarios económicos sino también por impulsos regulatorios. Ahora bien, no podemos olvidar que los inversores institucionales vehiculan con su intervención que ciertos productos financieros faciliten a los hogares y a las empresas la tolerancia al riesgo y el suministro de recursos financiero

Se trata en definitiva y acierta aquí Landini en relativizar o flexibilizar las limitaciones jurídicas que vinculan las políticas a largo plazo y de crear un nuevo tejido social y político a favor de las inversiones a largo plazo.

Acto seguido el capítulo analiza la normativa al respecto tanto bancaria como prudencial y políticas de inversión de las compañías de fondos de pensiones donde se detalla toda la regulación sobre todo comunitaria y con un especial énfasis en el trabajo de EIOPA.

Finalmente en el tercero y último de los capítulos, plasma la autora una de las grandes situaciones potencialmente conflictuales entre el inversor institucional y el ahorrador. En efecto, las tensiones jurídicas que surgen a nivel de las LTI de los inversores institucionales, así como el hecho de que ciertas políticas prudenciales “a favor” de los ahorradores que en la práctica pueden ir en contra de los intereses de los propios ahorradores. Como se ha dicho repetidamente, el cortoplacismo

en la visión de los inversores institucionales puede dissociarse de la perspectiva a largo plazo de sus clientes. Piensa en los inversores/ compañías de seguros que operan en el sector de la vida.

A ello hemos de unir la variable información/transparencia que en la genética de estos productos han de realizarse desde el diseño mismo del producto hasta su comercialización y distribución. Ámbitos éstos que se reflejan muy claramente en toda la normativa comunitaria que procura esta finalidad, la transparencia en el mercado y que es trasladable a cualesquiera productos financieros, incluidos los de seguro, como es ocasión en la directiva de distribución de 2016. Así, y partiendo de este prisma, hemos de reseñar como la condición de incertidumbre en la producción y distribución de los productos del mercado financiero está, ante todo, guiada por políticas de transparencia, información, gobierno de la adecuación del producto, que no siempre se traducen en reglas de conducta claras para los operadores, además de reflexionar sobre las técnicas de regulación y sobre el sistema de fuentes de derecho del mercado financiero, es necesario considerar las cambiantes necesidades del inversor privado. Manifestación, en suma, inequívoca del considerando 86 de la Directiva 2014/65/UE sobre los mercados de instrumentos financieros, que modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, MIFID II, que señala como: “Uno de los objetivos de esta Directiva es proteger a los inversores. Las medidas destinadas a proteger a los inversores deben adaptarse a las especificidades de cada categoría de inversores (clientes minoristas, profesionales y contrapartes). Sin embargo, para mejorar el marco reglamentario aplicable a la prestación de servicios, independientemente de las categorías de clientes de que se trate, debe quedar claro que los principios de conducta justa, equitativa y profesional y la obligación de ser justos, claros y no engañosos se aplican a las relaciones con cualquier cliente”.

Nervio central de este capítulo es el epígrafe segundo bajo el título “Investimenti, “tipicità” e “governo del prodotto””, y en el que la autora defiende un concepto de “contrato de inversión” partiendo de su constatación de que los mismos pueden representar una categoría general, ya que aquí se expresa el principio de autonomía privada. En particular, se ha dicho que el TUF habría introducido un tipo de contrato articulado en subtipos relativos a los diferentes servicios de inversión. Destaca Landini como la doctrina ha puesto de relieve cómo se reconoce el término “contrato de inversión” en las obligaciones de conducta y en la reserva de actividades reconocida a los sujetos calificados que realizan actividades de intermediación de conformidad con el artículo 18 del TUF. En particular, se observa que “la ley del mercado financiero interviene en la autonomía privada a nivel formal también mediante la provisión de “requisitos de forma-contenido” y, a nivel sustantivo, mediante la predeterminación de un modelo de conducta de una de las partes en la relación (el intermediario), para

proteger a la otra parte (el cliente) y, cabe señalar, para la realización de un cierto orden de intereses, resumido en la frase “servir mejor los intereses de los clientes”. Ámbito donde además la autora infiere una argumentación hacia las inversiones en seguros a través de pólizas de vida unitarias e indexadas.

La autonomía privada en la construcción de la relación contractual encuentra, por lo tanto, una comprensión dictada por razones de protección del cliente y del mercado. Pero sin perder de vista la necesaria tutela del consumidor de estos productos, por mucho que algunos sean profesionales de los mercados o de la inversión especulativa. De ahí las reglas de gobernanza o gobierno del producto. Con el fin de garantizar que los instrumentos financieros se ofrecen únicamente si ello redundaría en beneficio del cliente, las empresas de inversión que ofrecen o recomiendan el producto diseñados por empresas no sujetas a los requisitos de gestión de productos o las empresas de terceros países también deben disponer de mecanismos adecuados para obtener información suficiente sobre los instrumentos financieros en cuestión.

La protección de los inversores no se limita a la imposición de una relación intermediario-inversor, sino que se integra en la estructura organizativa del intermediario imponiéndole una serie de limitaciones para garantizar que la protección de los inversores se convierta en parte del propio modelo de cumplimiento del intermediario.

Estamos por tanto ante una extraordinaria monografía que sintetiza, analiza, escruta, valora y enjuicia subjetiva y objetivamente tanto el papel de los intermediarios financieros, el consumidor, profesional y sobre todo los inversores institucionales ante los productos de inversión a largo plazo en esa confluencia sinérgica pero necesaria aunque responda a lógicas económicas y jurídicas diferentes como son el ahorro y la inversión. Una obra lúcida, valiente, muy clara y que refleja la honestidad intelectual y coraje investigador de la profesora Landini, todo un referente en el derecho italiano y europeo en el derecho de contratos de seguros y que ahora nos ofrece credenciales para serlo también en otros ámbitos de los mercados financieros.

