

**Universidad de Buenos Aires**

---

**From the Selected Works of Martin Paolantonio**

---

2008

# Los amparos de cuotapartistas de fondos comunes de inversión. La Corte Suprema de Justicia cierra un debate más

Martin Paolantonio



Available at: [https://works.bepress.com/martin\\_paolantonio/74/](https://works.bepress.com/martin_paolantonio/74/)

[Ver Voces](#) :

**Título:**

Los amparos de cuotapartistas de fondos comunes de inversión. La Corte Suprema de Justicia cierra un debate más



**Autor:** Paolantonio, Martín E.

**Publicado en:** LA LEY 07/04/2008, 6

**Fallo comentado:** [Corte Suprema de Justicia de la Nación \(CS\) ~ 2007-12-11 ~ Mata Peña, José Rafael y otro c. Estado Nacional y otro](#)

**SUMARIO:** I. Introducción y propósito de este trabajo. - II. La sentencia de la Corte Suprema de Justicia en "Mata Peña". - III. El análisis de "Mata Peña" desde la normativa general de los fondos comunes de inversión y los argumentos de la Corte Suprema de Justicia. - IV. La situación de los cuotapartistas "pesificados": el riesgo inherente a la inversión financiera y la responsabilidad por mala gestión de los administradores de fondos comunes de inversión. - V. La situación de los cuotapartistas "pesificados": la ausencia o defecto de información y asesoramiento y la responsabilidad de los administradores y/o sociedades depositarias de fondos comunes de inversión. - VI. Los alcances de "Mata Peña": quid del inversor que hubiera solicitado el rescate de sus cuotapartes. - VII. A modo de síntesis y conclusión.

## I. Introducción y propósito de este trabajo

La saga jurisprudencial heredera de una de las peores crisis económicas de la historia Argentina, acompañada de la casi impensable agresión al derecho de propiedad que traduce la denominada "pesificación", ya convalidada jurisprudencialmente por la máxima instancia nacional en "Massa" (LA LEY, 2007-A, 316) y sus secuelas, nos presenta otro capítulo vinculado a los fondos comunes de inversión.

Así, en "Mata Peña, José R. y o. c. Estado Nacional", la Corte Suprema de Justicia [\(1\)](#) determinó la suerte que habrían de seguir los reclamos de cuotapartistas afectados por las normas de emergencia económica.

Nos proponemos en este trabajo analizar la doctrina que emana de la decisión final de una cuestión controvertida en la jurisprudencia [\(2\)](#), señalando además qué alcances cabe asignar al fallo de la Corte Suprema, y la situación jurídica en la que se encuentran los cuotapartistas alcanzados por la "pesificación".

Asimismo, pretendemos considerar la solución del fallo desde la perspectiva del marco normativo particular de los fondos comunes de inversión, cuya peculiar estructura es la que en última instancia sustenta la resolución de la Corte Suprema de Justicia.

Finalmente, revisaremos también la viabilidad de imputar responsabilidad a las sociedades gerentes y depositarias de los fondos comunes de inversión, considerando su conducta previa a la manifestación de la crisis económica, en lo atinente a la gestión del patrimonio del fondo común de inversión y los deberes de información y/o asesoramiento a los inversores.

## II. La sentencia de la Corte Suprema de Justicia en "Mata Peña"

En apretada síntesis, la sentencia referida, siguiendo la línea de opinión del Procurador General [\(3\)](#), establece claramente que los cuotapartistas carecen de legitimación para accionar por la "pesificación" y sus derivados, atento a la representación legal y necesaria que corresponde a la sociedad gerente (art. 3, Ley 24.083 —Adla, LII-C, 2754—), posición coincidente con la que sostuvimos un largo tiempo atrás [\(4\)](#).

En "Mata Peña", se admitieron los recursos extraordinarios interpuestos por el BBVA Banco Francés S.A. y por el Estado Nacional (Ministerio de Economía), en contra del fallo de la Cámara Federal de Apelaciones de Paraná que había confirmado la resolución de primera instancia, que había acogido la acción de amparo. Los demandantes habían invertido sus ahorros en un fondo común de inversión denominado "FBA Ahorro Dólares", administrado por "Francés Administradora de Inversiones S.A. Gerente de Fondos Comunes de Inversión", con la actuación, como depositario, del "BBVA Banco Francés S.A.", y pretendían, mediante un recurso de amparo, obtener de esta institución financiera la disponibilidad inmediata de la suma originariamente invertida. Los actores no habían solicitado a la sociedad gerente el rescate de sus cuotapartes, sino que directamente entablaron la demanda, requiriendo que se declare la inconstitucionalidad de las normas de emergencia y la restitución del capital invertido y su renta en la moneda extranjera de origen.

El decisorio, a diferencia de otros fallos vinculados con la crisis económica y la "pesificación", es relativamente breve, y aunque la *ratio* se encuentra de manera inmediata en la falta de legitimación de la parte actora, lo que impide el tratamiento de la cuestión de fondo planteada, contiene interesantes consideraciones respecto del generalmente poco estudiado en nuestra doctrina régimen legal de los fondos comunes de inversión (5), del que claramente no puede prescindirse para analizar el tema (6).

No cabe extenderse en la cuestión central de la sentencia —la falta de legitimación individual del cuotapartista—, tema sobre el cual la representación legal que el art. 3 de la Ley 24.083 pone en cabeza de la sociedad gerente es un dato positivo insoslayable y definitivo para negar la posibilidad de acción individual (7), pero sí explicar *aliunde* la solución del fallo.

Para ello, debe tenerse presente que la Corte Suprema de Justicia justifica la resolución adoptada haciendo referencia a:

- a. La posible afectación del derecho de los demás inversores en caso de reconocerse la legitimación individual del cuotapartista, a la luz de lo dispuesto por los arts. 2680 y ccs. del Código Civil.
- b. La particular naturaleza jurídica y estructura de los fondos comunes de inversión, las que impiden la asimilación con los depósitos en entidades financieras.
- c. La presencia del riesgo de inversión como elemento necesario de la posición del inversor en fondos comunes de inversión.

Son estas consideraciones de "Mata Peña", que exceden la simple referencia normativa del art. 3, Ley 24.083, las que justifican un análisis particular, en tanto permiten una mejor comprensión de las particularidades de este patrimonio indiviso de titularidad de los cuotapartistas (art. 1, Ley 24.083).

### **III. El análisis de "Mata Peña" desde la normativa general de los fondos comunes de inversión y los argumentos de la Corte Suprema de Justicia**

Señalamos en la sección precedente aquéllos argumentos del decisorio que complementan la llana referencia normativa del art. 3 de la Ley 24.083, y su caracterización de la sociedad gerente de fondos comunes de inversión como representante legal y necesario de los cuotapartistas.

Esta solución se vincula con la elección del tipo contractual condominial como alternativa legal a la hora de estructurar el vehículo de inversión colectiva voluntaria más difundido en el mundo (8), y es la continuación del régimen de la Ley 15.885 (Adla, XX-A, 61), primera regulación local de esta figura.

En esta modalidad, la inexistencia de personalidad jurídica (art. 1, Ley 24.083), es reemplazada por la creación legal de un patrimonio común e indiviso al que se le imputa la actuación de su administrador (la sociedad gerente) y su custodia (la sociedad depositaria).

Ello refleja la estructura funcional que las instituciones de inversión colectiva (9), la que siempre comprende la actividad propia de management o inversión de los fondos bajo gestión, su custodia por una entidad separada del administrador, y la ausencia de poderes de gestión por parte del inversor.

En el marco de la legislación nacional, hemos señalado en diferentes trabajos anteriores que la calificación jurídica de las relaciones entre los inversores y los órganos del fondo es de suma importancia para poder determinar los criterios de interpretación de la normativa vigente, y que las reglas subsidiarias aplicables a la actuación de la sociedad gerente son las del mandato representativo, que es la figura contractual típica que más se asemeja a la actividad de *management* del fondo común de inversión realizada por la sociedad gerente (10).

Este mandato tiene, sin embargo, características particulares respecto del esquema tradicional del Código Civil, las que han llevado a relevante doctrina a negar de plano la posibilidad de subsumir la actividad de la sociedad gerente en dicha figura contractual.

Así, el mandatario (la sociedad gerente) no está sujeto a instrucciones de sus mandantes (los inversores o cuotapartistas), ni tienen éstos facultades para revocar el mandato. Si están en desacuerdo con la gestión del patrimonio del fondo común de inversión pueden pedir el rescate de sus cuotapartes, pero no entremeterse en la administración.

Tal solución, a primera vista peculiar, se explica por el carácter legalmente reglamentado de la actividad del mandatario, cuya conducta se sujeta a pautas claras y limitaciones a su accionar (arts. 7 y 13, ley 24.083; arts. 8 y 14, Decreto 174/93 —Adla, LIII-A, 175—) y las particularidades de la gestión del interés del patrimonio colectivo.

La existencia del patrimonio colectivo, legalmente definido como condominio indiviso de titularidad común de los cuotapartistas, nos lleva a indagar la primera cuestión de "Mata Peña" a la que aludimos en el apartado precedente: la posible afectación del derecho de los demás inversores en caso de reconocerse la legitimación individual del cuotapartista, a la luz de lo dispuesto por los arts. 2680 y ccs. del Código Civil.

Es ésta la cuestión más rica desde el punto de vista conceptual, en tanto demarca de algún modo la difícil adecuación de los fondos comunes de inversión al régimen condominial general del Código Civil.

En efecto, si el condominio es —básicamente— un derecho real de dominio de sujeto plural (art. 2673 del Cód. Civ.), los titulares del condominio deberían, con mayor o menor extensión, poder ejercer las facultades que corresponden —según el art. 2513, Cód. Civ.— al *dominus*: usar, gozar y disponer de la cosa.

Sin embargo, tales facultades —y lo propio puede afirmarse de las consagradas por los arts. 2676 y ss., Cód. Civ.— son prácticamente inexistentes: los inversores o cuotapartistas no tienen poderes jurídicos o de hecho sobre el activo del fondo común de inversión [\(11\)](#), los que legalmente corresponden a la sociedad gerente, como ya lo explicamos.

Esta circunstancia puede explicarse por el destino o afectación del activo del fondo al interés colectivo del grupo [\(12\)](#), y encuentra un paralelo con otras situaciones jurídicas en las que el derecho de propiedad está separado de la administración de los bienes sobre los que recae [\(13\)](#).

La evolución de la doctrina civilista, así como las diferentes legislaciones que fueron surgiendo para dar satisfacción a necesidades económicas traducidas en nuevos institutos jurídicos, modificaron los postulados básicos de la teoría clásica del patrimonio.

Ello se visualiza, particularmente, en la aceptación generalizada de la viabilidad de los denominados patrimonios especiales, separados o de destino, cuya manifestación encontramos en la figura de los fondos comunes de inversión, y más recientemente en el fideicomiso regulado por la Ley 24.441 (Adla, LV-A, 296).

En este marco conceptual es donde cabe situar al condominio legal previsto por el art. 1, Ley 24.083, el que puede calificarse con más precisión en la categoría doctrinal de patrimonio colectivo, que es aquél perteneciente a una pluralidad de sujetos y carente de personalidad jurídica [\(14\)](#).

El patrimonio colectivo, aunque reconoce una fragmentación jurídica en los derechos de los partícipes o comuneros (en nuestro caso, los cuotapartistas), mantiene la primacía de lo colectivo sobre lo individual, subordinando el interés de éste al de aquél.

Y esta primacía es la que reconoce el Tribunal en "Mata Peña", en tanto la conducta del cuotapartista en vía de amparo implica el ejercicio actual del derecho de propiedad negado por la norma general (art. 2680. Cód. Civ.) y la específica (art. 3, Ley 24.083).

Aun más, reconociendo hipotéticamente la viabilidad de una acción individual, ésta no podría en ningún caso afectar el patrimonio del fondo común de inversión, sea de modo directo, o indirecto [\(15\)](#).

La orfandad de argumentos normativos que soporten el recurso del cuotapartista por el abusado remedio del amparo [\(16\)](#), explica, al menos en parte, porqué se han indagado otras fuentes posibles de resarcimiento para los cuotapartistas, particularmente la responsabilidad de gestión de la sociedad gerente, o la de información y asesoramiento por parte de la sociedad gerente y/o depositaria [\(17\)](#).

Trataremos ambas cuestiones a continuación.

#### **IV. La situación de los cuotapartistas "pesificados": el riesgo inherente a la inversión financiera y la responsabilidad por mala gestión de los administradores de fondos comunes de inversión**

La actividad económica importa la sujeción a riesgos diversos, que se traducen en una incertidumbre acerca del resultado final del emprendimiento que se lleve a cabo [\(18\)](#).

La toma voluntaria y racional de riesgos, considerada como un hito en el desarrollo de la humanidad [\(19\)](#), se acompaña en materia financiera por la búsqueda de herramientas que permitan su administración y evaluación. Y en este terreno, la diversificación de riesgos cumple una función relevante, de forma tal que actualmente dicha técnica es ampliamente utilizada en la actividad económica general y en la administración de inversiones (*portfolio management*) [\(20\)](#).

Una explicación sencilla desde una perspectiva financiera parte de considerar que el riesgo de una actividad determinada —por ejemplo la inversión en activos financieros— (riesgo total) está integrado por dos componentes separables: el riesgo sistemático, de mercado o sistémico —que es el que afecta a un número importante de activos, en mayor o menor grado—, y el riesgo no sistemático, propio único o específico —que actúa sobre un activo determinado o un pequeño grupo de ellos [\(21\)](#)—.

El riesgo sistemático comprende esencialmente riesgos generales de la actividad económica (v.gr.: inflación, cambios en la tasa de interés), que por ello son también identificados como riesgos de mercado. También se incluyen las crisis económicas generalizadas, entre las que sin dudas, por su intensidad y grado de intervención normativa, se incluye la vinculada con "Mata Peña". El no sistemático o individual alcanza situaciones peculiares de una empresa o grupo de empresas (por ejemplo, el aumento de demanda de sus productos, o el de sus costos).

Ahora bien, si la actividad se concentra en un activo determinado, o en un pequeño grupo de activos interrelacionados u homogéneos (v.gr.: acciones de dos o tres empresas) —cuyo rendimiento por definición es impredecible—, la posibilidad de una ganancia relevante depende directamente de la evolución del activo seleccionado.

En un portafolio diversificado, la probabilidad más sensata es que los activos que lo integran difieran en rendimiento, y que el rendimiento total no esté sujeto a fluctuaciones tan bruscas como las que se podrían seguir de la administración de un portafolio no diversificado [\(22\)](#).

La diversificación permite eliminar o reducir el riesgo asistemático o específico de un portafolio de inversiones, *pero no el riesgo sistemático o de mercado, que es independiente de las características específicas de un activo o grupo de activos, actuando sobre la economía en general.*

En otras palabras, una cartera de inversiones adecuadamente diversificada tiene únicamente riesgo de mercado, el que —por definición— no puede ser eliminado [\(23\)](#).

La función central de la sociedad gerente es administrar el riesgo de la inversión, de modo tal de obtener los objetivos de rentabilidad consistente con las políticas de inversión del fondo común de inversión y respetando la regla de diversificación del riesgo, cuya aplicación deviene un imperativo de conducta en los términos del art. 902 del Código Civil.

En otro trabajo hemos analizado con más detalle el marco jurídico de la responsabilidad civil de la sociedad gerente por la gestión de los activos del fondo común de inversión [\(24\)](#), por lo que ahora limitaremos el desarrollo a las concretas situaciones relativas a los activos "pesificados": títulos públicos y depósitos bancarios.

Desde esta perspectiva, es necesario señalar claramente lo siguiente:

- a. En primer término, siendo las crisis económicas eventos típicos de riesgo sistémico o de mercado, el análisis de una potencial responsabilidad por ausencia de diversificación del riesgo es sustancialmente inapropiado, en tanto el riesgo sistémico es por definición no diversificable.
- b. El riesgo de pérdida o variaciones negativas no es ajeno a las colocaciones en depósitos bancarios ni en títulos públicos [\(25\)](#).
- c. La presencia de carteras de activos de los fondos comunes de inversión integrados totalmente por títulos públicos y/o certificados de depósitos bancarios se encuadraba en las reglas legales vigentes que establecían las pautas de diversificación y en las previsiones de los reglamentos de gestión correspondientes [\(26\)](#).

Ahora bien, aun cuando se compartieran las consideraciones precedentes, podría argumentarse que, ante el empeoramiento de la situación económica, los administradores de los fondos comunes de inversión debieron desprenderse de los activos más "riesgosos", lo que hubiera acotado la pérdida de los cuotapartistas [\(27\)](#).

No es difícil refutar un razonamiento como el expuesto, atendiendo a la inexistencia de los presupuestos básicos de la responsabilidad civil [\(28\)](#).

Pero sobre todo, dicha conclusión peca de un defecto de base, habitual en situaciones en que se analizan deberes de diligencia. Así, en un trabajo reciente [\(29\)](#) señalamos que constituye un error de razonamiento valorar la diligencia del administrador con "el resultado puesto" —en este caso, la pérdida sufrida por el cuotapartista—, y de ello deducir o presuponer la responsabilidad del administrador. Se trata de uno de los más conocidos prejuicios cognitivos (*cognitive bias*) que pueblan el proceso mental: el prejuicio de resultado (*outcome bias*) [\(30\)](#): *nothing is so easy as to be wise after*

*the event.*

Así pues, la calificación jurídica de la gestión de la actuación de la sociedad gerente (mandato), la naturaleza de obligaciones de medios y no de resultados (idea coincidente con la omnipresencia del riesgo en la inversión financiera), y las pautas de apreciación generales de las obligaciones de gestión, no dejan casi espacio para imputarle responsabilidad por las pérdidas de los cuotapartistas.

En rigor, sólo se nos ocurren algunas hipótesis en las que dicha responsabilidad podría tener algún viso de viabilidad, pero se trata de circunstancias particulares que lejos están de admitir una imputación generalizada de responsabilidad por la "pesificación" o *default* (31).

## **V. La situación de los cuotapartistas "pesificados": la ausencia o defecto de información y asesoramiento y la responsabilidad de los administradores y/o sociedades depositarias de fondos comunes de inversión**

Si la responsabilidad por falta de diligencia en la gestión no muestra una base sustentable, el caso vinculado con el incumplimiento de los deberes de información que predica, para toda la extensión de la relación contractual, el art. 4 de la Ley 24.240 (32), o la obligación de asesoramiento que se pone en cabeza de algunos actores del mercado financiero, parecen *prima facie* más promisorios para el cuotapartista (33).

Ello se fortalece también por la analogía que inicialmente podría realizarse considerando las sentencias extranjeras que han condenado a entidades financieras que no informaron a los inversores de los riesgos vinculados a la adquisición de deuda soberana, luego *defaulteada* (34).

Acertadamente se ha señalado que en materia de derecho del consumo, la información debe ser eminentemente formativa (35). No se trata de atiborrar al destinatario de datos, sino de presentar las características del negocio que se le propone realizar, precisándole aquellas circunstancias que sean necesarias para que lo entienda cabalmente y para que pueda considerar sus ventajas y riesgos (36).

En este orden de ideas, se ha afirmado que el principio de información requiere en el mercado de capitales que aquélla resulte fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continuada e igual para todos (37).

Informar, sin embargo, es diferente de asesorar, y la existencia de una obligación de consejo no puede derivarse sin más de la interpretación del art. 4 de la Ley 24.240, y menos aún de la normativa específica de fondos comunes de inversión. Así, asesorar implica la realización de un análisis acerca de la conveniencia de la inversión considerando las circunstancias personales del ahorrista (38), claramente un escalón más allá de la provisión de información suficiente.

No dudamos de la vigencia de la obligación de información en cabeza de la sociedad gerente y/o depositaria respecto de potenciales inversores y actuales cuotapartistas. Sí, de la existencia de un deber de asesoramiento que pueda predicarse sin más de la actuación como gerente o depositaria de un fondo común de inversión, al menos de *lege lata* (39).

Volvamos al tema del derecho de información, e intentemos darle un sentido concreto para analizar la posible imputación de responsabilidad a la sociedad gerente y depositaria. Es importante señalar que, a diferencia de lo que ocurre en otras áreas del ordenamiento jurídico, en el derecho del mercado de capitales, el deber de información encuentra una expresión normativa clara, e idéntica conclusión cabe respecto de los fondos comunes de inversión (40).

Puede de *lege lata* sostenerse que el enfoque normativo requiere mejoras sustanciales (41), pero resulta muy difícil establecer un vínculo causal entre las obligaciones de información supuestamente incumplidas y la pérdida patrimonial subsiguiente a la crisis de 2001.

Poco tiene que ver en este punto el análisis de la jurisprudencia extranjera indicado anteriormente (42), en tanto la situación general no es la colocación de cuotapartes en el período previo a la crisis, aunque puedan reconocerse situaciones puntuales en los que los inversores fueron erróneamente informados acerca de las características y riesgos de las inversiones a realizar (43).

Pero la razón más importante por la cual la referencia a los deberes de información y —aceptado al sólo efecto discursivo— asesoramiento, resultan más sugestivos que concluyentes, se sigue de visualizar concretamente cuáles conductas fueron supuestamente omitidas por los órganos del fondo común de inversión.

En efecto, de nada sirve atribuir responsabilidad sobre una base teórica sin señalar que debió hacer el autor de la alegada conducta antijurídica.

¿Debió informarse a los cuotapartistas que "se preveía el default"? ¿La "pesificación"? ¿Quizá la existencia de una crisis económica y política sin precedentes? ¿Invitarse a los cuotapartistas a que rescataran de inmediato sus tenencias? ¿O que la Argentina no es un lugar confiable para administrar sus ahorros?

En rigor, varias de esas hipotéticas conductas hasta podrían considerarse antijurídicas, o al menos indeseables desde la perspectiva del costo social que implicaría reconocer su necesidad o legitimidad [\(44\)](#).

En síntesis, tampoco encontramos que el deber de información, o el más discutible de asesoramiento, permitan sustentar, salvo hipótesis marginales, una responsabilidad civil de los órganos del fondo común de inversión por los daños derivados de la "pesificación" —*lato sensu*— [\(45\)](#).

## **VI. Los alcances de "Mata Peña": quid del inversor que hubiera solicitado el rescate de sus cuotapartes**

"Mata Peña" acota su alcance al caso del cuotapartista que no hubiera manifestado su decisión de abandonar la comunidad de inversión mediante el ejercicio del derecho de rescate.

Cabe preguntarse si el análisis y las conclusiones respecto de la posición del cuotapartista varían sustancialmente en el caso de ejercicio previo del derecho de rescate.

En esta situación, se verifica una hipótesis legal de rescisión parcial del reglamento de gestión (contrato plurilateral), y no puede en puridad considerarse al ahorrista como cuotapartista del fondo común de inversión.

La situación cambia en el sentido de que el recurso al art. 3 de la Ley 24.083 para negar legitimación al cuotapartista pierde fuerza, en tanto —podría argumentarse— éste no estaría ejerciendo un derecho colectivo individualmente, sino controvirtiendo la naturaleza de la obligación de pago en cabeza de la sociedad depositaria, particularmente en los casos en que la moneda contractual del fondo común de inversión fuera una divisa.

Ahora bien, en tanto el pago del rescate es una obligación de la sociedad depositaria que se imputa al patrimonio del fondo común de inversión, o bien la situación revierte a la conclusión previa (no puede el cuotapartista ejercer su derecho de rescate en detrimento del resto de los comuneros), o bien la sociedad depositaria [\(46\)](#) podrá ampararse en la generosa acogida jurisprudencial sobre la validez de la pesificación, incluyendo a la de la propia Corte Suprema de Justicia.

Así las cosas, la suerte final del cuotapartista es equivalente: el ordenamiento jurídico, tal como éste ha sido diseñado por la normativa de emergencia e interpretado por la jurisprudencia, no da respuesta a su reclamo.

## **VII. A modo de síntesis y conclusión**

A propósito de lo resuelto por la Corte Suprema de Justicia en "Mata Peña", hemos analizado desde diferentes perspectivas la situación del cuotapartista de un fondo común de inversión perjudicado por la normativa de emergencia.

Por un lado, creemos que el marco normativo propio de los fondos comunes de inversión da un claro sustento a lo resuelto en "Mata Peña", en tanto la sociedad gerente tiene la representación legal y necesaria de los derechos correspondientes a los activos que integran el patrimonio del fondo común de inversión (art. 3, Ley 24.083).

La solución se apoya *aliunde* en la imposibilidad legal de realizar conductas que afecten la posición jurídica de los demás condóminos (arts. 2680 y ccs., Cód. Civ.), y la calificación del patrimonio del fondo común de inversión como patrimonio colectivo, con la consecuente subordinación del interés individual (art. 23, Ley 24.083 y 2715, Cód. Civ.).

Adicionalmente, revisamos posibles alternativas resarcitorias en incumplimientos de los deberes de gestión diligente por parte de la sociedad gerente, o información y asesoramiento a cargo de los órganos del fondo común de inversión.

En ese marco, el carácter de obligación de medios de la gestión del patrimonio ajeno, así como la calificación de mandatario de la sociedad gerente y los criterios generales de apreciación de las obligaciones de diligencia, no permitían sustentar reclamos por parte de los cuotapartistas.

Finalmente, concluimos en que el deber de información, y el más discutible deber de asesoramiento,

tampoco autorizaban a predicar la existencia de un derecho genérico a resarcimiento de los daños derivados de la normativa de emergencia y su aplicación a los fondos comunes de inversión.

Así las cosas, concluimos en que el ordenamiento jurídico no da respuesta al perjuicio sufrido por el cuotapartista, lo que no debería extrañar en tanto la normativa de emergencia no contemplaba excepciones relevantes para las inversiones en fondos comunes de inversión.

Cierto es que la situación puede juzgarse injusta, pero no lo es menos que tal calificación sería igualmente válida para la "pesificación" en general y su efecto redistributivo en detrimento claro de los acreedores [\(47\)](#).

(1) C.S.J.N., 11/12/2007, LA LEY, 20/12/2007, con nota de ABDALA, Martín, "Los derechos de los cuotapartistas de fondos de inversión y las leyes de emergencia".

(2) Aunque la doctrina había anticipado la solución que la Corte Suprema adoptaría en "Mata Peña" (infra, nota 4), la jurisprudencia ofrecía un panorama y variantes en sus soluciones que estaban lejos de ser uniformes. Ciertamente pesaba en la discusión el poco conocimiento de los magistrados (particularmente de primera instancia) sobre esta peculiar y escasamente litigiosa herramienta de ahorro colectivo, en un marco fáctico de miles de causas iniciadas simultáneamente por la "pesificación" de los depósitos bancarios, a los que erróneamente, de manera expresa o implícita, asimilaban. Ver referencias sobre antecedentes jurisprudenciales en FERNANDEZ ACUÑA, Pablo y ALONSO, Diego, "Fondos comunes de inversión. Acerca de su caracterización y operatoria de cara a su interpretación en la jurisprudencia", LA LEY, Sup. Act. 8/12/2004 y 14/12/2004; MALUMIAN, Nicolás y BARREDO, Federico, "Acciones de amparo por 'pesificación' contra fondos comunes de inversión: invalidez de la litis mal integrada", LA LEY, 6/8/2004. El trabajo de SCHVARTZ, Liliana, "Fondos comunes de inversión y corralito. Estado actual de la jurisprudencia" (elDial - DC821), reseña la posición jurisprudencial de las cinco salas del fuero contencioso administrativo federal a marzo de 2006.

(3) La opinión del Procurador General es de fecha 6 de junio de 2005, y contiene los fundamentos sustanciales que la Corte Suprema, casi 18 meses después, haría suyos.

(4) PAOLANTONIO, Martín E., "Los Fondos Comunes de Inversión y la emergencia económica", LA LEY, 2002-F, 1507. La doctrina había generalmente arribado a conclusión similar: ver por ejemplo ABDALA, Martín, "Emergencia económica y fondos de inversión", DJ, 2004-2-723; WETZLER MALBRAN, Germán, "Fondos comunes de inversión: recursos de amparo promovidos por cuotapartistas"; OYUELA, Francisco y CORBACHO María, "Fondos comunes de inversión", elDial - DCB20. Parecen no cuestionar la legitimación de los cuotapartistas MALUMIAN, Nicolás y BARREDO, Federico, "El fallo 'Massa' y las acciones contra los fondos comunes de inversión en plazos fijos", LA LEY, 2007-A, 1089.

(5) De hecho, la única obra integral que se refiere al régimen de la Ley 24.083 es de nuestra autoría: "Fondos comunes de inversión", Depalma, Bs. As., 1994 (la que está parcialmente desactualizada, principalmente por los cambios en la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores). Los estudios particulares tampoco abundan. Así, la búsqueda en el servicio online de esta publicación sólo genera 27 resultados, de los cuales apenas 15 son realmente específicos en la materia. Sólo 2 de los 238 resultados que arroja el query por frase exacta (singular o plural) en LexisNexis son trabajos dedicados a la materia. Con idénticos parámetros, encontramos 2 artículos en El Dial, y 1 en Microjuris. Y nuestra búsqueda "manual" en El Derecho sólo ubicó 4 artículos adicionales.

(6) Curioso nos parece en este sentido el argumento de Boico, que critica severamente el enfoque de la Corte Suprema (la indagación del marco jurídico específico de los fondos comunes de inversión) y señala que la disociación entre depositante del fondo común de inversión y el depositante "común", justificándose el distingo en precisiones conceptuales supuestamente aquiescentes con lo normativo, implica finalmente una violación del derecho de peticionar a las autoridades (BOICO, Roberto, "La trasgresión de la emergencia en la decisión recaída en los fondos comunes de inversión", LA LEY, 15/2/2008). No vemos realmente como el fallo podría prescindir de la regulación de los fondos comunes de inversión, y el argumento vinculado al derecho de peticionar se acerca a una petito principi: sólo si existiera un derecho podría sostenerse que "Mata Peña" violenta ese derecho constitucional. Y justamente lo que se discute, y la Corte Suprema niega, es la existencia de ese derecho. Así, la circularidad de la conclusión de Boico nos resulta manifiesta.

(7) Como dato positivo, la norma citada nos parece inapelable. Pero es interesante señalar que la falta de acción individual fue suplantada normativamente respecto de ciertas decisiones en materia de reprogramación de depósitos bancarios (Decretos 905/2002 y 1836/2002 —Adla, LXII-C, 2956; LXII-D, 4135) y su reglamentación mediante las Res. Gen. 411, 413 y 426 de la Comisión Nacional de Valores) y reestructuración de deuda pública (Decreto 1735/2004 —Adla, LXV-A, 137— y Res. General 475 de la Comisión Nacional de Valores). De ello puede colegirse que podría haberse conferido el derecho a accionar individualmente y de manera proporcional a la participación del cuotapartista en el fondo común de inversión. Ello, con buen criterio, por las razones que en rigor justifican el decisorio en "Mata Peña", no fue autorizado normativamente.

(8) Se estiman en 21.765.000 millones de dólares (o si se prefiere, 21.765 billones de dólares) los fondos administrados a nivel mundial por los mutual funds (denominación genérica en el mercado internacional que incluye a nuestros fondos comunes de inversión e instituciones análogas) al cierre de 2006 (2007 Investment Company Fact Book, disponible en <http://www.icifactbook.org>).

(9) Expresión que adoptamos como género para comprender las diferentes manifestaciones del ahorro colectivo voluntario, que en diferentes ordenamientos no sólo adoptan un nomen iuris particular, sino estructuras jurídicas diferentes (sociedad anónima, fideicomiso, etc.).

(10) Igual conclusión puede verse en LORENZETTI, Ricardo, "La protección de los mandantes frente a los administradores de fondos de pensión y de inversiones", JA 1996-I-886, y el Despacho "A" de las XV Jornadas Nacionales de Derecho Civil: Conclusiones (Mar del Plata, 26 al 28 de Octubre de 1995).

(11) Sobre el tema, ha puntualizado Galgano el fondo no es, técnicamente, objeto de una copropiedad de derecho común, toda vez que ninguna de las situaciones jurídicas características del condominio es aplicable. Los participantes del fondo no participan en la administración, íntegramente correspondiente a la sociedad de gestión. No son personalmente responsables de las obligaciones inherentes a la negociación de los títulos, que corresponde en nombre propio a la sociedad de gestión. No pueden reclamar la división del fondo, sino solamente el rescate de sus cuotas, y los acreedores —concluye Galgano— no pueden accionar sobre los activos del fondo, lo que también es una diferencia respecto del régimen condominial general (GALGANO, Francesco, "La società per azione", Cedam, Padova, 1984, p. 173. Sin la valla de la definición legal, lo que lógicamente permite una mayor amplitud de pensamiento, el autor expresa en otra obra ("El negocio jurídico", Tirant Lo Blanch, Valencia, 1992, p. 402) que "antes que a un condominio en el sentido del art. 1100, la locución legal "fondo común" alude a una forma de propiedad colectiva distinta de la copropiedad y caracterizada por el específico statuto previsto para ella por la ley especial y, en los límites de ésta, por el reglamento contractual del fondo a que se refiere el art. 2 de la misma ley".

(12) BONNEAU, Thierry, "Les fonds communs de placement, les fonds communs des créances, et le droit civil", "Rev. Trim. Droit Civil", enero-marzo de 1991, ps. 20 y 22.

(13) FRAGALI, cit. por GENTILE, Giulio, "Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante", Cedam, Padova, 1989, ps. 134 y 35, refiriéndose al patrimonio desapoderado del fallido, la administración judicial de sociedades por acciones, los bienes de menores bajo administración, etc.

(14) GUILLON, Antonio y DIEZ-PICASSO, Luis, "Sistema de derecho civil", 5ª ed., Tecnos, Madrid, 1991, p. 391.

(15) Esto es, vía una sentencia ejecutada contra el patrimonio del fondo común de inversión, o contra el patrimonio de la sociedad gerente y/o depositaria, que atento al explícito carácter de mandatarias de los cuotapartistas, tienen la potestad legal de resarcirse a expensas del patrimonio común (arts. 1946 y ccs., Cód. Civil).

(16) Que en otra oportunidad (ver trabajo citado en nota 4), identificamos como el "amparo como juicio ejecutivísimo", para subrayar así la desnaturalización del amparo y su conversión en un proceso de contenido patrimonial.

(17) Ver, con conclusiones diversas, ABDALA, Martín, "Resarcimiento de los inversores en títulos mobiliarios por la crisis económica del 2001", LA LEY, 2006-F, 997; BERCOFF, Eduardo y ACHKAR, Francisco, "Fondos Comunes de Inversión. La responsabilidad civil de las Sociedades Gerentes y Depositarias ante las pérdidas operadas como consecuencia del 'default'", LA LEY, 2005-C, 1164; MAZZINGHI, Marcos, "La responsabilidad de los administradores de fondos comunes de inversión", LA LEY, 2005-D, 1158.

(18) Se ha distinguido conceptualmente entre riesgo e incertidumbre, señalándose que "la incertidumbre existe siempre que no se sabe con seguridad lo que ocurrirá en el futuro. El riesgo es la incertidumbre que importa porque incide en el bienestar. Así pues, la incertidumbre es una condición necesaria pero no suficiente del riesgo. Toda situación riesgosa es incierta, pero puede haber incertidumbre sin riesgo" (BODIE, Ziv y MERTON, Robert, "Finanzas", Prentice Hall, 1ª ed., México, 1999, p. 216). Para nuestro estudio, no es necesario profundizar en esta cuestión.

(19) La importancia de la comprensión de la existencia, y voluntad de dominación del riesgo ha sido subrayada por Bernstein, quien ha expresado que "the revolutionary idea that defines the boundary between modern times and the past is the mastery of risk: the notion that the future is more



than a whim of the gods and that the men and women are not passive before nature"... "the ability to define what may happen in the future and to choose among alternatives lies at the heart of contemporary societies. Risk management guides us over a vast range of decision-making, from allocating wealth to safeguarding public health, from waging war to planning a family, from paying insurance premiums to wearing a seatbelt, from planting corn to marketing cornflakes" (BERNSTEIN, Peter, "Against the gods. The remarkable history of risk", Wiley, New York, 1996, ps. 1 y 2).

(20) La comprobación teórica de la diversificación como técnica de administración de inversiones corresponde a Harry Markowitz (Premio Nobel de Economía en 1990), en un artículo titulado Portfolio Selection, publicado en 1952. Más allá de una explicación técnica, la definición vulgar de la diversificación de riesgos es propia del saber popular, plasmada en el dicho "no poner todos los huevos en la misma canasta". En estos términos, FREDMAN, Albert y WILES, Russ, "How mutual funds work, New York Institute of Finance", New York, 1993, p. 10 expresan que: "this is the idea of spreading your eggs in more than one basket".

(21) ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph y JORDAN, Bradford, "Fundamentals of corporate finance", 3ª ed., Irwin, Chicago, 1995, ps. 345 y ss.

(22) Mientras el retorno en un portafolio diversificado será igual al promedio del rendimiento de los activos que lo componen, su volatilidad será menor a la volatilidad promedio de dichos activos. Para una explicación técnica del tema, que requiere conocimiento de algunas herramientas estadísticas, remitimos al desarrollo de BREALEY, Richard y MYERS, Stewart, "Principles of corporate finance", 4ª ed., McGraw-Hill, New York, 1991, ps. 131 y ss. La clave de la diversificación de carteras de inversión es la ausencia de correlación perfecta entre los activos que la integran, de modo tal que las variaciones de su rendimiento hagan menos riesgoso —volátil— al conjunto.

(23) En palabras de Brealey y Myers ("Principles...", p. 139) "if you have a single stock, unique risk is very important; but once you have a portfolio of 20 or more stocks, diversification has done the bulk of its work. For a reasonably well-diversified portfolio, only market-risk matters. Therefore, the predominant source of uncertainty for a diversified investor is that the market will rise or plummet, carrying the investor's portfolio with it".

(24) PAOLANTONIO, Martín E., "Responsabilidad civil ante las pérdidas por gestión en los fondos comunes de inversión os Fondos Comunes de Inversión y la emergencia económica", LA LEY, 2003-F, 891.

(25) Constituye un serio error de apreciación considerar que en los fondos comunes de inversión que operan exclusivamente con certificados de plazo fijo la posibilidad de pérdida de capital es inexistente, como lo señala Abdala (trabajo citado en nota 1) en su análisis de "Mata Peña". Baste pensar, sin necesidad de hipótesis de crisis extremas, en la insolvencia de alguno de las entidades financieras en la que se realizaron los depósitos, sin que opere al respecto el régimen de garantía legal. El caso podrá ser improbable, pero lejos está de poder afirmarse, sobre esta base, la inexistencia de riesgo, el que —insistimos— es inherente a la inversión financiera.

(26) Aunque modificaciones reglamentarias posteriores vía normativa de la Comisión Nacional de Valores hacen hoy imposible la integración exclusiva de un fondo común de inversión con certificados de plazo fijo, ello era legal al tiempo de la crisis, y de hecho la mayor parte de los fondos comunes de inversión correspondían a esta modalidad. Sigue vigente la regla legal que permite que un fondo común de inversión invierta el 100% de su patrimonio en títulos públicos, en tanto no se supere el 30% del patrimonio del fondo común de inversión en un valor negociable con idénticas condiciones de emisión (art. 7, Ley 24.083 y art. 16, Decreto 174/93 —Adla, LIII-A, 175—). El racional de esta norma, común en el derecho comparado, es que el riesgo primario de estos activos es la variación de la tasa de interés, y no el impensable default soberano. Esa justificación difícilmente sea comprensible para el ciudadano medio de nuestro país, pero no creemos que su eliminación resulte sencilla, en tanto el gobierno nacional ha tenido siempre el apetito de obtener recursos financieros del ahorro privado.

(27) Así, BERCOFF y ACHKAR, "Fondos..." citado en nota 17.

(28) Ver MAZZINGHI, "La responsabilidad...", citado en nota 17.

(29) PAOLANTONIO, Martín E., "¿Deben los administradores impugnar las resoluciones asamblearias inválidas?", LA LEY, 2007-E, 1349.

(30) Resumidamente, allí explicamos que el outcome bias implica juzgar una acción pasada sobre la base del resultado actual, en lugar de considerarla según las circunstancias existentes al tiempo de la toma de decisión. Sobre el tema en general, con indicación de su evidencia empírica, BARON, Jonathan y HERSHEY, John, "Outcome bias in decision evaluation", disponible en <http://www.sas.upenn.edu/~baron/judg.html> (visitado por última vez el 26/2/08). Puede verse también, refiriéndose al fenómeno análogo del hindsight bias, RACHLINSKI, Jeffrey, "A positive psychological theory of judging in hindsight", en SUNSTEIN, Carl, "Behavioral law & economics", Cambridge University Press, Cambridge, 2000, p. 95.

(31) Como ejercicio teórico, podrían imaginarse algunos escenarios en los cuales existiría una conducta antijurídica de la sociedad gerente que permitiría —presentes los demás recaudos del ilícito civil— imputarle responsabilidad por los perjuicios de los cuotapartistas. Así, por ejemplo: (i) posicionamiento especulativo en títulos públicos en el segundo semestre de 2001, que no resultare consistente con las políticas de inversión del fondo común; y (ii) quebrantamiento de los límites porcentuales de inversión previstos en la normativa y/o reglamento de gestión.

(32) La aplicación de la legislación de tutela del consumidor a la esfera de los fondos comunes de inversión la hemos sostenido ya hace un largo tiempo (PAOLANTONIO, Martín E., "Fondos comunes de inversión y protección del consumidor: una asignatura pendiente", El Derecho, 160-707) y no presenta hoy mayores discrepancias en doctrina, más allá de las lógicas discusiones acerca de su interpretación. Por otro lado, el Decreto 677/2001 (Adla, LXI-C, 2718) introduce la noción de "consumidor financiero", una especie que aunque en el ámbito subjetivo es más amplia que la prevista por la Ley 24.240, tiene sustanciales equivalencias y necesidades de tutela respecto de la del consumidor "tradicional" de esa normativa. Así, por ejemplo, la contratación predisuelta como mecanismo contractual, y la asimetría informativa, son circunstancias compartidas por ambas nociones jurídicas.

(33) ABDALA, "Resarcimiento...", citado en nota 17. Del mismo autor, "El consumidor en el mercado de capitales", en LORENZETTI, Ricardo y SCHÖTZ, Gustavo, "Defensa del consumidor", Bs. As., Ábaco, 2003, ps. 205 y ss.

(34) Referencias en Kemelmajer de CARLUCCI, Aida, "Responsabilidad de los bancos por errónea información ¿Puede un inversor ser consumidor?", "Revista de Derecho Privado y Comunitario", 2005-3, p. 81.

(35) FROTA, Mario, "Autorregulación: ventajas e inconvenientes", en "Estudios sobre Consumo", publicación del Instituto Nacional de Consumo, 1992, n° 24, p. 33.

(36) ABDALA, "El consumidor...", p. 211 con cita de doctrina alemana. Eliminamos de la transcripción el "todas y cada una" de las ventajas y riesgos, lo que creemos excesivo, en tanto es necesario informar lo relevante, y no perder lo sustancial en una maraña de detalles y disclaimers que poco hacen por lograr que se cumpla el mandato legal de una información "veraz, detallada, eficaz y suficiente" (art. 4, Ley 24.240).

(37) BERCOVITZ, Alberto, "El derecho del mercado de capitales", "Revista de Derecho Mercantil", 1987, p. 105.

(38) O como lo señala Abdala ("El consumidor...", p. 215), el asesoramiento incluye una combinación de explicaciones, sugerencias y recomendaciones que permitirán al cliente evaluar el negocio proyectado desde la perspectiva concreta de su situación patrimonial y financiera, y determinar su conveniencia y adecuación a sus expectativas de rendimiento económico.

(39) La conclusión puede no ser idéntica en el caso de la actuación de intermediarios en la colocación de las cuotapartes, situación en la cual existen indicios normativos que permitan sostener la existencia de un deber de asesoramiento (Normas de la Comisión Nacional de Valores, Capítulo XXXII, Sección XXXII.1).

(40) Así, por ejemplo, lo dispuesto por los arts. 27 y 28 de la Ley 24.083.

(41) Así lo manifestamos en nuestro trabajo citado en nota 32. Y aunque la situación ha cambiado con posterioridad, existe aun necesidad de mejorar el marco normativo en materia de información al público inversor. En particular, el anclaje del sistema normativo en el reglamento de gestión como pieza fundamental del deber de información precontractual, debería ser reemplazado o complementado por la utilización del prospecto, documento que por su estructura es más apto para que el inversor comprenda las características de un producto financiero, y es por otra parte el instrumento central del disclosure previo a la inversión para la mayoría de los valores negociables, tanto en la Argentina como en otros mercados.

(42) Supra, nota 34.

(43) La capacitación de los empleados bancarios en cuyas manos estaba la "comercialización" de cuotapartes de fondos comunes de inversión era realmente paupérrima en muchos casos, y nos consta haber presenciado explicaciones en las que los fondos comunes de inversión en depósitos bancarios eran promocionados como una alternativa con riesgo equivalente y mejor rendimiento que la colocación directa en plazos fijos. El problema en este punto es esencialmente de prueba, en tanto el material promocional escrito no contenía, obviamente, dicha errónea asimilación. Incidentalmente, vale señalar que las modificaciones al marco reglamentario, y la figura del idóneo (Normas de la Comisión Nacional de Valores, Capítulo XIV.1), han constituido un salto cualitativo en la información precontractual en la materia.

(44) En este orden de ideas, la "invitación" a rescatar en periodos de crisis sólo pone más presión vendedora en el mercado (o aumenta la "corrida bancaria" que pudiera existir), generando no sólo perjuicios para los inversores que mantienen sus posiciones, sino que además incrementa el riesgo sistémico de la expansión de la crisis. No negamos que la crisis argentina de 2001 obedeció a cuestiones de fundamento y no a una pérdida de confianza. Pero la posibilidad de ahondar una situación de crisis vía profecía autocumplida no es menor. Así se ha señalado que "la experiencia reciente sugiere que los mercados de divisas extranjeras también están insalubrementemente dominados por el seguimiento de tendencias de operadores profesionales que tienen la capacidad para crear crisis monetarias autopredicativas... un país sólido puede sufrir graves perjuicios económicos por una súbita y contagiosa pérdida de confianza" (CHANCELLOR, Edward, "Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera", Bs. As., Granica, 2000, p. 391, recordando la crisis mexicana y su "contagio" a economías sanas vía el denominado "efecto tequila").

(45) Por otro lado, desde la perspectiva de la teoría general de la responsabilidad civil, creemos que el nexo de causalidad entre los hipotéticos incumplimientos de los deberes de información y/o asesoramiento y los perjuicios sufridos se afecta por la presencia de un casus (art. 513, Cód. Civ.: el "hecho del príncipe" al dictarse la normativa de emergencia). Conclusión que se reafirma valorando lo dispuesto por la Ley 25.820, que hace incluso irrelevante la situación de mora para evitar la "pesificación" de las obligaciones. Esta normativa, ha sido legitimada por la jurisprudencia mayoritaria, e incluso la Corte Suprema de Justicia la ha considerado aplicable a deudas judiciales reconocidas por sentencia firme (C.S.J.N.,

14/8/07, LA LEY, 22/8/2007).

(46) Conclusión idéntica respecto de la gerente, eventualmente sujeta a la responsabilidad solidaria por los actos u omisiones de la depositaria, en los términos del art. 4 de la Ley 24.083. Y lo mismo vale para el deudor del activo financiero "pesificado" de propiedad del fondo común de inversión.

(47) Del tema nos ocupamos en PAOLANTONIO, Martín E., "La contratación privada y la emergencia económica: una perspectiva jurídica y económica", en Lorenzetti, Ricardo (director), Emergencia pública y reforma del régimen monetario, Bs. As., La Ley, 2002, ps. 224 y ss.



© La Ley S.A. 2008