

EL ACCIONISTA INVERSOR Y LA LEGISLACIÓN SOBRE DEFENSA DEL CONSUMIDOR

POR MARÍA CELIA MARSILI

Sumario

Se sostiene la inaplicabilidad de la Ley 24.240 y sus complementarias a los supuestos de adquisición de valores negociables con oferta pública y la conveniencia de incluir en nuestro ordenamiento un precepto que excluya expresamente al calificado como consumidor financiero del régimen que regula las relaciones de consumo.

I. El concepto de consumidor financiero

El concepto de consumidor financiero tiene como fuente el primer considerando del Decreto 677/01, cuyo objetivo ha sido introducir en el régimen legal argentino los principios del denominado "*corporate governance*".

Este decreto fue dictado por el PEN en ejercicio de la delegación facultada por la Ley de Emergencia Económica N° 25.414 y sus normas contienen el régimen argentino de transparencia de la oferta pública de valores negociables, han modificado la Ley 17.811 de oferta pública de títulos valores y constituyen la columna vertebral de la regulación del mercado de capitales. Ésta también se integra con las Resoluciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, en lo sucesivo citada como CNV, organismo de aplicación de la normativa y que, además, ejerce el control en todo el país de las emisoras que actúan en el ámbito de la oferta pública.

Según el primer Considerando del decreto citado, "resulta necesario asegurar la plena vigencia de los derechos consagrados en el artículo 42 de la Constitución Nacional, instaurando un estatuto de los derechos del "consumidor financiero", abordando

fundamentalmente los aspectos de transparencia en el ámbito de la Oferta Pública y avanzando en el establecimiento de un marco jurídico adecuado que eleve el nivel de protección del ahorrista en el mercado de capitales”.

La primera cuestión que se presenta al análisis es si puede considerarse incurso en el artículo citado de la Constitución Nacional al consumidor financiero y categorizar como tal a los inversores en el mercado de capitales, atento a que expresamente a ninguna de estas categorías se menciona en el texto constitucional. En efecto, éste se refiere a “los consumidores y usuarios de bienes y servicios”, quienes “tienen derecho, en la relación de consumo a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección y a condiciones de trato equitativo y digno.”

En este orden, comenzaremos por recordar que el consumidor financiero no configura un concepto legal o típico. Aparece en el Considerando primero del Decreto 677/01, mas no en su articulado. Más allá de que la CNV ha tomado en Resoluciones generales el concepto y ha citado en Resoluciones particulares el artículo 42 de la CN, tal como lo ha manifestado la doctrina¹, no ha provisto definiciones reglamentarias del concepto de consumidor financiero.

Es preciso, pues, delimitar el concepto de consumidor financiero en el marco de la legislación que lo contiene, directamente relacionado con las transacciones que se llevan a cabo en el mercado de capitales.

Así, debe distinguirse al consumidor de servicios financieros o bancarios de los inversores en el mercado de capitales, ya que en su literalidad los términos “consumidor financiero” podrían alcanzar a dichos servicios. Sin embargo, es del caso señalar que el consumidor de servicios financieros contrata diversos servicios: cajas de seguridad, cuenta corriente, caja de ahorros y otros. Estas contrataciones se realizan generalmente bajo contratos de adhesión y el cliente, de ordinario, carece de conocimientos profesionales o experiencia suficiente para acceder a los presupuestos técnicos de las operaciones que realiza y es consumidor final de los productos sobre los que contrata. Todas estas pautas lo colocan en el campo del derecho del consumidor y de la consiguiente aplicación de la Ley 24.240 y

¹ Paolantonio, Martín E. “¿El consumidor financiero es consumidor? En *La Ley* del 22 de marzo de 2010, especialmente punto 4.

por ello ha tenido consagración legislativa por conducto de la Ley de Reforma 26.361². Nótese, además, que el consumidor de servicios financieros no cuenta con un estatuto específico para su tutela, fuera de los preceptos de la Ley de Defensa del Consumidor. No corresponde, pues, asimilar al consumidor de servicios financieros con el consumidor financiero previsto en el Considerando 1° del Decreto 677/01.

Entendemos que el Decreto ha utilizado expresamente la terminología “consumidor financiero” para comprender con esta denominación a una gama de inversores que actúan en el mercado no sólo como tenedores de acciones sino comprensiva de otros productos financieros tales como futuros, opciones, bonos, obligaciones del Estado y letras del Tesoro. En definitiva, como ha señalado un autor las palabras “consumidor financiero” funcionan como un comodín lingüístico³.

Entre los sujetos que pueden considerarse incluidos en la categoría de consumidores financieros se encuentra, sin duda, el accionista inversor, que en los casos de mercados de capitales desarrollados se limita a la mera vigilancia de la distribución de los dividendos que le corresponden con desapego respecto de la pertenencia al sujeto sociedad, que se traduce en la rotación de las personas componentes de la sociedad, en cuanto desplazan su inversión de uno a otro sujeto, según las alternativas bursátiles. No obstante, cabe señalar que, con la adquisición de acciones, el inversor se convierte en socio y aunque no participe en la gestión corre el riesgo empresarial, particularidad ésta que no parece armonizar con la relación de consumo.

En punto específico al “accionista inversor” la doctrina ha señalado que constituye un supuesto específico de consumidor, y que las leyes regulatorias del mercado de capitales se plantearon el objetivo de dotar de una organicidad sistemática mínima a los

² Conforme, Grigioni, María G. en “¿La protección del consumidor financiero en la oferta pública se garantiza exclusivamente por las normas que son propias de la oferta pública o debe recurrirse a la Ley de Defensa del Consumidor?”. En Cabanellas de las Cuevas, Guillermo (Director). *Mercado de Capitales*. Ed. Heliasta, Buenos Aires, 2009, p. 714. Cabe, sin embargo señalar que pudo dicha Ley de Reforma ser más explícita en el sentido indicado, ya que el Capítulo VIII en su título encuadra a la regulación como “De las operaciones de venta de crédito”, si bien el artículo 36 que establece los requisitos a cumplir menciona a “las operaciones financieras para consumo y las de crédito para el consumo.”

³ Paolantonio, op. cit., Punto I.

instrumentos normativos de su tutela capaz de formalizarse bajo el esquema de un "estatuto del accionista inversor".⁴

Este inversor puede ser inexperto o bien puede contar con asesoramiento profesional. Tanto en uno como en otro caso, se ha señalado que, para las disposiciones tuitivas de la legislación sobre mercado de capitales, ambas clases de inversores se encuentran en iguales condiciones de protección. Cabe señalar que el inversor que acude a un asesor tiene con éste una relación de consumo y su protección en el régimen respectivo. Pero, frente al emisor, no tiene relación de consumo.

Otro supuesto específico a considerar es el de los denominados inversores calificados "*qualified institutional buyers*" y que se distinguen del inversor ahorrador pequeño o no profesional. Se comprende en esta clase a inversores institucionales y profesionales y a personas físicas que, por su capacidad patrimonial, se considera que deben integrar la categoría⁵.

Va de suyo que revestir la calidad de inversor calificado no importa cercenar su protección ya que su tutela queda garantizada mediante el régimen de obligaciones que se impone a quienes actúan en el mercado de capitales como colectores del ahorro mediante la emisión de valores negociables.

Otro supuesto a considerar es el de los tenedores de cuotas partes de fondos de inversión quienes, al adherir al reglamento de gestión se encuentran en una situación similar a la del consumidor de servicios financieros, ya que generalmente desconocen las decisiones que adopta la sociedad gerente. Es por ello que la CNV ha dictado Resoluciones, entre ellas la N° 526 por la que crea el Registro de Idóneos de consulta pública para que el público conozca a los sujetos habilitados con actuación en los fondos.

II. Tutela del consumidor financiero en la legislación argentina sobre mercado de capitales

Ante todo ha de recordarse que la intervención pública en la tutela del ahorrista o inversor en el mercado de capitales es

⁴ Fernández Pérez, Nuria. *La protección jurídica del accionista inversor*. Colección Monografías Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, España, 2000, p. 33.

⁵ El artículo 101 de las Normas de la CNV contempla la categoría, advirtiéndose mayor protección para quienes toman decisiones individuales, sin asesoramiento: Paolantonio, op. cit., Punto 8.

históricamente anterior al nacimiento de la disciplina del derecho del consumidor.

Las leyes de transparencia más recientes establecen en todos los países normas similares para regular los deberes y obligaciones de quienes emiten y ofrecen valores negociables, en protección del inversor.

En nuestro país esta protección deriva de un conjunto normativo que integran normas de diversa categoría. La Ley 19.550 y la Ley 17.811 de regulación integral del mercado de capitales, que en 2001 recibe modificaciones estructurales por vías del Decreto 677/01.⁶ El conjunto normativo a que hicimos referencia se integra con las Resoluciones de la CNV, algunas dictadas con anterioridad a la sanción del Decreto 677/01, que reforzó las medidas de tutela para quienes invierten en el mercado de capitales.

En el régimen de protección de inversores, las normas citadas contienen disposiciones especialmente diseñadas para la tutela. Así, a título de ejemplo pueden citarse en la Ley 19.550 las referidas a la protección del accionista minoritario, a la responsabilidad de los integrantes del órgano de administración y las protectivas del capital social, entre otras. En cuanto a la Ley 17.811, según texto del Decreto 677/01, y éste último, en el tratamiento de la transparencia, regulan prolijamente el deber de información de administradores, gerentes, síndicos e intermediarios y comprende una variada gama de situaciones. En el caso particular de las emisiones se ha previsto la designación por los emisores de un responsable de relaciones con el mercado, ello sin perjuicio de la responsabilidad de administradores y otros intervinientes. También con igual propósito se exige información sobre los pactos o convenios de accionistas, cualesquiera fuere su forma y la naturaleza del acuerdo de que se trate.

⁶ No se entra al análisis de la legitimidad del Decreto que ha recibido objeciones doctrinarias e impugnaciones judiciales de inconstitucionalidad que, por sus alcances no han alterado hasta ahora, la continuidad en la aplicación del Decreto. Puede consultarse sobre el asunto "Mercado de capitales", Autores Marsili, M. C. (Directora); Araya, Miguel; Farhi de Montalbán, Diana; Bacqué, Eduardo; Peláez, Enrique; Lucarelli Moffo, Ricardo y Dall'Asta, Gabriela. p. 15 y siguientes, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2003. Malumian, Nicolás y Barredo, Federico A. "Oferta Pública de Valores negociables", Buenos Aires, Lexis Nexis, 2007, p. 203 y siguientes.

En el mismo sentido, la regulación del deber de guardar reserva que se aplica a administradores, gerentes y síndicos que tengan información sobre hechos que, por su importancia, sean aptos para afectar la colocación de valores y comprende el deber de abstenerse de negociar hasta que la información tenga carácter público.

Mención expresa corresponde para los nuevos deberes que el Decreto 677/01 ha introducido al deber de lealtad y diligencia de los administradores, entre ellos, el que establece que el interés social de la emisora debe prevalecer sobre todo otro interés, y otros que se refieren a aspectos relativos a la gestión que llamamos deber de diligencia.

Se destaca que, respecto de la apreciación de estas conductas y modificándose las reglas de la Ley 19.550 por el Decreto 677 para las sociedades que emiten acciones con oferta pública, se ha dispuesto la inversión de la carga de la prueba en los casos de imputación de responsabilidad. Es decir, es el administrador quien debe probar la lealtad y diligencia en el cumplimiento de sus deberes.

Estructural para el afianzamiento del principio de transparencia es la prohibición para administradores de utilizar información privilegiada en el sentido de todo dato que pueda influir en el precio del mercado.

También se establecen en el régimen sobre transparencia obligaciones específicas para los agentes intermediarios que intervienen en las colocaciones.

En cuanto al prospecto todos los intervinientes en una emisión son responsables de la información volcada en el prospecto para ofrecer públicamente en el mercado los valores negociables y de los errores que pudiera presentar la información esencial, que es la que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta.

El plexo normativo someramente descripto es demostrativo de que se ha creado un estatuto diferenciado y específico para los inversores que actúan en la oferta pública. La regulación, además, establece sanciones y otorga a la autoridad de control, CNV, facultades para poner en ejecución los deberes y obligaciones mediante el dictado de resoluciones generales y particulares y la aplicación de sanciones.

III. *La Ley de Defensa del Consumidor, el régimen de la oferta pública y el consumidor financiero*

La Ley del Consumidor N° 24.240 ha recibido una reciente e importante modificación por conducto de la Ley N° 26.361⁷. De gravitación para la cuestión objeto de estudio es el artículo 3° de la ley, según su texto reformado. Con el acápite "Relación de consumo. Integración normativa. Preeminencia", tras definir a la relación de consumo como el vínculo jurídico entre el proveedor y el consumidor o usuario, dispone la integración con las leyes de Defensa de la Competencia (25.156) y Lealtad Comercial (22.802), ya prevista en el texto original del artículo, así como la preferencia en la interpretación, en caso de duda, a los principios más favorables para el consumidor. El agregado de la ley reformadora establece que, aún cuando el proveedor (que en nuestro caso sería la sociedad emisora), por la actividad que desarrolla, esté alcanzado por otra normativa específica (la de mercado de capitales) se rige por la Ley del Consumidor. En consecuencia, puede interpretarse que en tales casos debe cumplirse con ambos regímenes.⁸

El precepto comentado, en articulación con la situación de los inversores en el mercado de capitales, al no encontrarse expresamente declarada la inaplicabilidad de la Ley de Defensa del Consumidor para aquél, puede plantear dificultades interpretativas en orden a la pertinencia de su subsunción en dicha normativa, aun encontrándose el supuesto alcanzado por la legislación propia.

En este orden, cabe analizar distintas situaciones que revelan la incompatibilidad entre el accionista inversor y las características del consumo y de su régimen. Así, se ha observado que al adquirir las acciones el inversor se convierte en socio, encontrándose la rentabilidad directamente vinculada a la existencia de riesgo y en cuanto a la negociabilidad, carácter esencial de las acciones que cotizan en bolsa, no armoniza con el requisito de destinatario final que caracteriza al consumidor. Tampoco se presenta como pertinente la aplicación, a la hipótesis planteada, del artículo 10 bis de la Ley 24.240, no modificado por la reforma. Éste prevé el incumplimiento del contrato por el proveedor y, entre otras facultades del consumidor, lo habilita

⁷ Para un desarrollo de temas relativos a las reformas introducidas por la Ley 26.361 pueden consultarse los trabajos reunidos en el Suplemento especial de *La Ley* sobre "Reforma a la Ley de Defensa del Consumidor de abril, 2008.

⁸ Ver Molina Sandoval, Carlos A. "Reformas sustanciales", publicado en el Suplemento especial de *La Ley*, citado en nota 7.

a aceptar otro producto o prestación de consumo equivalente. Otro tanto ocurre en el caso de las garantías del artículo 11 reformado por los “defectos o vicios de cualquier índole, aunque hayan sido ostensibles o manifiestos al tiempo del contrato cuando afecten la identidad entre lo ofrecido y lo entregado, o su correcto funcionamiento.”

Otra incompatibilidad manifiesta con el régimen del consumo se revela en la compra del paquete de control. En este caso, nos encontraríamos con un supuesto que no tiene identidad con el del accionista meramente inversor, ya que el adquirente de control para el cumplimiento de sus objetivos precisa actuar en la gestión de la sociedad a la manera del denominado socio empresario, reforzándose así, a su respecto, el elemento del riesgo empresario y de la colocación de capital que alejan al supuesto del consumo.

Consideraciones finales

La aplicabilidad de la normativa sobre el consumidor a los supuestos considerados aparece, a nuestro juicio, claramente desplazada a resultas de la especificidad de las reglas de la Ley 17.811 en su texto según Decreto 677/01 y por las normas de éste último relativas a la transparencia. Sin embargo, debido a la utilización de la terminología “consumidor financiero” cabe plantear la conveniencia de un precepto legal expreso ante los conflictos que podrían presentarse en la práctica, de asumirse una identificación plena del concepto consumidor que traería aparejada la aplicación de la legislación sobre el consumo y sus complementarias, cuando el estatuto del consumidor no ha siquiera mencionado al ahorrista que acude al mercado de capitales.

Abona esta interpretación la circunstancia de haberse contemplado en la legislación sobre mercado de capitales, de manera integral la situación de los inversores y aun los recursos para dirimir las cuestiones que pueden presentarse entre ellos y las emisoras. Además, el particularismo en el tratamiento legal del consumidor financiero, con arreglo a las características propias del objeto de la relación, como ocurre en el supuesto que consideramos, favorece su tutela.

En este orden, las disposiciones de la Ley de Defensa del Consumidor no pueden válidamente sustituir o coexistir con el sistema de normas configurativas del estatuto del consumidor financiero que establecen la Ley 19.550, la Ley 17.811, el Decreto 677/01 y las Normas de la CNV para la adecuada tutela de los inversores.