

Responsabilidad por mal asesoramiento en el mercado de capitales

Por Lanús Ocampo, María Cecilia

Publicado en LA LEY 2009-C, página 1221.

Sumario: SUMARIO: I. Introducción. - II. El "rol" del mercado de capitales. - III. El mercado de capitales "perfecto". - IV. El inversor individual (ahorrista) en el mercado de capitales. - V. El inversor bien informado. - VI. Responsabilidad civil del agente intermediario por mal asesoramiento al inversor en el mercado de capitales. - VII. Para concluir: Las consecuencias de posibles excesos regulatorios. Nuevamente el inversor - ahorrista vs. el agente intermediario asesor. - VIII. Conclusión.

La políticas implementadas sobre transparencia tienen como objetivo brindar la información necesaria para facilitar y lograr eficiencia en las decisiones de contratación de productos financieros. El trabajo tiene por objeto tratar acerca de la importancia de la información que se entiende como de carácter relevante para el inversor y esboza parámetros de responsabilidad hacia el agente intermediario (agente bursátil, traders, brokers o investment bankers) por mal asesoramiento al inversor en la oferta pública.

I. Introducción

En nuestro mercado financiero comienza a cobrar cierto vigor los temas relacionados con lo que se pasó a denominar "derechos del consumidor financiero (1)" referido al mercado de capitales, en particular a partir del Decreto N° 677/01 (Adla, LXI-C, 2718) (2). Allí se recepta expresamente un régimen de transparencia y protección al público inversor (ahorrista) en instrumentos de oferta pública, que responde a una agenda política dedicada a fomentar la confianza y seguridad en el mercado y atraer capitales a nuestra economía.

Es así que se plantean y diseñan cuerpos normativos que buscan incentivar la transparencia y buenas prácticas de gobierno corporativo en el mercado siguiendo y receptando recomendaciones internacionales en dicho sentido. Todo ello a fin de fomentar y propender a un mayor desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales, de modo que cumpla la función económica de permitir la asignación directa del ahorro a la inversión.

Permítanme en este punto abstraerme y dejar de lado todo comentario en el presente trabajo acerca de la crisis sufrida posteriormente a la sanción del Decreto N° 677/01 y hacer un salto en el tiempo y ubicarnos en los últimos cuatro años a la fecha. Es en esta época cuando se renueva el impulso a reglamentar los lineamientos que hacen a una política de transparencia en el mercado de capitales argentino. En esta línea la Comisión Nacional de Valores sanciona las Normas (N.T. 2001 modif.), la Resolución General 470/04 y la reciente N° 529/08.

Todas estas reglas están destinadas a elevar el grado de conducta de los participantes a fin de propender a una protección del ahorrista o consumidor financiero.

Ahora bien, la ponencia no entra en el análisis de dicho orden legal, sino que, indaga en torno a los siguientes interrogantes: ¿qué entendemos por protección al ahorrista - consumidor financiero en el mercado de capitales? ¿Cuál es la información que debería llegar a manos del inversor al momento de tomar su decisión de invertir? ¿Cuáles son los parámetros de responsabilidad del agente intermediario asesor (3)?

II. El "rol" del mercado de capitales

Ha menester hacer una breve pero necesaria referencia al rol primario y fundamental que cumple la existencia del mercado de capitales en la economía.

Es así que, el proceso de canalización de ahorros hacia la inversión se produce -en gran parte- por medio del mercado de capitales; en el cual la oferta de ahorros está dada por sujetos -inversores- que buscan colocar fondos excedentes, y la demanda por quienes tienen proyectos o planes de inversión -la sociedad emisora-.

¿Cómo se instrumenta el proceso de canalización mencionado? Básicamente por contratos. Son contratos de transferencia de recursos, léase contratos de deuda y de participación en el capital (4).

Es síntesis, la inversión necesita financiarse a través de los ahorros, internos o externos, que se conducen a través del mercado de capitales.

Hasta aquí, la teoría. Pero..., lo cierto es que cuando nos detenemos a pensar acerca de las posibles alternativas de financiamiento para quienes tienen proyectos o planes de inversión nuestro mercado ofrece un muy acotado ámbito en donde ir a buscar y hacerse del capital, considerando que es el acceso a la financiación vital para la vida de la empresa y de la economía toda.

Así las cosas, las consecuencias que trae consigo carecer de financiamiento adecuado son empresas y economías empobrecidas. Sencillamente no se podrá llevar adelante proyectos de inversión que generen valor para la empresa y la sociedad.

Por ejemplo ¿Qué alternativas de financiamiento tiene una Pyme en nuestro país?

Los estudios nos muestran (5) que la principal fuente de financiamiento de las empresas PyME en Argentina es la reinversión de utilidades.

En países desarrollados, el financiamiento promedio de empresas representa el 18.9% en instrumentos de deuda, 9.9% en emisión de acciones, y 71.1% en reinversión de ganancias.

En América Latina, el 80.6% del financiamiento proviene de la reinversión de ganancias, mientras que sólo 7.4% surge del crédito de bancos.

En Argentina el 79% proviene de la reinversión de ganancias y el 6.9% de crédito bancario. Por su parte la Cámara Argentina de Comercio en un estudio señala que para el 69% del sector la principal fuente de financiamiento es la reinversión de utilidades, mientras que para un 30% los proveedores representan una fuente relevante de financiamiento (6).

En efecto, al financiarse las empresas con reinversión de utilidades -capital propio-, la tasa de crecimiento en consecuencia va a ser muy baja.

Si bien se habla hasta el hartazgo de la insuficiencia y dificultad de financiamiento para la empresa en nuestro país, poco es el esfuerzo intelectual comprometido y dedicado a analizar tales causas, dejándose engeguercer al legislador por escenarios coyunturales y muchas veces incorporando a modo de medicina instrumentos, promociones y franquicias que resultan un placebo. Dejando de lado un real compromiso a estudiar en profundidad, conocer y comprender el sano mecanismo del mercado de capitales como sistema y cómo es que éste se desarrolla (7).

III. El mercado de capitales "perfecto"

Como dice el Profesor Barugel (8): *"cuando se inicia un posgrado en finanzas, el punto de partida de análisis de la teoría de las finanzas corporativas es el estudio de lo que se denomina Mercado de Capitales Perfecto. En este laboratorio no existen costos de transacción; los individuos pueden prestar o endeudarse a una única tasa, la cual es la misma que enfrentan las empresas; el mercado de capitales es competitivo, no existen costos de quiebra, de cumplimiento, no existen impuestos; no existe ninguna asimetría en la información; todos los participantes tienen la misma información y la utilizan bien"*.

Es obvio que dicho mercado en la realidad no existe, pero... (!) hay en realidad y existen mercados de capitales que se acercan más a ese modelo y otros que están más alejados de él.

¿Qué sucede cuando un mercado está muy alejado de aquel modelo? ¿Qué sucede cuando un mercado no es organizado?

Desde la perspectiva del inversor, entre otras cosas, las partes no maximizan su tiempo, las asignaciones no responden a un criterio de eficiencia, hay información asimétrica (9), mayores costos de transacción (10) y escasa transparencia; todo ello se refleja en una débil protección del inversor, acompañado de condiciones de seguridad y confianza no satisfactorias.

Desde el punto de vista de la empresa, se generan incentivos perversos para buscar valor por el lado de las decisiones de financiamiento (cambios en la estructura de capital), en tanto que estas acciones son generalmente un juego de suma cero para la sociedad en su conjunto (11).

¿Cuál es el diagnóstico en el mercado de capitales argentino? En este punto seguiré un trabajo reciente del profesor Dapena, que si bien tanto testimonio y conclusiones se refieren a empresas PyME en Argentina, creo relevante citar las conclusiones del trabajo. Por cuanto en nuestro mercado son esas empresas las más presentes y las que mayores problemas de financiamiento presentan, de modo que el desarrollo del mercado de capitales para las mismas es de singular relevancia. En este sentido el autor señala que: *"la evidencia demuestra que la reinversión de ganancias representa una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas PyME en Argentina y el problema que le presenta a la economía esta situación es que puede dar lugar a un racionamiento del crédito, donde la inversión realizada está restringida a la generación de ahorros por parte de las empresas, ya que no cuentan con potenciales fuentes externas que les permita aprovechar al máximo todas las oportunidades de inversión. En consecuencia, de estar dificultadas las firmas de acceder al financiamiento externo, sus posibilidades de crecimiento se ven acotadas, ya que sólo cuentan principalmente con fondos propios para financiar sus inversiones, lo que limita su capacidad de acumulación de capital y por ende de crecimiento de la economía"* (12).

En síntesis, el resultado son empresas con dificultad para incorporarse y demandar recursos para su financiamiento por medio del mercado de capitales.

IV. El inversor individual (ahorrista) en el mercado de capitales

Los sujetos que poseen capital excedente (ahorros) y lo destinan o canalizan en el mercado de capitales serán a quienes se denominarán "inversores"[\(13\)](#).

¿Todos los inversores son iguales? ¿Todos buscan idéntico riesgo para sus inversiones?

Los inversores son sujetos con preferencias diversas y es, a través del mercado de capitales, que canalizan sus preferencias (léase riesgo, tasa de interés [\(14\)](#), plazo, tipo de activo financiero, sea que represente deuda o capital u otro tipo de activo financiero [\(15\)](#), monto de la inversión, diversificación, liquidez, complejidad, garantías, covenants [\(16\)](#), sector o industria de la economía, etc)

Todos buscan en una operación financiera obtener los mayores rendimientos posibles corriendo el menor riesgo. Los inversores no son indiferentes al riesgo, sino que requieren una compensación por asumirlo. Siendo eso así, la mayoría de las personas estarán dispuestas a aceptar un menor rendimiento esperado a cambio de ver reducido su exposición al riesgo. Es por ello que los mercados de capitales ofrecen distintas oportunidades y cada agente puede elegir la combinación de "riesgo - rendimiento" que más se adapte a su preferencia.

En la práctica, son los agentes *bursátiles, traders, brokers o investment bankers*, quienes asesoran al ahorrista - inversor respecto del tipo de inversión más conveniente de acuerdo a las pautas (necesidades y expectativas) y perfil (de plazo, riesgo, etc) del inversor.

En lo que hace al inversor individual, evaluará y optará por la inversión -respecto de las diversas alternativas que se ofrecen- que se adecue más a sus expectativas y necesidades, teniendo en cuenta para ello factores tales como el retorno requerido, que se trate de un título que le proporcione liquidez en el supuesto de querer deshacerse de la tenencia, etc.

¿Cómo llego a una protección adecuada del inversor donde hasta lo dicho existen preferencias tan asimétricas? Entiendo por protección adecuada o satisfactoria un ámbito donde la información al inversor llegue a su conocimiento de modo claro, completo y le resulte asequible [\(17\)](#).

V. El inversor bien informado

Prima facie, un inversor debe conocer la naturaleza del mercado de capitales. Un inversor bien informado debe contar con la mayor cantidad posible de información acerca del mercado, su situación, de los intermediarios, de los emisores, y valores por ellos emitidos, para tomar decisiones inteligentes y racionales de inversión. Un inversor que cuenta con la información necesaria, oportuna y fidedigna tomará mejores decisiones.

¿Cuál es la información relevante para el inversor?

Toda información relevante surge del prospecto de emisión de los títulos. Esta documentación cuenta con todos los datos de importancia respecto del emisor y de la

emisión; es decir, quién es el emisor, antecedentes, su historia, su calidad crediticia, carácter de la emisión, monto, plazo, tasa de interés, garantías, reestructuraciones, etc. En nuestro país, la obligación del emisor de preparar el prospecto y difundirlo está contemplada por el art. 31 de las normas de la Comisión Nacional de Valores y el art. 35 del Decreto N° 677/01 [\(18\)](#).

Asimismo, en el capítulo V del Decreto N° 677/01, art. 18 establece en cuanto al contenido de publicidad de información de las operaciones a disposición del público, teniéndose que informar la identidad del valor negociable, la cuantía, el precio y el momento de perfeccionamiento, la identidad de los intermediarios del correspondiente mercado que hubieran intervenido en ellas y el carácter de su intervención.

En lo que hace a la publicidad, propaganda y difusión, se propicia que ésta no induzca a error, equívoco o confusión (conf. Art 19, Decreto N° 677/01); que no contenga declaraciones, alusiones, nombres, expresiones o descripciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre la naturaleza, precio, rentabilidad, rescate, liquidez, garantía o cualquier otra característica de los valores negociables, de sus sociedades emisoras, de los contratos a término, de futuros y opciones respectivos o de los servicios que se ofrezcan. Además de sancionar en los términos del art. 10 de la Ley N° 17.811 (Adla, XXVIII-B, 1979) y sus modificaciones la difusión de noticias falsas (conf. Art 219, Decreto N° 677/01).

En la reciente Resolución General N° 529/08, "*Código de protección al Inversor e Informe explicativo a ser publicados por parte de entidades bajo jurisdicción de la CNV*", se establece la necesidad de definir adecuadamente los objetivos de inversión, perfil de riesgo y nivel de tolerancia al riesgo, asimismo los intermediarios actuantes en la oferta pública, deben categorizar y conocer los clientes mediante la elaboración y realización de un cuestionario a fin de clasificar en función de conocimientos y de su experiencia en el manejo de inversiones en el mercado de capitales.

Ese cuestionario busca facilitar al intermediario la tarea de detectar cuáles son las necesidades del potencial inversor, acción que resulta de fundamental importancia en la relación entre el inversor y el intermediario, en la medida que permite a ambos contar con mayor grado de precisión de la información en forma previa a la indicación y/o registración de una orden que efectivamente será canalizada a través del mercado de capitales [\(19\)](#).

Entiendo en esta tesitura, que el derecho a la información del inversor en cuanto consumidor del mercado de capitales requiere que cuando un inversor decide una inversión haya sido debidamente informado, y ello supone la obligación de poner al alcance del inversor toda la información que crea -a su leal saber y entender- conveniente, a la vez de cumplir con dos requisitos fundamentales: claridad y precisión.

En este sentido se ha señalado en cuanto al alcance del deber de informar al inversor que éste significa explicarle las características del negocio, precisándole aquellas circunstancias que sean necesarias para entender y poder considerar ventajas y riesgos. En síntesis, se pretende una cabal comprensión del negocio. Las razones legales de esta tesis se encuadran en el art. 4 de la Ley N° 24.240 de Defensa del Consumidor (Adla, LIII-D, 4125) [\(20\)](#).

El estándar, entiendo, es el de un “inversor bien informado, razonable y prudente”, y que quien lo asesora debidamente, léase quien da un consejo, parecer u opinión profesional y especializada, transmite con toda claridad la relación histórica de riesgo y retorno que se ha observado en el portafolio elegido haciendo notar que obviamente las performances pasadas son los mejores estimadores de resultados futuros, pero que no garantizan los mismos ya que esta incertidumbre se deriva precisamente de la característica de inversión de riesgo.

VI. Responsabilidad civil del agente intermediario por mal asesoramiento al inversor en el mercado de capitales

Si bien es práctica generalizada que el inversor otorgue su consentimiento -y de algún modo informado- al intermediario financiero, en cuanto a que conoce y ha evaluado los riesgos que implica la inversión en determinados productos financieros. Con más o menos complejidad se prevén cláusulas como que: "...el inversor cuenta con los conocimientos y la experiencia en materia financiera y de negocios, necesarios para evaluar las ventajas y los riesgos que implica una inversión determinada, como así también se encuentra capacitado para afrontar el riesgo económico que conlleva la inversión" (!).

Todo ello a modo de limitar la responsabilidad en el asesoramiento en inversiones financieras, no obstante y como ha de pensarse, no es óbice legal para analizar la conducta del asesor. Y, en el caso de configurarse responsabilidad, dicha cláusula servirá al solo efecto de moderar aquélla, sin que de ningún modo soslaye el alcance de responsabilidad, llegado el caso.

Pues bien, ¿cuándo se configura responsabilidad?

Entiendo que se configura la responsabilidad, ya sea por información errónea, confusa, engañosa, inexacta o insuficiente, y que la base para el análisis a los fines de determinar dicha responsabilidad serán los prospectos y toda aquella información o datos que se haya puesto al alcance o en conocimiento del sujeto inversor o que debió dar a conocer el asesor.

Fundamenta esta tesis en que la captación del ahorro en el mercado de capitales exige la tutela del inversor (ahorrista) individual [\(21\)](#), y ello se materializa en el derecho a la información que el mismo posee.

¿Qué sucede en el caso de haber falencias en el estándar de información que debió conocer el inversor? Entiendo que recae en cabeza de los agentes bursátiles, traders, brokers o investment bankers probar que el inversor (ahorrista), de conocer la información completa, no cambia la posición ni la composición de su cartera de inversión.

En esa línea argumental, tal como sostuve en un trabajo anterior [\(22\)](#), al analizar oportunamente la responsabilidad de un banco de inversión por mal asesoramiento al inversor en títulos de la deuda soberana, nuestro ordenamiento no ha incorporado normas específicas de responsabilidad civil por información equívoca, falsa, o inexacta, razón por la cual, en materia de asesoramiento a inversores debemos remitirnos al régimen general de responsabilidad bancaria - financiera que surge del contrato entre las partes, conforme al art. 1198 del Código Civil, y al derecho de información al consumidor, que abarca a los inversores. En este orden los inversores en la oferta pública -en un todo de acuerdo a la doctrina mayoritaria y jurisprudencia

(23)- son considerados "consumidores financieros" y en consecuencia protegidos por la ley N° 24.240.

Toda vez que se trata de la captación del ahorro público destinado a la inversión en el mercado de capitales, se puede concluir en que -en el derecho del mercado de capitales doméstico y foráneo- hay hoy dos principios fundamentales, ellos son el de información plena y transparencia, principios que deben regir la conducta de los participantes en la oferta pública. En la relación "agente intermediario - inversor" el asesoramiento es a cargo del primero, quien debe proporcionar información plena entendiendo que ésta atiende a los criterios de: amplitud, suficiencia, veracidad, efectividad, actual, continua, uniforme y clara para todo inversor.

En esta tesitura, ha menester analizar y determinar si, de la actuación en la faz profesional del agente intermediario (agente bursátil, traders, brokers o investment bankers), se han configurado ciertos "requisitos" que operan como presupuestos de la responsabilidad civil, y cuya producción debe ser probada por quien reclama la reparación del daño imputado al agente intermediario, esto es: a) Incumplimiento contractual o acto ilícito; b) Imputabilidad del ilícito o del incumplimiento por culpa o dolo; c) Daño sufrido por el acreedor, y; d) Relación de causalidad adecuada entre la conducta del responsable y el daño sufrido por el acreedor (24).

En cuanto a la última previsión, se considera indispensable recalcar que, de todas las teorías ensayadas por los autores, nuestro derecho se expide a favor de la "Teoría de la causalidad adecuada", que es la que tiene en cuenta "el daño ocasionado y el antecedente que lo produce normalmente, conforme el curso natural y ordinario de las cosas"(25).

En síntesis, en el caso es aplicable el régimen común de daños por incumplimiento de la obligación surgida del contrato entre partes (conforme art. 1198 del Código Civil) y responsabilidad del profesional financiero, además del resarcimiento con fundamento en el derecho al consumidor financiero - inversor.

Por su parte, el agente intermediario (agente bursátil, traders, brokers o investment bankers), para absolver su responsabilidad en el asunto debe probar que medió el efectivo cumplimiento de un asentimiento de características particulares, con la connotación de un consentimiento "informado", por parte del cliente. En efecto, la prueba recae en el agente intermediario.

VII. Para concluir: Las consecuencias de posibles excesos regulatorios. Nuevamente el inversor - ahorrista vs. el agente intermediario asesor

Quizá pueda preguntarse el lector por qué este último punto. En realidad a lo largo de la preparación de la ponencia fue creciendo y cobrando fuerza la idea de plantear y dejar sobre la mesa un tema que no es menor y mucho tiene que ver con el desarrollo del sistema de mercado de capitales que mencioné al comienzo del trabajo.

Si bien, como se ha señalado hasta ahora, la tesis de protección al ahorrista en el mercado de capitales busca entre otras cosas proteger o mitigar los efectos de la información asimétrica fomentando un stock de información mínima a disposición del inversor, así es regulado el marco de normas cuyo cumplimiento se monitorea dentro del gran capítulo "protección legal al inversor financiero".

Se ha estudiado mucho acerca de los negativos efectos que trae aparejado la falta de adecuada protección al inversor provocando en consecuencia un movimiento de capitales hacia plazas catalogadas como más seguras, buscando el inversor satisfacer relativamente dicha seguridad [\(26\)](#).

Mucha de la seguridad jurídica y confianza del inversor proviene de un marco regulatorio que propenda a disminuir la brecha de información simétrica, y cuanto las empresas administran sus riesgos recurren al mercado de capitales para trasladar el riesgo por la reacción del asesor financiero ante posibles excesos regulatorios

que han sido establecidos con e fin de proteger al inversor.

Este punto de la ponencia queda con final abierto dado que cabría realizar un estudio en profundidad de la temática que se avizora y expone seguramente a debate.

VIII. Conclusión

En razón de la tesis seguida en la ponencia, la protección del inversor (ahorrista) en el mercado de capitales gira en torno a una máxima que es el derecho del consumidor financiero, con fundamento en el art. 42 de la Constitución Nacional y demás normas de inferior jerarquía (léase, Decreto N° 677/01, la Resolución General 470/04 y la reciente R.G. N° 529/08 de la CNV).

En la praxis entiendo se le otorga al inversor un adecuado consejo, cuando se le otorga información plena a fin de que su proceso de toma de "decisión de inversión financiera" concluya habiendo conocido y ponderado la información.

Ahora bien, en el caso de configurarse "*mala praxis*" será el agente intermediario (agente bursátil, traders, brokers o investment bankers), quien deberá probar en efecto, que la "*decisión de inversión financiera*" no hubiera sido afectada a pesar de conocer la información que se omitió dar.

Por otra parte no puedo dejar de mencionar que hay una imperiosa y enorme tarea pendiente que es alfabetizar al inversor -ahorrista del mercado de capitales: en este sentido se sugiere aplicar un modelo similar al que está llevando a cabo el Banco Central de la República Argentina denominado Programa de Alfabetización Económica y Financiera (PAEF).

Asimismo comprender el sistema del mercado de capitales, la volatilidad de los activos, la inseparable vinculación entre el mercado doméstico y foráneo en un mundo que está dentro de un mundo internacionalizado de mercados financieros.

Finalmente es prudente concluir la presente ponencia recordando el binomio "riesgo - retorno", que nos señala que "no existe rendimiento sin riesgo".

Especial para La Ley. Derechos reservados (Ley 11.723)

[\(1\)](#) Cfr.: Art. 42 de la Constitución Nacional.

[\(2\)](#) Boletín Oficial de fecha 25/5/01.

[\(3\)](#) Léase: agente bursátil, trader, broker o investment bankers.

(4) Obligaciones negociables, acciones y otros contratos.

(5) DAPENA, José P., "Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina", Universidad del CEMA y Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2007.

(6) DAPENA, José P., op.cit.

(7) En este punto recomiendo la lectura del trabajo del Dr. J.P. Dapena citado ut supra.

(8) BARUGEL, Ernesto, "Mercado de Capitales Perfecto. ¿Un modelo de laboratorio? Razones que hacen al estudio". En Suplemento LA LEY - Universidad del CEMA, Año I, N° 1.

(9) Información asimétrica: desigualdad de información entre partes, el conjunto de información de un comprador es diferente de aquel en posesión de un vendedor. Dichas desigualdades o asimetrías llevan a que la asignación de recurso sea ineficiente y en consecuencia impacta sobre los mercados generando imperfecciones en los mismos.

(10) Costos de transacción: todos aquellos costos reales o institucionales, monetarios o no, que dificultan el intercambio de bienes y servicios, siendo en este caso considerados en relación a los mercados financieros.

(11) BARUGEL, Ernesto, "Reflexiones sobre Modigliani & Miller 50 años después. El nacimiento de las Finanzas Modernas.", ver: <http://www.desdelabolsaendirecto.com/vod/?v=8lxzciwz1902>

(12) DAPENA, J.P., op.cit.

(13) En este trabajo no me referiré al "inversor institucional". Entendiendo por éste a los Fondos de Inversión en general, Fondos de Pensión, Fondos de Venture Capital, Fondos de Private Equity, Compañías de seguros, etc. Ellos cumplen un rol elemental en el mercado financiero como consecuencia del volumen de sus inversiones y los plazos mayores de tenencia en los activos financieros. Además, de tener un flujo de recursos constante y creciente. El ahorro por ellos captado es administrado por agentes profesionales. Tal es la importancia de estos actores que se han constituido en un factor dinamizante de los mercados financieros.

(14) Fija o variable. La tasa de interés fija se conoce al momento de la emisión, de modo que se sabe a priori cual es el interés que el emisor irá pagando. De tratarse de tasas de interés variable, implica un ajuste a una tasa que irá modificándose a lo largo del tiempo; un componente fijo más la tasa interbancaria londinense "LIBOR", se utiliza en general como tasa variable fundamental. Las inversiones de renta variable son aquellas que irán acompañando las expectativas y volatilidad de los mercados.

(15) Los principales "activos financieros" ("financial assets") que se negocian en los mercados son los instrumentos de deuda (ONs), representativos de capital (acciones), y los derivados.

(16) Los "covenants" implican un compromiso a cumplir por parte de la emisora, se trata de una carga. Es trascendente su cumplimiento, la no observancia por parte del emisor de alguno de los "covenants" previstos -siempre después de un período preestablecido desde el incumplimiento- constituye un evento de incumplimiento del contrato ("Event of Default"), pudiendo solicitarse que se haga efectivo el pago del título de deuda. Operan a modo de protección hacia los inversores. Ej: limitar el endeudamiento del emisor preservando la capacidad de repago de la deuda; resguardan el grado de privilegio del crédito -V.gr.: "Pari-passu" de acuerdo al privilegio- o limitan el otorgamiento de garantías reales ("negative pledge"), protegiendo al acreedor en caso de 'default'; así también se prevé el suministro de información que sirve para manifestar deterioro del crédito, etc.

(17) El término asequible hace mención a que puede conseguirse, que esté al alcance del inversor.

(18) Art. 35. Información del Prospecto. Los emisores de valores, juntamente con los integrantes de los órganos de administración y fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, y en su caso los oferentes de los valores con relación a la información vinculada a los mismos, y las personas que firmen el prospecto de una emisión de valores con oferta pública, serán responsables de toda la información incluida en los prospectos por ellos registrados ante la CNV. Las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores, o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores deberán revisar diligentemente la información contenida en los prospectos de la oferta. Los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes del prospecto sólo serán responsables por la parte de dicha información sobre la que han emitido opinión.

Tendrán legitimación para demandar los compradores o adquirentes a cualquier título de los valores con oferta pública ofrecidos mediante el respectivo prospecto, debiendo probar la existencia de un error u omisión de un aspecto esencial en la información relativa a la oferta. A tal fin, se considerará esencial aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores ofrecidos. Probado que sea el error u omisión esencial, salvo prueba en contrario aportada por el emisor u oferente, se presume la relación de causalidad ente el error o la omisión y el daño generado, excepto que el demandado demuestre que el inversor conocía el carácter defectuoso de la información.

El monto de la indemnización no podrá superar la pérdida ocasionada al inversor, referida a la diferencia entre el precio de compra o venta fijado en el prospecto y efectivamente pagado o percibido por el inversor, y el precio del título respectivo al momento de la presentación de la demanda o, en su caso, el precio de su enajenación por parte del inversor, de ser anterior a tal fecha.

La responsabilidad entre los infractores tendrá carácter solidario. El régimen de contribuciones o participaciones entre los infractores se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea u omitida.

La demanda por daños a la que este artículo da derecho deberá promoverse dentro de 1 año de haberse advertido el error u omisión del referido prospecto por parte del demandante y nunca después de los 2 años de la fecha en que el respectivo prospecto fue autorizado por la CNV.

[\(19\)](#) Ver: Resolución 529/02 ART. 1°.- Sustituir los artículos 18 y 20 del Capítulo XXI - TRANSPARENCIA- de las NORMAS (N.T. 2001), por el siguiente texto:"XXI.4. DEBER DE LEALTAD Y OBLIGACIONES DE LOS INTERMEDIARIOS EN LA OFERTA PÚBLICA.

ART. 18.- Los intermediarios en la oferta pública de valores negociables y de contratos de futuros y opciones, negociados en entidades autorreguladas, deberán observar una conducta ejemplar, actuando en todo momento en forma leal y diligente con sus clientes y demás participantes en el mercado.

a) Se encuentran especialmente obligados a: a.1) Cuando actúen por cuenta ajena, recibiendo o ejecutando órdenes de clientes, aún cuando operen por diferencia de precio: a.1.1) Realizar en forma particular a cada potencial inversor y/o cliente, y sin cargo alguno, un cuestionario con la finalidad de determinar su perfil de riesgo y/o nivel de tolerancia al riesgo, que considere como mínimo los siguientes extremos: la experiencia del cliente en inversiones dentro del mercado de capitales, el grado de conocimiento del cliente de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales y del instrumento concreto ofrecido o solicitado, el objetivo de su inversión, la situación financiera del inversor, el horizonte de inversión previsto, el porcentaje de sus ahorros destinado a estas inversiones, el nivel de sus ahorros que el cliente está dispuesto a arriesgar, y toda otra circunstancia relevante a efectos de evaluar si la inversión a efectuar es idónea y adecuada para el cliente. El presente cuestionario deberá realizarse al momento de la apertura de la cuenta del cliente, debiendo renovarse sucesivamente con una periodicidad anual y mientras se mantenga activa dicha cuenta. En caso que el intermediario advirtiese como inadecuada alguna inversión, en base al perfil de riesgo confeccionado para su cliente, deberá dejar constancia documentada de su opinión adversa, de la comunicación de tal circunstancia al potencial inversor y de la opinión de este último al respecto. Asimismo, el intermediario deberá dejar constancia documentada en caso que el cliente se rehusare a brindar la información requerida. Ambas circunstancias, no representarán ningún impedimento para concretar la operación. En todos los supuestos, se deberá acreditar que el potencial inversor tuvo conocimiento efectivo del resultado del cuestionario.

[\(20\)](#) LORENZETTI y SCHOTZ, "Defensa del consumidor", p. 211, Ed. Abaco, 2003.

[\(21\)](#) No alcanza, este presupuesto a los grandes inversores o inversores institucionales que cuentan con estructuras y un acceso a la información marcadamente diferentes.

[\(22\)](#) En "La responsabilidad de los bancos por mal asesoramiento al inversor (con particular referencia al cliente adquirente de títulos y/o bonos de la deuda soberana)", en co-autoría con E. Martorell; Diario La Ley 09/06/2004, Pág. 1.

[\(23\)](#) VILLEGAS, M. y VILLEGAS, C.G., "Aspectos legales de las finanzas corporativas", p. 794, Ed. Dykinson, año 2001; LORENZETTI y SCHOTZ, op.cit., 2003, LUCHINSKY, R. "Responsabilidad de los bancos y demás brokers financieros por mal asesoramiento al cliente o consumidor financiero, por colocación de bonos de deuda soberana y corporativa en default. Legitimación activa de las asociaciones de Defensa de los consumidores" (ponencia), I Congreso Argentino e Iberoamericano de Derecho Bancario y V Congreso de Aspectos Legales de las Entidades Financieras, T. II, p. 559, Lomas de Zamora, Junio 2007, Libro de Ponencias; ABDALA, M., "Fundamentos de la Responsabilidad bancaria por la inobservancia de los deberes de información y asesoramiento", I Congreso Argentino e Iberoamericano de Derecho Bancario y V Congreso de Aspectos Legales de las Entidades Financieras, T. II, p.503, Lomas de

Zamora, Junio 2007, Libro de Ponencias; MARTORELL, E., "Tratado de los contratos de empresa", t. II: "Contratos bancarios", p. 39 y sigtes., Ed. Depalma, 1ª edición, 1995; MARTORELL, E., "El estudio de la responsabilidad por el accionar de los Bancos: ¿Una cuestión pasada de moda?", en la obra colectiva "Crisis. Liquidación y quiebra de Bancos: Responsabilidad", obra en colaboración con ESPARZA, G.; MOISEEFF, M.; VIVIANI, J; CUNEO LIBARONA, M. (h.); CUNEO LIBARONA, C. y PORCELLI, L., 1ª edición, Mendoza, Ediciones Jurídicas Cuyo, 2001; BONFANTI, M., "Contratos bancarios", Buenos Aires, Ed. Abeledo -Perrot, 1993; WILLIAMS, J. N., "Responsabilidad civil de las entidades financieras", Nros. 3 y 4, 1983, p. 21, en "Revista jurídica argentina del seguro, la empresa y la responsabilidad"; VASSEUR, M., "La responsabilidad contractual y extracontractual de la banca en Francia", nros. 97 y 98, p. 193, RDCO, 1984; LLOVERAS DE RESK, M. E., "La responsabilidad civil de las entidades financieras", Diario Jurídico "Fallos y Doctrina", Córdoba, 05/09/83; MOSSET ITURRASPE, J., "Responsabilidad de las entidades financieras", Universidad del Litoral, Santa Fe, julio 1983; BONFANTI, M., "Acotaciones a la responsabilidad civil del banco (banquero). Nuevos puntos de vista", ps. 863/70, R.D.C.O., N° 114, Año 19, diciembre de 1986; TRIGO REPRESAS, Félix, A., "Responsabilidad civil de las entidades bancarias y financieras", LA LEY, 1983-D, 900/9; "La responsabilidad civil de las entidades financieras" (ponencia), en "Primeras Jornadas de Derecho Civil de Mendoza", Nro. 95, ps. 741/58, RDCO, año 16, octubre de 1983; CNCom., sala D, 28/4/1988, "Establecimientos Metalúrgicos Pecu S.A. s/quiebra c. Permanente Cía. Financiera S.A."

[\(24\)](#) FONTANA, Beatriz Inés, "La indemnización tarifada ...", LT., XXVII-505 y sigtes.

[\(25\)](#) LLAMBIAS, Jorge Joaquín, "Tratado de derecho civil: Obligaciones", p. 117, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1977.

[\(26\)](#) VILLEGAS C.G. y VILLEGAS C M., op. cit., p. 6; señala con cita de LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES, SHLEIFER y VISHNY, "Legal determinants of the external finance", NBER Working Paper N°5879, Enero 1997, JELNª 521.313, Corporate Finance: "...los más recientes trabajos empíricos muestran que un pobre nivel de protección al inversor, medido por la efectividad de las reglas legales que se adoptan y el nivel de cumplimiento de la ley, tienen como consecuencia mercados de capitales menos desarrollados, tanto de deuda como de acciones".