

Fondos de inversión. Fenómeno contractual moderno en el ámbito societario

Hernán M. López Mazzeo¹

Fondos de inversión. Gestor o *manager*. Organicidad. Control societario externo. Contractualismo. Los fondos de inversión son herramientas de inversión colectiva que adoptan, entre otras formas, la societaria como vehículo jurídico para la captación de recursos en los mercados públicos y privados de ahorro. Cuando organizados como sociedades de capital, estos esquemas funcionan de una manera particular, que los distinguen de las sociedades comerciales regulares. La nota más distintiva es su organicidad. La administración y gobierno de estas sociedades están subordinadas, en forma mediata o inmediata, según los casos, a los designios de un tercero, que es el gestor o *manager*. Este tercero es el hacedor del negocio en su conjunto y, en particular, de la propuesta subyacente. Diseña el plan de inversión en torno al cual convoca a los inversores y coloca las acciones representativas de una cuota parte del patrimonio en los mercados públicos o privados de capitales. Asimismo, este tercero administra de manera exclusiva y excluyente ese plan y los flujos de capital que lo sustenta a lo largo de la vida operativa del fondo. Visto desde el punto de vista del derecho argentino, se configura en la especie un control societario externo por parte de este tercero. Es un dominio lícito, permanente y completo, por lo que encuadra en el artículo 33 inc. 2) de la Ley General de Sociedades. Los fondos dependen, fundamentalmente, de la relación (de control) intersubjetiva con el gestor: un fondo de inversión no es simplemente una sociedad que gestiona y mantiene «inversiones», sino una sociedad comercial que lo hace de una manera particular.

1- Los fondos de inversión administran y gestionan ingentes masas de capitales. Según algunas estimaciones, los diversos tipos de fondos —incluidos los fondos mutuos, los fondos de cobertura, los fondos de capital privado, los fondos de capital riesgo, los fondos cotizados en bolsa y los fondos de capital cerrado— poseen, en la actualidad y en conjunto, más activos que el sistema bancario comercial.

Existen distintas formas de clasificar los fondos de inversión: según el tipo de inversor —inversor minorista vs. inversor institucional—; por su estrategia de inversión —gestionados activa o pasivamente—; por su perfil de amortización —abiertos y cerrados— o por asignación de activos o conjunto de fondos —fondos de bonos, fondos de acciones, fondos inmobiliarios, fondos mixtos—. La diversidad de modelos de negocio, estrategias de inversión y vulnerabilidades de los activos que componen el patrimonio de estos se traduce, por lo general, en las condiciones contractuales del programa de inversión y de los derechos que se adquieren al invertir en ellos, tal como figura en el memorando de información confidencial o prospecto.

2- Las regulaciones de los mercados de valores tratan genéricamente a los fondos como «productos» o «instrumentos» de inversión colectiva y las definiciones que proponen remiten a nociones más o menos amplias como «patrimonios», o «instituciones de inversión colectiva», o «instrumentos» formados por los aportes de inversores. Para la técnica legal, la expresión «fondo de inversión» refiere a una variedad de formatos jurídicos societarios y asociativos que se utilizan según el modelo de negocio y estrategias de inversión que desarrolla. En esa línea, podemos decir que los fondos de inversión son estructuras legales de inversión colectiva que brindan, a través de terceros (administradores profesionales), servicios de gestión de activos a inversores finales. Estos vehículos legales son creados con el propósito específico de reunir el capital de inversores en forma colectiva para colocarlo, con arreglo a un plan o programa de inversión determinado gestionado por dicho

tercero profesional, en una cartera de instrumentos y activos financieros: acciones, bonos y otros valores negociables, préstamos, etc.

Pero, más allá de estas ideas generales, la doctrina no se ha detenido mucho en revisar su funcionamiento como sociedades comerciales ni las características que las controvierten como tales. Son pocos los análisis que se han hecho sobre su estructura y regulación y poco, también, se sabe sobre cuestiones fundamentales como, por ejemplo, por qué los fondos de inversión adoptan ciertos patrones básicos de organización o por qué funcionan y se regulan de forma diferente a las sociedades comerciales ordinarias, y cómo se distinguen de stas.

3- En lo que aquí interesa, nos abocaremos a los fondos que se organizan como sociedades de inversión, a menudo como sociedades de capital (también llamado «modelo corporativo» de fondo)², que tienen una amplia utilización en los mercados internacionales³. De acuerdo con este formato, los inversores se convierten en accionistas mediante la adquisición de acciones (por lo general, preferidas y sin derecho a voto) de una sociedad cuyo objetivo es invertir y gestionar una cartera de valores más o menos diversificada⁴.

La tipificación como sociedades de capital se basaría en que los inversores comprometen la realización de aportes (por lo general dinerarios) y asumen el riesgo de la gestión del portafolio. La contracara de ello es el interés común de esos mismos inversores en que el desarrollo del plan de inversión se traduzca en beneficios. No es, entonces, el lucro al que invita el citado plan lo que tipificaría a los fondos como sociedades, sino ese riesgo en común que comparten todos los inversores.

4- Pero, es en torno a su organicidad donde surgen las notas disonantes que distingue a los fondos de las sociedades comerciales ordinarias. En efecto, mientras estas descansan en sus órganos sociales para formar la voluntad social y administrar sus negocios, los fondos de inversión contienen, jurídicamente, a capitales cuyo gobierno y gestión están a cargo de un tercero profesional. Los accionistas tienen un rol eminentemente pasivo y de expectación, independientemente de los derechos políticos inherentes a las acciones suscriptas.

Los fondos de inversión no están diseñados (ni, mucho menos, pensados) para que los inversores —accionistas— ejerzan el efectivo gobierno de la sociedad-vehículo en los términos que la legislación y la práctica societaria regular entienden. Tampoco son pensados para que los inversores participen de sus órganos sociales ni que intervengan en la gestión o en la designación de sus administradores.

² Por ejemplo, las SCR -sociedades de capital de riesgo- o SICAV -sociedades de inversión de capital accionario variable- españolas, o las *Limited Company* o *Ltd.* del derecho anglosajón, comúnmente utilizadas en jurisdicciones de baja tributación que colaboran con la OCDE.

³ No nos referiremos aquí a los Fondos Comunes de Inversión (los «FCI») ni a los Fideicomisos Financieros (los «FF»), que ya tienen sendas regulaciones legales y reglamentarias específicas³, así como prácticas de mercado extendidas en el tiempo desde sus respectivas creaciones legislativas. Estas figuras, ampliamente utilizadas en la industria financiera local, actúan en el ámbito de la oferta pública y están reguladas por la Comisión Nacional de Valores (la «CNV»). Denominados regulatoriamente «productos de inversión colectiva»³, los FCI y los FF no se constituyen como sociedades, pues carecen de personería jurídica.

⁴ Estas sociedades son comúnmente constituidas y domiciliadas en jurisdicciones cuyos sistemas legales están basados o fuertemente influenciados por la tradición jurídica del Reino Unido y guardan una gran similitud con la legislación del estado de Delaware, en Estados Unidos; estas plazas son las preferida por los inversores en la industria. Además, las sociedades constituidas como holdings en las Islas Caimán no están sujetas a doble imposición. En menor medida, otras jurisdicciones como España, Irlanda y Luxemburgo, cuyas legislaciones societarias adhieren al sistema continental, son también elegidas para constituir estos vehículos de inversión.

El devenir societario de mayorías accionarias que imponen sus decisiones a las minorías para formar la voluntad social, tal como prescriben las reglas de juego de, por ejemplo, nuestra LGS, no es propio de la operación de los fondos.

En efecto, en los fondos, los inversores están distantes de las cuestiones centrales que las leyes societarias les asignan como accionistas, tales como la aprobación de balances anuales; la elección de los directores y de los miembros del órgano de vigilancia; el aumento y reducción del capital social; la disposición de las reservas y los dividendos; la amortización y rescate de las acciones. Estos eventos, ineludibles en la práctica societaria común, forman parte de una rutina por poco inexistente en la vida de los fondos.

Antes bien, la práctica generalizada les reserva a los inversores —o accionistas— el seguimiento individual del plan de inversión que ejecuta la sociedad-vehículo, a través de reportes periódicos del gestor. Aquí los inversores tienden a interactuar directamente (en forma individual) con el fondo midiendo su posición relativa a los demás inversores y a la misma sociedad en función de la fecha inicial de suscripción y de la performance del patrimonio del fondo —el patrimonio social o portfolio de inversiones—. Excepcionalmente, los accionistas son llamados a decidir en asamblea sobre ciertas cuestiones puntuales, como son el retorno anticipado del capital invertido en circunstancias extraordinarias, el cambio del plan de inversión o la alteración de los términos y condiciones originales de emisión de las acciones.

5- Se trata, en mi opinión, de una organicidad inerte, la cual se aprecia nítidamente en la administración del patrimonio del fondo. La gestión de los fondos de inversión no se ejerce, decía, desde un directorio elegido por los accionistas, que lidia con el manejo diario de sus negocios, sino que es llevada a cabo íntegramente por un tercero —«gestor» o «*manager*»—.

Este tercero, un profesional financiero, es quien promueve la creación del fondo, diseña su plan de inversión, establece los términos y condiciones de las acciones que emite la sociedad vehículo que mejor se adaptan a los activos subyacentes que le dan sustento, convoca a los inversores, coloca sus acciones en el mercado -público o privado-, ejecuta el citado plan y administra los flujos de capital del vehículo.

El rol del *manager*, basal y decisivo, se plasma en lo formal en un contrato de *management* o de gestión que suscribe con el fondo. Este contrato es una locación de servicios especializada, combinada con el mandato para administrar y disponer del patrimonio del fondo con miras a cumplir el plan de inversión (que, reitero, aquel diseño), todo ello como contraprestación por el pago de honorarios por gestión y rendimiento. El fondo no pacta su subordinación al *manager* ni la delegación formal a este de las responsabilidades que las leyes societarias asignan sus los órganos sociales⁵. No hay cláusulas en este contrato que expresamente dispongan la sumisión orgánica u otra disposición que anule la independencia funcional de la sociedad como persona jurídica.

Así y todo, en los hechos, las operaciones que desarrolla están sujetas a las directivas externas de este tercero profesional sin lugar para la iniciativa propia de la sociedad y de sus órganos de administración o de gobierno. Más aún, los directores de estas sociedades son comúnmente designados al momento de constitución de la sociedad por el propio gestor quien, como señalaba más arriba, es el promotor del ente, y forman parte de un directorio que ejerce de manera nominal las

⁵ En esta línea, es importante remarcar que las regulaciones de valores europeas prevén la delegación de ciertas funciones en los gestores, pero no habilitan el pacto de dominación externa. Desde el punto de vista societario, hay legislaciones que, por el contrario, contemplan los denominados “contratos de dominación” que fundan una relación de dominio. Para nuestra LGS esos contratos son inválidos. Ver Rafael Manóvil, «El control económico externo, fenómeno ajeno al derecho societario y concursal: crítica a un *ober dictum* en una extensión de quiebra y reflexiones sobre el interés social», TR LA LEY, AR/DOC/2453/2004.

funciones que imponen las leyes societarias, siempre al socaire de la dirección diaria que comanda de manera excluyente el gestor.

Este gestor ejerce, entonces, una influencia dominante respecto del fondo, ya que la totalidad de las operaciones de este está comprometida con la finalidad predispuesta en el contrato de *management*. A tal punto que la viabilidad del proyecto de inversión, que causa al negocio del fondo,

depende de las prestaciones de dicho tercero profesional, o «*manager*», y no de la sociedad vehículo (o de sus órganos sociales, claro).

Por eso opino que, si bien la sociedad mantiene estatutariamente su independencia funcional, se da en la especie una situación que cuadra con la del control externo: el poder que exhibe el gestor deriva de distintas fuentes extrasocietarias. Unas son formales, como la relación de cambio que establece el citado contrato de *management*. Otras son informales, y no por ello menos decisivas, y están configuradas por cuestiones subjetivas, extra orgánicas, como la vital influencia del *manager* en la gestación y desarrollo del negocio de fondo, que, si bien no es exigible jurídicamente, tiene la potencia suficiente como para cancelar el negocio subyacente en caso de que esa ascendencia fuera menoscabada o cesara. La actividad dominante del *manager* se desarrolla, así, como contraparte contractual del fondo y no como parte integrante de su cuerpo social.

Antes de continuar enumerando las características de esta externalidad, corresponde aquí hacer la siguiente distinción. En la práctica se verifican ciertos casos en que los fondos emiten, también, acciones con derecho a voto, sin preferencia patrimonial, que son exclusivamente suscriptas y mantenidas por el mismo *manager* con la intención de asegurar el control orgánico del vehículo ante el riesgo de activismo de algunos inversores. En lo que aquí interesa, esas acciones confieren, básicamente, el derecho a designar directores, ampliar su número hasta el máximo previsto en los estatutos y otras cuestiones relacionadas con la administración societaria. Pero, excepcionalmente, en estos casos el *manager* convertido también en accionista con derecho a voto ejerce esos derechos y se expresa orgánicamente como parte integrante de la sociedad. Se trata, en definitiva, de una variante del dominio al cual están sometidos los fondos, pero, a diferencia de lo que trato en esta ponencia, los casos de acciones con derecho a voto en cabeza del *manager* llevan el análisis al terreno del dominio interno u orgánico, en donde el tenedor tiene —aunque no lo ejerza regularmente— el control inmediato del órgano de administración.

6- La dominación que aquí reseño es congénita al negocio y constituye uno de sus fundamentos: los fondos nacen para ser manejados íntegramente por un tercero. La «organicidad inerte» que mencionaba es premeditada, porque los accionistas-inversores, en definitiva, nada más adhieren, mediante la suscripción de acciones, a un plan de inversión gestionado por aquel *factótum* profesional. La explicación del porqué de este control externo está —creo yo— en el doble propósito al que sirve.

Por un lado, resuelve una cuestión central como es la de mantener jurídicamente separados (segregados) las respectivas operaciones y riesgos —legales, contractuales y operativos— del *manager* y del fondo, tal que los activos que componen el patrimonio de este no respondan por la actividad del gestor (en la industria, esto se llama *asset partitioning*). Veamos. En general, cuando no en la totalidad de los casos, el gestor administra más de un fondo a la vez, con estrategias y políticas de inversión diversas, de forma de alcanzar a mayor cantidad de inversores al tiempo que escala su propio negocio. A manera de ejemplo, los grandes nombres en la industria (p.ej. Fidelity o Black Rock) operan decenas de fondos de inversión bajo sus respectivas marcas. Sin embargo, cada uno de esos es una entidad independiente de sus respectivos gestores, con accionistas distintos. La operatoria de los gestores es por tanto amplia (amplísima, en muchos casos), y los riesgos inherentes a dichas operaciones son igualmente grandes. Ni los inversores quieren asumir el riesgo de operación de un

gestor que administra varios vehículos (en ocasiones, decenas), ni este quiere tener exposición a los riesgos inherentes a las políticas de inversión de los vehículos que conduce. Los avatares de uno no deben comprometer al otro, por lo que cada actividad está en cabeza de personas jurídicas distintas.

Por otro lado, está la cuestión de la racionalización de los costos de gestión y la consiguiente viabilidad económica del negocio. La atención de la administración diaria de su portafolio requiere de recursos, personal y servicios (legales, contables, de auditoría, analistas, portfolio managers, *back office*) hasta oficinas, empleados, IT, hardware, software, etc. Sin duda, si semejante estructura estuviera en cabeza de los propios vehículos, la performance de los fondos como alternativa de inversión sería bien distinta. La práctica de mercado evolucionó al punto actual, en donde todas esas tareas están, en mayor o menor medida, en cabeza del *manager*, a su propio costo, por lo que el sostenimiento eficiente de estas estructuras va de la mano de la escala del negocio, es decir, la gestión de varios fondos a la vez. A riesgo de destacar lo obvio, es sabido que los inversores buscan alternativas de inversión cuyo costo de operación y mantenimiento sea lo más reducido posible en función del riesgo inherente a los activos subyacentes. Por otra parte, la práctica de la industria revela que los gestores más competitivos suelen ser los que administran varios fondos (cuántos es una cuestión de economía de costos que escapa a este trabajo).

7- ¿Es lícito este esquema de dominación externa? Entiendo que sí. En el ordenamiento argentino una situación de control, por sí misma, no presupone el uso abusivo de la personalidad ni el desvío de esta para la consecución de fines extrasocietarios. Tampoco existe disposición legal que autorice la atribución automática a la controlante de los actos realizados por la controlada.

Las normas de nuestra LGS que tratan el tema del control (en particular, el art. 33.2) apuntan, en forma genérica, a todos los tipos de relación contractual en las que un tercero puede dominar una sociedad imponiéndole la dirección de su actividad y de su patrimonio. El poder que ostenta el “*manager*” y su «influencia dominante» sobre los fondos cuadran con los requisitos que la doctrina y la jurisprudencia societaria requieren para que sea lícito. En primer lugar, porque tanto el proceso de formación de la voluntad social del fondo como su independencia funcional (estatutaria) permanecen incólumes, sin que existan cláusulas coercitivas que impidan a sus órganos sociales convocarse, establecer un orden del día, deliberar, resolver y ejecutar sus decisiones. En segundo, porque el control y dirección del patrimonio y operaciones sociales del fondo por parte del *manager* es permanente y completo, en tanto no hay aspectos de la vida del vehículo que le escapen⁶⁷.

Como señalamos antes, el vehículo preserva formalmente su organicidad, sí, pero esta es inerte.

8- Los fondos que pertenecen a una «familia de fondos», o conjunto de vehículos que funcionan bajo un mismo *manager*, configuran un esquema grupal que, por las características propias de estos emprendimientos, es más que proclive al conflicto entre controlante y controlados.

La existencia de ese grupo significa, las más de las veces, que la ejecución del plan de inversiones de un fondo integrante de una familia quede enmarcada en una operatoria que será, cuanto menos, armónica con los integrantes de la «familia», sino directamente subordinada al interés del *manager*.

No quiero extenderme aquí sobre el concepto del interés social, pero es importante señalar ahora, en función de lo que sigue, cuál es (o dónde reside) el interés de estos vehículos. Vimos

⁶ Artículo 33, inc. 2 de la Ley General de Sociedades. También, conf. Rafael M. Manóvil, *Grupos de sociedades en el derecho comparado*, Abeledo-Perrot, p. 371 y ss.

⁷ Ver Rafael Manóvil, «El control económico externo, fenómeno ajeno al derecho societario y concursal: crítica a un *ober dictum* en una extensión de quiebra y reflexiones sobre el interés social», TR *LA LEY*, AR/DOC/2453/2004.

anteriormente que el cometido⁸ del fondo está expresado en su plan de inversiones, con el que convoca a los inversores y compromete a la gestión del fondo. Este plan o programa expresa el objetivo, modo de ejecución y plazo estimado de la inversión, los activos a transar, los mercados en donde operar, la posibilidad de endeudar al patrimonio del fondo y el perfil de riesgo —financiero y económico— por mantener durante la vida del fondo o de los ciclos de inversión previstos⁹. El contenido de ese plan (y la expectativa de su implementación exitosa) es, en definitiva, el destino

común de todos los inversores, el riesgo colectivo que asumen al realizar sus aportes al fondo, todo lo cual depende de la gestión, también común, de su patrimonio. Gestión, recordemos, que está a cargo de su controlante externo, el *manager*. Así, el plan de inversiones representa el interés común de los inversores o el interés social del vehículo¹⁰.

La observancia de la ejecución escrupulosa de ese plan es una tarea que, en una sociedad comercial cualquiera, correspondería a sus órganos sociales, pero que, en el caso de los fondos está, en los hechos, en cabeza del *manager*¹¹. Aquí también reluce la idea ya mencionada de una «organicidad inerte».

El gestor mantiene un interés distinto al de los inversores que tiene como base la relación de cambio que surge del contrato de *management* con el fondo. Mas allá de que, en términos generales, tanto los inversores como el *manager* confluyen con el deseo de que al fondo «le vaya bien», el interés jurídico de este último es la maximización de los beneficios que le reporta dicho contrato.

En los casos de «familia de fondos» —más allá del debate doctrinario en cuanto a si el agrupamiento cuenta con personalidad jurídica propia a la que se le pueda adosar un interés jurídico—, resultaría difícil identificar un «interés grupal». Más bien, el «interés» que prima es el del *manager*, quien busca optimizar el rendimiento del conjunto de sus operaciones. El desplazamiento del interés social de cada uno de los fondos de una «familia» —cuando tiene lugar— es en favor de aquel del gestor, no del del agrupamiento.

Si esto último redundo o no en alguna antijuridicidad será el resultado de un cuidadoso análisis sobre si, efectivamente, el gestor hace prevalecer los intereses de su marca y, con su influencia, desvía la actuación de los fondos que controla de los fines para los que fueron creados. Esto es, determinar, para cada caso, cuándo, cómo y en qué medida los derechos que surgen de su contrato de *management* y el predominio que ostenta como *factótum* del negocio son usados por el gestor en beneficio de sus propios intereses y en detrimento de la oportuna consecución del plan de inversión de uno —o más— de los integrantes del conjunto que domina.

9- Mi planteo, entonces, es que la esencia de los fondos de inversión reside en la intersubjetividad de la relación (de control externo) entre el gestor y el propio vehículo: un fondo de inversión no es simplemente una sociedad que gestiona y mantiene «inversiones», sino una sociedad

⁸ La *causa-fin* del vehículo.

⁹ Como reseñé en otro trabajo sobre el tema (LALEY AR/DOC/2141/2024), alrededor de ese programa se establecen los mecanismos de reembolso del capital a los inversores —vale decir, los mecanismos de amortización de sus inversiones—, todo ello con el sentido de permitir una operación fluida de los ingresos y egresos de fondos. Estos mecanismos se denominan, en la jerga financiera, el «perfil de liquidez» del fondo.

¹⁰ El anverso de dicho interés que comparten los accionistas del fondo es el riesgo común que asumen en la ejecución y desarrollo del plan de inversiones; esa es la *causa-fin* de estos vehículos de inversión.

¹¹ Rafael M. Manóvil, *Grupos de sociedades en el derecho comparado*, Abeledo-Perrot, p. 573, en donde se destaca “cuanto más apartado está el socio de la injerencia y participación en la decisión de los negocios sociales, tanto mayor es el deber de los órganos que deciden sobre los mismos de ajustarse en forma estricta al interés social”.

comercial que lo hace de una manera particular. En ese plano de análisis, los fondos de inversión terminan siendo más un fenómeno contractual que societario.
