

# La prudencia en los sistemas públicos de retiro en Puerto Rico

## *Prudence in the Retirement Public systems in Puerto Rico*

Luis Carlos FERNÁNDEZ TRINCHET

Abogado-Economista, es Vicepresidente del Banco Santander en Puerto Rico

### RESUMEN

La teoría financiera y las reglas de prudencia en el derecho fiduciario no son paralelas ni convergentes. El uso de las últimas en el ámbito público de retiro es limitado y confuso, y las leyes pertinentes aprobadas en Puerto Rico así lo evidencian, en particular, las relativas a la administración, operación e inversión en los planes de pensión en la Isla. Las decisiones en los tribunales locales no analizan el tema y la codificación civilista pertinente se margina. El artículo examina las leyes que exigen la prudencia en tales planes públicos en Puerto Rico, aclara cuál concepto es más adecuado y ofrece evaluar la noción de responsabilidad fiduciaria de la mano de un desarrollo teórico y práctico en inversiones, que permanece en el reino de unos pocos por su complejidad.

### ABSTRACT

Financial theory and the prudence rules in fiduciary law are neither parallels nor convergent. The use of the latter in the public compass is limited and confused, and the pertinent laws approved in Puerto Rico so evidence it, in particular, those relative to the administration, operation, and investment in pension plans in the Island. The local courts' decisions do not analyze the topic and the existing civil codification is ignored. The article examines the laws that require prudence in such public plans in Puerto Rico, clarifies which is a more adequate concept, and offers to evaluate the notion of fiduciary responsibility hand in hand with a theoretical and practical development in investments, that remains in the realm of a few due to its complexity.

### PALABRAS CLAVE

Concepto de reglas de prudencia en los planes de pensiones  
Administración  
Operación e inversión en los planes de pensión  
Responsabilidad fiduciaria

### KEY WORDS

Prudence rules in fiduciary law  
Administration  
Operation And investment in pension plans  
Fiduciary responsibility

**SUMARIO** 1. Comisión Especial Permanente Sobre los Sistemas de Retiro. 2. Normas de inversión: responsabilidad fiduciaria y prudencia. 3. Prioridades de la política de inversión. 4. ¿Hombre, persona o inversionista prudente? 5. Convergencias y divergencias de la prudencia. 6. Constituciones, tratados, leyes uniformes y lo fiduciario. ERISA y el Código de Rentas Internas de EEUU. 7. Jurisprudencia y Código de Rentas Internas de Puerto Rico. 8. Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992). 9. Código Uniforme de Fideicomisos (Uniform Trust Code) (2000). 10. Ley Uniforme de Manejo de Sistemas de Retiro de Empleados Públicos (1997) o UMPER-SA. 11. Conclusión.

## 1. Comisión Especial Permanente Sobre los Sistemas de Retiro

La Ley Número 20 de 31 de mayo de 1985 creó la Comisión Especial Permanente Sobre los Sistemas de Retiro del Servicio Público de Puerto Rico. Su existencia pretendió «estudiar, o investigar y evaluar todo lo relacionado con el funcionamiento, operación y administración de los sistemas de retiro de los empleados y los pensionados del Gobierno del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, sus agencias e instrumentalidades». Los deberes de la Comisión abarcan:

1. estudiar los sistemas de retiro gubernamentales y proponer formas y maneras de introducirle mejoras;
2. estudiar y evaluar las propuestas concernientes a retiro que hagan la Rama Ejecutiva, la Rama Legislativa, los propios sistemas y/o sus participantes en forma grupal o individual;
3. examinar la viabilidad y conveniencia de integrar los distintos sistemas de retiro para lograr, atendiendo a las peculiaridades de cada uno, la mayor uniformidad posible en la administración y operación de los mismos y en los derechos que le asisten a los participantes;
4. adoptar iniciativas conducentes a recomendar medidas que le den vitalidad a los sistemas y mantengan el ritmo de evolución de éstos de acuerdo con los cambios sociales y económicos que se producen con el transcurso del tiempo;
5. hacer los estudios actuariales y económicos que entienda necesarios;
6. estudiar sistemas comparables de otras jurisdicciones y de la empresa privada;
7. realizar estudios periódicos sobre las condiciones socioeconómicas de los pensionados y sus beneficiarios.

Ley Núm. 20 de 31 de mayo de 1985, 3 L.P.R.A. §830b (1985).

Tal ley tuvo varias enmiendas. Entre ellas, aclaraciones a las dietas y gastos de viaje<sup>1</sup>, cambio de nombre de la Comisión<sup>2</sup> y fecha límite para rendir el informe anual<sup>3</sup>.

La Comisión sería responsable por cinco sistemas públicos de retiro: el Sistema de Retiro de Empleados de la Judicatura, el Sistema de Retiro de la Autoridad de Energía Eléctrica, el de la Universidad de Puerto Rico, el de la Junta de Retiro para Maestros y el Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno de Puerto Rico y sus Instrumentalidades. Según el Informe Anual de 2004, los planes tenían 222,432 participantes activos y 123.703 pensionados y beneficiarios. Es decir, 346,135 beneficiarios totales. Por otro lado, los planes sostenían un déficit actuarial de \$8,281 millones, y tres de los cinco sistemas gastaban más de lo que ingresaban.

<sup>1</sup> Ley Núm. 128 de 22 de julio de 1988, 3 L.P.R.A. §830f (1988).

<sup>2</sup> Ley Núm. 205 de 9 de septiembre de 1988, 3 L.P.R.A., §830 (1996).

<sup>3</sup> Ley Núm. 298 de 1 de septiembre de 2000, 3 L.P.R.A., §830i (2000).

<sup>4</sup> *Informe Anual, Año Fiscal 2000-2001*, Comisión Especial Permanente Sobre los Sistemas de Retiro, San Juan, Puerto Rico.

Los deberes mencionados de la Comisión no lidian con el tema de la responsabilidad ante los derechos y repercusiones jurídicas y financieras que pueden impactar e impactan a los fiduciarios, en sus diferentes facetas, y a los participantes y beneficiarios de dichos planes. La prudencia es cardinal, por ser fuente primaria de responsabilidad fiduciaria.

La Ley Núm. 12 de 19 de octubre de 1954, 4 L.P.R.A. §233-246 (1954), según enmendada, originó el Sistema de Retiro de la Judicatura de Puerto Rico. El Sistema ofrecería beneficios a los jueces, participantes y pensionados, y sus beneficiarios, para cuidar vejez, incapacidad, separación de servicio o muerte. Este Sistema, al igual que el anterior bajo la Ley Número 447 (más adelante), se conceptuó un fideicomiso, separado de cualquier otra entidad gubernamental<sup>5</sup>. La Junta de Síndicos del Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno de Puerto Rico y sus Instrumentalidades sería la encargada de administrar este sistema, así como todo lo atinente a las facultades y deberes de la Junta, del Administrador, del Tesorero y Abogado del Sistema y de las inversiones y reinversión de reservas, según enmendado<sup>6</sup>.

La Ley Núm. 83 de 2 de mayo de 1941, 22 L.P.R.A. §191 y siguientes (1941), según enmendada, o Ley de la Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico, ofrece opciones a los participantes y beneficiarios del sistema de retiro:

1. retirarse de cualquier plan de pensión que la Legislatura de Puerto Rico haya creado y al cual pertenezcan, con los mismos derechos, privilegios y obligaciones de funcionarios y empleados del Gobierno Estadual que renuncien o sean separados de sus cargos; o
2. seguir como miembro del plan de retiro o pensiones al que pertenezcan y la Autoridad de las Fuentes Fluviales de Puerto Rico<sup>7</sup> aportaría las cantidades correspondientes para cumplir con los requisitos del sistema de retiro pertinente.

Efectivo el 1 de julio de 1945 la Junta de la Autoridad emitió una Resolución, Número 200, para contratar a un actuario consultor para adoptar un Sistema de Pensión.

La Ley Núm. 1 de 20 de enero de 1966, 18 L.P.R.A. §601 y siguientes (1966) o Ley de la Universidad de Puerto Rico, según enmendada, pauta, por su parte, en su sección 602, entre otras cosas, los «deberes y atribuciones indelegables» que la Junta de Síndicos de la Universidad de Puerto Rico<sup>8</sup> tiene. Así, bajo el inciso (e)(5) aprueba o enmienda el Reglamento

<sup>5</sup> 4 L.P.R.A. §241 (1954).

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> La Ley Núm. 57 de 30 de mayo de 1979 le cambió el nombre a Autoridad de Energía Eléctrica.

<sup>8</sup> Gobernadora y administradora de la Universidad de Puerto Rico. 18 L.P.R.A. §602 (a). Se constituye a raíz de la Ley Núm. 16 de 16 de junio de 1993 en su sección 3. Antes ejercía tales funciones el Consejo de Educación Superior (Op. Sec. Just. Núm. 26 de 1980, p. 135). En Op. Sec. Just. Núm. 1 de 1993, se determinó que la Ley Núm. 1 de 1966 le concedió a la Universidad de Puerto Rico «amplios poderes en materia de derechos y deberes de su personal» con las «atribuciones, prerrogativas, responsabilidades y funciones propias de una entidad corporativa encargada de la educación superior»; p. 4. Se reitera en Op. Sec. Just. Núm. 7 de 1993, p. 34; y desde Op. Sec. Just. Núm. 18 de 1978, p. 111. En Op. Sec. Just. Núm. 23 de 1975, p. 92: «[L]a Junta de Retiro de la Universidad de Puerto Rico y el Consejo Superior de Enseñanza, hoy Consejo de Educación Superior, *trustee* del Sistema de Retiro de dicha insti-

del Sistema de Retiro; bajo el (e)(15) mantiene un sistema de pensiones; y por el (e)(16) contrata peritos, asesores y técnicos necesarios. El Boletín, que se publica para los participantes del Sistema de Retiro<sup>9</sup>, cita a la Junta de Síndicos como fiduciaria del fondo de pensiones. «Este Cuerpo, dentro del Sistema Universitario, es el único con autoridad legal para aprobar la reglamentación del sistema en cuanto a los derechos y obligaciones tanto de los empleados participantes como de la Universidad de Puerto Rico.» Además, menciona a la Junta de Retiro como enlace entre el Director Ejecutivo y los participantes del Sistema<sup>10</sup>.

La Ley Núm. 218 de 6 de mayo de 1951, 18 L.P.R.A. §§321-366 (1951), según enmendada, o Ley de Retiro para Maestros, originó el sistema de retiro para maestros:

1. activos;
2. en la Junta de Retiro;
3. pensionados;
4. que reciben beneficios acorde a 18 L.P.R.A. §321 y siguientes, que ocupen puestos administrativos en:
  - a. Departamento de Educación;
  - b. departamentos de educación pública en municipios; o
  - c. cualquier institución de enseñanza pública en Puerto Rico (excepto la Universidad de Puerto Rico); y
  - d. que notifiquen por escrito a la Junta de Retiro la intención de permanecer acogidos a la Ley;
5. que trabajen en:
  - a. Asociación de Maestros de Puerto Rico;
  - b. Cooperativa de Crédito de los Maestros de Puerto Rico;
  - c. instituciones privadas que reconozca el Departamento de Instrucción Pública; e
  - d. integrantes de la Asamblea Legislativa de Puerto Rico con licencia para ejercer como maestros.

La sección 326 de la Ley señala que la Junta de Retiro está a cargo de la «administración general y el buen funcionamiento del Sistema»<sup>11</sup>. Y la sección 331 faculta a la Junta para, entre otros poderes:

---

tución tienen autoridad legal suficiente para ejercer la discreción que le otorgan la ley y los reglamentos universitarios....» Esto se había reconocido en Op. Sec. Just. Núm. 3 de 1966, pp. 21-23.

<sup>9</sup> *Informe Anual (Resumen), Año Fiscal 2000-01*, Boletín, San Juan, Puerto Rico, 11 de diciembre de 2001, pág. 1.

<sup>10</sup> *Ibid.*

<sup>11</sup> En Op. Sec. Just. Núm. 72 de 1963, se reafirmó tal acto; y que, los gastos para la administración del sistema serían aquellos indispensables (p. 324). En *J.R.M. v. J.R.T.*, 108 D.P.R. 448, 456 (1979), el tribunal aseveró que JRM se creó para administrar el sistema de anualidades y pensiones de maestros de Puerto Rico. No es una instrumentalidad corporativa pública del Gobierno de Puerto Rico (según Ley de Relaciones del Trabajo). No tiene fin de lucro. No tiene función comercial. No está forjada para fungir como empresa o negocio privado. En Op. Sec. Just. Núm. 9

1. demandar y ser demandada;
2. nombrar posiciones para administrar el Sistema;
3. llevar la contabilidad del Sistema;
4. invertir los fondos, contratar a consultores, administradores de fondos (money managers), bancos custodios y crear reglamentos de inversiones que abarquen:
  - a. criterios de selección, contratación y evaluación de los administradores, bancos custodios y otros especialistas;
  - b. políticas de inversión;
  - c. normas de administración, arrendamiento, venta, gravamen, ejecución de bienes inmuebles que generarán ingresos;
5. ordenar investigaciones actuariales;
6. vender, ceder o traspasar importes de créditos hipotecarios;
7. preparar y administrar presupuestos para manejo del Sistema;
8. delegar la aprobación de préstamos que la Ley autorice; e
9. implantar planes de seguro para los préstamos.

La sección 354.12, por su parte, detalla las inversiones autorizadas para las aportaciones, que aunque parece indicar que se refiere a las de los maestros, debe cubrir todos los fondos que nutran el Sistema<sup>13</sup>.

---

de 1985, se opinó que los «miembros y el Secretario Ejecutivo y de Actas de la Junta de Retiro para Maestros de Puerto Rico son funcionarios públicos» bajo la Ley Núm. 104 de 29 de junio de 1955, según enmendada [32 L.P.R.A. §§ 3077 *et seq.*, Ley de Reclamaciones y Demandas Contra el Estado]. Si los funcionarios son culpables o negligentes, como tales, responderán en daños y perjuicios en demandas contra el gobierno (p. 66).

<sup>12</sup> Según la Ley Núm. 47 de 29 de junio de 1988 y la Ley Núm. 96 de 19 de noviembre de 1993 enmendaron.

<sup>13</sup> 18 L.P.R.A. §323: aquellos existentes desde el 1 de junio de 1951 acorde a la Ley Núm. 161 de 10 de mayo de 1945; descuentos al maestro; pareos del gobierno; asignaciones de la Asamblea Legislativa de Puerto Rico; aportaciones de instituciones privadas; donaciones y legados; e intereses, dividendos, rentas y ganancias netas que produzcan los fondos. Los mismos se invertirían en:

- a. valores de rendimiento fijo:
  - bonos, pagarés, obligaciones del gobierno de Estados Unidos de América (EUA), sus agencias e instrumentalidades;
  - bonos, pagarés, deudas, exentas o no, garantizadas con la buena fe y crédito de entidades gubernamentales, instrumentalidades, empresas, corporaciones públicas o cualesquiera entidades gubernamentales de EUA, sus estados o el Gobierno de Puerto Rico;
  - bonos, pagarés u obligaciones corporativas;
  - bonos, pagarés u obligaciones de gobiernos centrales de países extranjeros;
  - préstamos hipotecarios, instrumentos colateralizados con ellos, préstamos de auto, contratos de arrendamiento. Esta categoría y las dos previas (según la Ley, aunque debiese incluir a las tres anteriores, en lugar de sólo las primeras dos; parece un error, porque dice que los instrumentos del mercado de dinero deben recibir tales clasificaciones, cuando ya tienen otro requisito y, además, porque la Ley del Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno de Puerto Rico y sus Instrumentalidades, que recoge casi el mismo detalle de inversiones, lo cita bien) debían ser valores clasificados con alguna de las cuatro más altas evaluaciones de agencias clasificadoras;
  - instrumentos del mercado de dinero con la clasificación más alta de agencias clasificadoras;

La Ley Núm. 447 de 15 de mayo de 1951, 3 L.P.R.A. §§ 761-830p (1951), según enmendada, creó el Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno de Puerto Rico y sus Instrumentalidades y lo conceptuó fideicomiso. Los fondos del mismo se usarán para provecho de los participantes y beneficiarios del fideicomiso. Se nombró una Junta de Síndicos<sup>14</sup> como responsable de implantar las disposiciones de esta ley. El Sistema, bajo las secciones 761

- 
- b. acciones comunes o preferidas de cualquier corporación de EEUU, Puerto Rico y países extranjeros:
    - cotizadas en mercados financieros electrónicos o no, nacionales o no;
    - no se permiten colocaciones privadas;
    - no más del 60% de los recursos del Sistema;
    - no en compañías cuyo valor de mercado sea inferior a \$100 millones;
    - no más del 5% de las acciones autorizadas y en circulación de una empresa;
    - no más de 20% en un solo sector económico;
  - c. inmuebles:
    - sin exceder el 15% en inversiones directas o indirectas, que generen ingresos o para propio uso;
    - expectativa razonable de rendimiento o ahorros mayores o iguales a otras inversiones;
    - no invertir en terrenos no desarrollados;
  - d. capital de riesgo:
    - empresas nacientes, en desarrollo, de alto crecimiento o alto riesgo con alto potencial de apreciación;
    - podrá controlar más del 5% de acciones autorizadas si los fondos no exceden el 5% del total de recursos del Sistema y se trabaja con administradores profesionales de tal tipo de inversión;
  - e. instrumentos financieros:
    - opciones, futuros, valores para entrega futura y transacciones de cambio de moneda extranjera sólo para reducir el riesgo;
  - f. inversiones en países extranjeros no excederán el 30% de los recursos del Sistema;
  - g. no se podrá invertir en valores de gobiernos o empresas en países comunistas, totalitarios o que discriminen por sexo, afiliación política o religión;
  - h. inversiones pueden ser en dólares norteamericanos o moneda extranjera;
  - i. se puede incurrir en deuda y los intereses serán exentos en Puerto Rico;
  - j. actuar con la «previsión, cuidado y bajo los criterios que los hombres prudentes, razonables y experimentados ejercerán en el manejo de sus propios asuntos con fines de inversión y no con fines especulativos, considerando, además, el balance que debe existir entre expectativas de rendimiento y riesgo».

Vale indicar que estas guías son iguales a las del Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno, salvo algunos detalles:

- a. la contratación de especialistas, como administradores de fondos (*money managers*), consultores, sin mención de bancos custodios, aparece bajo 3 L.P.R.A. §779, que especifica la inversión y reinversión de reservas del Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno. Pero, en 3 L.P.R.A. §779c, que habla de la creación del Reglamento para el Sistema, que la Junta de Síndicos deberá redactar, aparecen:
  - criterios, requisitos y condiciones para la selección y evaluación de los *money managers* y los bancos custodios;
  - la política de inversión; y
  - los objetivos pertinentes a la producción de ingresos de los bienes inmuebles;
 es decir, igual redacción a la de 18 L.P.R.A. §331, la de la Junta de Retiro para Maestros, sección que absorbe tal desglose y que lidia con los poderes de la Junta, no con las inversiones;
- b. en el caso de los bienes inmuebles, la ley de los Maestros permite invertir en inmuebles para el propio uso; en la de los Empleados del Gobierno se omite ese detalle;
- c. en las inversiones de capital de riesgo, la ley de los Maestros exige usar administradores profesionales para esas inversiones; la de los Empleados del Gobierno también omite ese requisito.

El impacto, si alguno, existirá según la magnitud de la presencia de inmuebles para uso propio y de las inversiones de capital de riesgo en las respectivas carteras. No empece, parecen ser omisiones o cambios involuntarios.

<sup>14</sup> 3 L.P.R.A. §775 (1951).

y siguientes de la ley es un organismo del Gobierno de Puerto Rico, «independiente y separado de otros». La Junta de Síndicos y la Administración no estarán sujetas a las disposiciones de las secciones 931 y siguientes de la Ley de la Administración de Servicios Generales, ni de las secciones 101 y siguientes del Título 23 o Ley Orgánica de la Oficina de Gerencia y Presupuesto del Gobierno. Serán administradores individuales bajo las disposiciones de las secciones 1301 y siguientes de la Ley de Personal del Servicio Público de Puerto Rico. La Junta, a su vez, nombrará un Administrador del Sistema para dirigir la operación del mismo<sup>15</sup>.

## 2. Normas de inversión: responsabilidad fiduciaria y prudencia

### 2.1. Guías de inversión

La Ley Núm. 113 de 3 de marzo de 1995 y la Orden Ejecutiva OE-1995-50A de 24 de agosto de 1995, catapultan al Banco Gubernamental de Fomento (BGF), agente fiscal para Puerto Rico, como la autoridad y agente, del Gobernador(a) de Puerto Rico para implantar guías para la inversión de los fondos públicos en la Isla para municipios, agencias, corporaciones públicas, compañías públicas de seguros y planes públicos de retiro. La Ley Núm. 113, en su Exposición de Motivos alude al 6 de diciembre de 1994, cuando el Condado de Orange (California) perdió cerca de \$1,690 millones, «causado por la falta de limitaciones o guías de inversión».

Sin embargo, Orange fue harina de otro costal, diferente a las justificaciones en la Ley para promulgar la política de inversión de los activos públicos. El tesorero del Condado<sup>16</sup>, entre

<sup>15</sup> *Ibid.*, §776.

<sup>16</sup> O «the turbocharged treasurer», según aparece en Michael T. Johnson, *Speculating on the Efficacy of «Speculation»: An Analysis of the Prudent Person's Slipperiest Term of Art in Light of Modern Portfolio Theory*, 48 *Stan. L. Rev.* 419, 436 (1996). En la nota al calce número 75, Johnson manifiesta que el título emana de *The Turbocharged Treasurer*, Wall St. J., Dec., 9, 1994, p. A16. En su interesante escrito Jonson arguye que la teoría moderna de portafolio ha deshecho la forma ortodoxa de concebir la especulación. Piensa que el derecho fiduciario debe incitar a que expertos puedan coquetear con el término más que interpretarlo bajo las típicas y poco uniformes normas fiduciarias. En Bodie, Kane & Marcus, *infra*, pp 144-145, 156, se define especulación como la inversión en un valor riesgoso por su prima de riesgo. Ésta debe ser suficiente para compensar a un inversionista averso al riesgo por la asunción de riesgo en la inversión. Un inversionista averso al riesgo sólo considera para invertir proyectos libres de riesgo o especulativos. Ese inversor penaliza porcentualmente la tasa esperada de rendimiento de una cartera con riesgo o la ganancia nominal esperada. La percepción de utilidad (porcentual) del inversionista regirá su selección de cartera. Será mayor si hay altos rendimientos esperados o menor si la expectativa de riesgo es elevada. ¿Cómo medir ese riesgo o «mala sorpresa»? Lo usual, varianza o desviación estándar, que miden las desviaciones de rendimientos alrededor de un valor promedio. Empero, no describen el riesgo total. Paul Samuelson pensó que momentos (matemáticos) más allá de la varianza poco impactan las decisiones de inversión. Por ello, el dúo dinámico media-varianza, para él y muchos más, satisfacen las incertidumbres de la recompensa en una inversión. *First Alabama Bank of Montgomery, N.A. v. Martin*, 425 So.2d 415 (Ala.), *cert. denied*, 461 U.S. 938 (1983), citando a Headley, *Trust Investments*, 97 *Trust & Estates* 739 (1952), usó la distinción que éste traza entre especulación e inversión: especular es comprar acciones comunes para revenderlas a un precio mayor; inversión prudente, en cambio es, examinar el valor intrínseco de una acción y retenerla a largo plazo; p. 427. El caso, por supuesto, todavía se aferra a las visiones del Restatement (Second) of Trusts (1959) y de Austin Scott, *infra*. Ver más adelante otro detalle a este respecto. Para estudiar derivados y entender algo del misterio: Robert W. Kolb, *Futures, Options & Swaps*, 2<sup>da</sup> ed., MA, Blackwell

1991 y 1994, había desarrollado una cartera que se beneficiaba si las tasas de interés permanecían bajas. La cartera se nutrió de fondos del Condado y de otras agencias municipales, y, se forjó lo que se identificó como la Canasta de Inversiones del Condado de Orange (*Orange County Investment Pool*)<sup>17</sup>. La persona, y ayudantes, usaron los réditos de valores a corto plazo para invertirlos, en gran medida, en valores derivados muy volátiles a largo plazo. Éstos, a su vez, fueron colateral para extraer dinero prestado adicional. Para ello se emplearon retroacuerdos de recompra (*reverse repurchase agreements*). El tesorero también colocó 35% (\$7.000 millones) de la canasta del Condado, \$20,000 millones, en flotadores inversos (*inverse floaters*), derivados muy sensibles a fluctuaciones en tasas de interés. Durante 1992 y 1993, tales estrategias rindieron frutos, muchos frutos. Para evitar, entonces, sospechas de ganancias tan extraordinarias o expectativas irreales de futuros rendimientos, transfirieron, falazmente, parte de las ganancias al Condado. En febrero de 1994 las tasas empezaron a subir y las ganancias de la Canasta a bajar. Ello suscitó una crisis fiscal en la cartera, necesidad absurda de efectivo, y nuevas estrategias: emisión grande<sup>18</sup> y nueva de cierta deuda exenta de tributación para comprar otros valores que permitiesen mantener los rendimientos previos, a base de un buen

---

Publishers, Inc., 1997; Roger G. Clarke, *Options and Futures: A Tutorial*, Virginia, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, 1992; Frank J. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis and Strategies*, 3.<sup>ra</sup> ed., New Jersey, Prentice Hall, 1996; Frank J. Fabozzi y T. Dessa Fabozzi, Editors, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 4.<sup>ta</sup> ed., Chicago, Irwin Professional Publishing, 1995; Robert C. Higgins, *Analysis for Financial Management*, 4.<sup>ta</sup> ed., Chicago, Irwin Professional Publishing, 1995; Hans R. Stoll, *Lost Barings: A Tale in Three Parts Concluding with a Lesson*, *The Journal of Derivatives*, Fall, 1995.

<sup>17</sup> *In re County of Orange*, 203 B.R.983, 30 Bankr. Ct. Dec. 101 (Bankr. C. D. Cal., Dec. 05, 1996). Se sostuvo que: (a) no hubo implicaciones bajo la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos de América; (b) hubo incumplimientos de contratos; (c) negligencia; (d) no existió ayuda para el incumplimiento de responsabilidad fiduciaria.

<sup>18</sup> O «infusión masiva» «to maintain competitive yields with other investment alternatives, while at the same time publicly reaffirming the safety and integrity of the Pool and maintaining the confidence and support of Pool Participants and lenders.» Además:

These debt offerings were designed and intended by Citron and Raabe at first to implement their enormous interest rate bet and then later, in 1994, to greatly expand its scope in an increasingly desperate effort to prevent Pool Participants, the [Orange County] Board of Supervisors and the public from appreciating the deteriorated and deteriorating condition of the Pool. *Ibid.*, p. 987.

En *California Ironworkers Field Pension Trust v. Loomis Sayles & Co.*, 259 F.3d 1036, 26 EBC 2317, 00 Cal. Daily Op. Serv. 6680, 2001 Daily Journal D.A.R. 8221, Pens. Plan Guide (CCH) P 23974H, 9th Cir.(Cal.), Aug. 6, 2001: invertir en *inverse floaters* no es *per se* imprudente. Pero, si la violación fiduciaria sólo consiste en invertir una alta cantidad (e.g., 30% de los activos del fideicomiso) en un valor o tipo de valor, el fiduciario responderá sólo por la cantidad que exceda aquella en que hubiese sido prudente invertir. En *Laborers Nat. Pension Fund v. Northern Trust Quantitative Advisors, Inc.*, 173 F.3d 313, 23 Employee Benefits Cas. 1001, Pens. Plan Guide (CCH) P 23955X, 5th Cir.(Tex.), Apr 16, 1999: un manejador de carteras invirtió 6.5% (\$11 millones) de los valores de renta fija en *interest-only mortgage-backed securities* (IOs). Un año después los vende con pérdidas de \$4.2 millones, a pesar de que la cartera total rindió 6% ese año. Lo demandan y en apelación se pautó que no hubo violación fiduciaria. ERISA incorpora teoría moderna de portafolios y prudente es examinar el papel de cada inversión en el contexto total, no su efecto independiente. *Gilbert v. EMG Advisors, Inc.*, 172 F.3d 876 (Table, Text in WESTLAW), Unpublished Disposition, 1999 WL 160382, Pens. Plan Guide (CCH) P 23954C 9th Cir.(Ariz.), Mar 17, 1999: un asesor de inversiones que no entienda los derivados en los que hizo que su cliente invirtiese, adecuadamente, es fiduciariamente responsable. Este fue otro caso de *inverse floaters*.



margen entre beneficio y costo de la cartera, a la vez que se creaba la «ilusión de liquidez». Así, comenzaron emisiones de valores millonarias y fraudulentas en 1993 y 1994. Hubo cargos por violaciones a secciones contra fraudes de las leyes de valores y sus reglamentos, falsas representaciones y omisiones de hechos materiales respecto a la composición de la cartera del Condado, la estrategia de inversión, los resultados de las inversiones, la descripción contributiva de los instrumentos, topes (*caps*) de tasas de interés (en tasas variables) no divulgados, alteraciones de los rendimientos y de los valores usados para colateralizar la obtención de dinero extra, presunciones convertidas en certezas del rumbo de las tasas de interés. Ello trastocó la capacidad del Condado para cumplir sus obligaciones y desarrolló una situación financiera que descansó en sólo recibir ingreso por interés, que de la forma en que se estructuraron las estrategias, obstaculizó atender las responsabilidades económicas. En diciembre de 1994 se radicó petición de quiebra y el Condado no pudo cumplir las obligaciones en las emisiones de valores<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> En *S.E.C. v. Dain Rauscher, Inc.*, 254 F.3d 852, Fed. Sec. L. Rep. P 91,468, 1 Cal. Daily Op. Serv. 5359, 2001 Daily Journal D.A.R. 6577 [9th Cir.(Cal.) Jun 26, 2001] (NO. 99-56828), que reversó y devolvió a *S.E.C. v. Dain Rauscher, Inc.*, 1999 WL 1425400, Fed. Sec. L. Rep. P 90,665 (C.D. Cal. Aug. 18, 1999) (NO. SA CV98-639GLT(ANX)) se determinó que el estándar de cuidado para un suscriptor de valores municipales es uno de razonable prudencia, y es sólo un factor de la industria que se debe sopesar; Ley de Valores de 1933, § 17(a)(2, 3), 15 U.S.C.A. § 77q(a)(2, 3); Ley de Intercambio de Valores de 1934, § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); 17 C.F.R. § 240.10b-5. En la página 852:

A securities professional has an obligation to investigate the securities he or she offers to customers. Investment banker for underwriter of taxable municipal notes had duty to make an investigation that would provide him with a reasonable basis for a belief that key representations in the statements provided to investors were truthful and complete. When statements are made in connection with the offering of a municipal security, those statements must be true and cannot omit material facts. Securities Act of 1933, § 17(a), 15 U.S.C.A. § 77q(a); Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); 17 C.F.R. § 240.10b-5.

La naturaleza de los actos precluyó cualquier procedimiento sumario:

Genuine issues of material fact, as to what was applicable industry standard for offering taxable municipal notes to investors and whether conduct of investment banker for underwriter met that standard and more expansive and controlling standard of reasonable prudence without disclosing that proceeds from sale would be used solely for investments and without personally reviewing investment portfolio, as well as whether any departure from standard was so extreme as to satisfy element of scienter under securities antifraud statutes and regulations, precluded summary judgment in banker's favor on Securities and Exchange Commission's claims for civil penalties and injunctive relief. Securities Act of 1933, § 17(a)(2, 3), 15 U.S.C.A. § 77q(a)(2, 3); Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); 17 C.F.R. § 240.10b-5; Fed. Rules Civ. Proc. Rule 56, 28 U.S.C.A.»

Atentaron contra la diversificación o, por lo menos, la interpretaron a su manera y coquetearon con íntimos conceptos de riesgo. *District Court Enters Judgment Against Citron and Raabe*, United States Securities and Exchange Commission, Litigation Release N.º 14913, May 17, 1996; *SEC v. CS First Boston Corporation, et. al. 96-8124 JGD (CTX)*, United States Securities and Exchange Commission, Litigation Release N.º 15160, November 20, 1996; *Securities and Exchange Commission v. Dain Rauscher, Inc., Kenneth D. Ough, and Virginia O. Kohler, Civil Action N.º SA CV 98-639 LHM (ANx) (C.D. Cal.)*, U.S. Securities and Exchange Commission, Litigation Release N.º 15829, August 3, 1998; Steven A. Goldfield, *The SEC and The IRS*, FindLaw for Legal Professionals, 1999.

Aún en la literatura, hay interesantes ejemplos: Antonio reacciona a Salarino:

Believe me, no: I thank my fortune for it,  
My ventures are not in one bottom trusted,  
Nor to one place; nor is my whole estate

El S.E.C. atacó tres áreas principales:

1. mejor divulgación en la literatura de ventas de instrumentos de renta fija (bonos), que detallase los riesgos a los inversionistas y la situación financiera del emisor de la deuda;
2. límites a las aportaciones políticas de los traficantes de bonos (*bond dealers*) a oficiales gubernamentales que usan a aquéllos para sus préstamos municipales; y
3. mejor información de los precios de compraventa de emisiones viejas<sup>20</sup>.

Por ello, muy ajeno a la sucinta Exposición de Motivos, lo subyacente en ese Condado fueron actuaciones indebidas de las personas a cargo de administrar carteras de inversión y no la existencia o no y el contenido elaborado, o superficial, de alguna política de inversión.

En su interesante y elocuente escrito, Frankel, *infra*, rechazó esbozar una teoría lineal de evolución social que recorriese los caminos del estatus (*Power Bearer v. Dependent*), al contrato y a la fiducia, dadas las complejidades de las relaciones fiduciarias (y humanas, por supuesto).

Su preocupación radicó en la incapacidad de eliminar el abuso fiduciario. Pero, ¿es ello posible en alguna relación jurídica? Sí, cuando se desea optimizar, pero eliminar, es una utopía. Y, enfrentó diversos problemas:

---

Upon the fortune of this present year:

Therefore, my merchandize makes me not sad.

Es decir, ni el mismo espacio ni el mismo tiempo. William Shakespeare, *The Complete Works of William Shakespeare, The Merchant of Venice*, New York, Crown Publishers, Inc., 1975, p. 203. También:

Como la ley no permitía desheredar a Ricardo, el Comendador prefirió perder su fortuna. La parte de Requena, la puso en cédulas, que por más que no rindan mucho son seguras; la de Ricardo, la puso en el subterráneo: basta ver la ganancia que daba, para saber que era una inversión peligrosa.» (énfasis suplido); Jorge Luis Borges y Adolfo Bioy Casares, *Seis problemas para don Isidro Parodi*, 1.<sup>era</sup> ed., 1.<sup>era</sup> reimpresión, Madrid, Alianza Editorial, 1998, 1999, p. 120.

O de las certitudes nos recuerda Unamuno:

Para ellos no hay quemantes lágrimas vertidas en el silencio, en el silencio del misterio, porque estos bárbaros se lo creen tener todo resuelto; para ellos no hay inquietud del alma, «pues se creen nacidos en posesión de la verdad absoluta; para ellos no hay sino dogmas y fórmulas y recetas.» (énfasis suplido); Miguel de Unamuno, *Vida de Don Quijote y Sancho*, 1.<sup>era</sup> ed. en *El libro de Bolsillo*, 1.<sup>era</sup> ed. revisada en Biblioteca de Autor, Madrid, Alianza Editorial, 1987, 2000, p. 277.

<sup>20</sup> Jonathan Lansner, *One Year Wiser//Muni Market: New rules and bitter bankruptcy memories change the playing field*, *The Orange County Register*, December 3, 1995. El jefe de la división de cumplimiento del SEC, William Lucas, expuso muy bien la situación: «The fundamental precept that you can't cheat, you can't lie and you can't steal applies across the board to municipal officials as well as in the corporate board room.» (énfasis suplido). James V. Grimaldi, *SEC's next target: O.C. bankruptcy//Government: The investment scandal is the highest-profile municipal case ever tackled by the commission*, *The Orange County Register*, January 15, 1996.

En Puerto Rico, la situación de los precios de instrumentos de renta fija es muy particular, ora por emisiones recientes o antiguas (más marcado en éstas) ora por el mercado en el que tales vehículos de inversión trafican, que es muy ineficiente. Es necesario que existan mejores formas de pautar los precios de muchos de estos valores, para ambas partes de la ecuación, vendedor y comprador; éste, por lo general, invierte sin saber qué y, muchas veces, los vendedores ofrecen lo que un libreto brinda, sin entender el contenido.

1. abuso de poder o mal uso de poder delegado; su magnitud dependerá del propósito de la relación y qué se delegó, la amplitud del poder delegado y las protecciones disponibles para mitigar la probabilidad de abuso;
2. establecimiento de controles alternos, con intención de:
  - a. prevenir conflictos de interés, si se encuentra a alguien que no los cometa, y/o asociarse a quién se le delegó el poder;
  - b. entregar incentivos al fiduciario;
  - c. controlar al fiduciario donde el *entrustor* pueda terminar la relación fiduciaria; redactar un contrato que detalle las consecuencias de un abuso, a pesar de que las relaciones fiduciarias no son necesariamente contractuales y habría que determinar los costos de esbozar tal contrato omnipotente; controlar directamente, o, indirectamente si se estandarizan los objetivos; supervisar al fiduciario, o, que las agencias reguladoras (control no judicial) lo hagan;
3. elaborar controles judiciales para:
  - a. prevenir conflictos de interés;
  - b. impedir que el fiduciario se desboque;
  - c. supervisar a éste;
  - d. transferir derechos de propiedad: declarar a una persona fiduciaria y trasladar el beneficio del dominio al *entrustor*, y otorgar el dominio legal al fiduciario (*i.e.*, fiduciario constructivo); y
  - e. recalcar la moral.

Parece obviarse la madeja profusa e interminable de las relaciones humanas en el ámbito jurídico, y más que pensar en estructuras mirando y orquestando desde el cielo qué deben hacer los integrantes del circo legal, son éstos, en sus diferentes facetas de autonomía de voluntad y actuación, los que deben encauzar hacia relaciones éticas fiduciarias frente a relaciones económicas, en su sentido de bajo costo. La cara de éste emana como una consecuencia de esas imbricaciones.

### 3. Prioridades de la política de inversión

La Ley Núm. 113, añade en su Exposición de Motivos que las guías de inversión enfatizarán, en ese orden, seguridad, liquidez y rendimiento. Las carteras de los cinco sistemas tenían, acorde al Informe Anual, *op. cit.*, nota 4, entre 56% y 83% de los activos invertidos en acciones, mientras que las inversiones a corto plazo fluctuaban entre menos del 1% hasta cerca del 7%. Ello no cumple con esos dos requisitos de seguridad y liquidez. Las guías de inversión para planes públicos de retiro<sup>21</sup> critican las inversiones permisibles en las leyes orgánicas de las dife-

<sup>21</sup> *Statements of Investment Guidelines for Public Retirement Plans*, Government Development Bank for Puerto Rico, San Juan, Puerto Rico, February 22, 1996, en su carta preámbulo.

rentes agencias pues no permiten que se combinen prudencia, buen juicio, rentabilidad, liquidez y seguridad<sup>22</sup>.

Sin embargo, estas guías listan qué valores son permisibles y cuáles no, a menos que el Banco Gubernamental de Fomento (BGF) apruebe por escrito cualquier solicitud escrita para poder invertir en valores de mayor riesgo<sup>23</sup>. Esta política restringe más el poder de inversión de los grupos que pretende controlar que los que éstos han desarrollado<sup>24</sup>, como los casos de Maestros y el de Empleados del Gobierno, que carecen de tales camisas de fuerza. Las guías, no obstante, aclaran que cada plan de retiro puede redactar sus propias políticas de inversión si no son incompatibles con las pautas uniformes y generales que el BGF creó. Las diferencias deseadas requieren la aprobación de BGF. Entonces, ¿es BGF un asesor de inversiones (*investment adviser*) compulsorio u opcional? La Ley especifica que BGF asesorará cuándo se le solicite, que puede ser, así, cuando alguien quiera soslayar las guías uniformes (opcional, y BGF no se responsabilizará por revisar si la política uniforme se cumple o no) o cuando no quiera hacerlo pero entienda que BGF puede trabajar mejor, o porque prefiere compartir el riesgo de administración de los sistemas. Pero, acudir a BGF no implica que éste asumirá responsabilidad alguna pues las guías otorgan la responsabilidad final de las decisiones de inversión a las juntas de cada sistema de retiro o fondos públicos<sup>25</sup>.

Por otro lado, las guías permiten que en cada sistema se contraten los asesores necesarios para desarrollar y evaluar cada situación, atinente a las características y objetivos que las cartteras posean. En la práctica, las consultas se tornarían en asesores consultando a asesores para

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 2. En AIMR, *Standards of Practice Handbook*, 8<sup>th</sup> ed., Virginia, 1999, p. 215, (*Topical Study: Fiduciary Duty*), se resalta que las leyes que rigen las inversiones en planes públicos imitan o toman como arquetipo a ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), sea o no propio, aunque remite a los postulados bíblicos de leyes fiduciarias: lealtad, imparcialidad y prudencia (la Ley 113 no menciona a las dos primeras). La lealtad, siguiendo la ortodoxia práctica y teórica, se refiere a los beneficiarios y participantes, o fideicomisarios de los planes, en aquellos casos donde existe el fideicomiso, o *entrustor* (o depositario de la confianza). Robert M. McLaughlin usó ese término [que a su vez lo extrajo de Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 71 Calif. L. Rev. 795, 800 (1983), *infra*] en un fabuloso escrito que apareció en AIMR Conference Proceedings, *Risk Management and Fiduciary Duties*, Virginia, 1999, p. 21:

«'Entrustor', although an imperfect term, is more descriptive and less confusing than the available alternatives. The most common, of course, is 'beneficiary', but that seems an odd term for describing such diverse persons as general partners, joint venturers, patients of physicians or psychiatrists, clients of lawyers, union members, stockholders, and at times, even bondholders and institutional lenders—all of whom enjoy some fiduciary law protections.»

No olvidemos, sin embargo, que las relaciones fiduciarias tienen tres partes principales que se pueden combinar y confundir: fiduciario o *trustee*, fideicomitente y fideicomisario y, por ende, deben considerarse y ampliar a quién se dirige la lealtad. A pesar de su selección, McLaughlin aún parece remitirse al tercero, ignorando tales posibles combinaciones.

Frankel, por su lado, describió al *entrustor* como una parte en una relación fiduciaria que depende de otra, el fiduciario. Frankel, *op. cit.*, p. 800.

<sup>23</sup> *Ibid.*, pp. 8-9, en las guías.

<sup>24</sup> *Op. cit.*, nota 12.

<sup>25</sup> *Statements of Investment Guidelines for Public Retirement Plans*, *op. cit.*, p. 2: «The Governing Board of a public retirement plan is ultimately responsible for making the investment decisions deemed appropriate by it for the respective retirement plan...»

hacer o deshacer, dilatando, así procesos importantes de inversión. Por ello, la conveniencia de la uniformidad de las guías, en lugar de abrir las puertas para la verdadera descentralización de toma de decisiones, las entrea-bre y coarta la agilidad en los críticos momentos de inversión. Tanto permiso es innecesario.

#### 4. ¿Hombre, persona o inversionista prudente?

La carta preámbulo de las guías de inversión acoge la regla que denominan del inversionista prudente (*prudent investor rule*):

Investments shall be made with judgement and care, under circumstances then prevailing, which persons of prudence, discretion and intelligence, exercise in the management of their own affairs, not for speculation, but for investment considering the probable safety of their capital as well as the probable income to be derived.

*Statements of Investment Guidelines for Public Retirement Plans*, Government Development Bank for Puerto Rico, San Juan, Puerto Rico, February 22, 1996, en su carta preámbulo, página 3.

Añade que la selección de las inversiones se hará en el contexto de la cartera completa.

Pero, el resto del contenido de las guías, al mencionarse los propósitos de la política de inversión, discurre entre el estándar del hombre prudente<sup>26</sup>, el del inversionista prudente<sup>27</sup> y el de la persona prudente<sup>28</sup> (bajo los Principios Generales de Inversión), para referirse al mismo concepto. No se explica de dónde emana la trilogía, más allá de la probable confusión<sup>29</sup>. A

<sup>26</sup> «Articulate the prudent man standard according to which the public retirement plan's assets must be managed.» *Ibid.*

<sup>27</sup> «[I]n accordance to its particular financial resources and needs and its investment goals, and pursuant to the 'prudent investor rule', as defined herein.» *Ibid.*; reiterado en la página 6.

<sup>28</sup> Entonces, tenemos dos versiones:

- a. una que casi replica la de *Harvard College*, infra. Se diferencia en que habla de personas de prudencia en vez de hombres de prudencia; de inversiones en lugar de la permanente disposición de fondos; pero añade las características de juicio (no en ERISA), y, cuidado, circunstancias preva-lcientes y portafolio total (tres características de ERISA), y, la denomina regla del inversionista prudente; y otra que
- b. es una fotocopia del hombre prudente de ERISA, salvo que la que sigue (página 5 de las Guías) cita al «prudent person» y la clasifica como la regla de la persona prudente.

¿Cuál es la válida en una misma política de inversión, sabiendo que el *Harvard* y ERISA cobijan dos públicos dife-rentes e implicaciones distintas? Así:

«The standard of prudence to be applied by the Governing Board and Investment Officer(s) will be the 'prudent person' rule. Trustees shall act with the care, skill, prudence and diligence, under circumstances then prevail-ing, that a prudent person acting in like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of a similar operation. The prudent person rule should be applied in the context of managing an overall portfolio.» *Ibid.*, p. 5.

<sup>29</sup> Pienso en Foucault:

De ahí, la manera cautelosa, renqueante, de este texto: a cada momento, toma perspectiva, establece sus medi-das de una parte y de otra, se adelanta a tientas hacia sus límites, se da un golpe contra lo que no quiere decir, abre fosos para definir su propio camino. A cada momento denuncia la confusión posible. Declina su identidad, no sin decir previamente: no soy ni esto ni aquello. No es crítico, la mayor parte del tiempo; no es por decir

contrario *sensus* está el hombre prudente de la Ley de Retiro para Maestros y el Sistema de Retiro de los Empleados del Gobierno de Puerto Rico y sus Instrumentalidades<sup>30</sup>.

Esa acepción del inversionista prudente que surge de la página 3 de las guías, por su visión acotada a las inversiones, a pesar de hablar de «persona prudente» es la del inversionista, y difiere a la de la persona prudente de la nota al calce número 26, lenguaje de ERISA, que aunque es la del inversionista prudente, realza que la persona no manejará las inversiones como si fuesen de ella, sino cómo otros hiciesen en situaciones similares y para beneficio de otros. Ambas, empero, coinciden en que la selección de los ingredientes en las carteras acaecerá según análisis total de la misma, no cómo cada instrumento funcionaría en sí.

El sistema de retiro de Iowa emplea una definición de la persona prudente (o más correcto, inversionista prudente) muy semejante a la de las guías:

---

por lo que afirma que todo el mundo se ha equivocado a izquierda y derecha. Es definir un emplazamiento singular por la exterioridad de sus vecindades; es —más que querer reducir a los demás al silencio, pretendiendo que sus palabras son vanas— tratar de definir ese espacio blanco desde el que hablo, y que toma forma lentamente en discurso que siento tan precario, tan incierto aún. (énfasis suplido).

Michel Foucault, *La arqueología del saber*, 12.<sup>da</sup> ed., México, Siglo Veintiuno Editores, 1987, p. 28.

O en Sabato y Borges: «Sabato: Es la diferencia entre probable y posible. Es probable que haya caballos azules, pero es imposible que tres caballos azules más cuatro caballos azules formen noventa y siete caballos azules. Esa suma es universal y vale para siempre, en cualquiera de los mundos reales o imaginarios.» Orlando Barone, *Diálogos*, Buenos Aires, Emecé Editores S.A., 1976, 1996, p. 78.

Dentro de esta hemorragia de incertidumbre y aparente aleatoriedad, Einstein, en una entrevista de octubre de 1929, época de éxtasis de la mecánica cuántica, dijo que «todo está determinado, el comienzo así como el final, por fuerzas sobre las que no tenemos control. Está determinado tanto para el insecto como para la estrella. Seres humanos, vegetales o polvo cósmico, bailamos a un son misterioso, entonado en la distancia por un flautista invisible.» (traducción suplida) R.W. Clark, *Einstein: The Life and Times*, New York, World Pub. Co., 1984, p. 422. Valga resaltar la contraria visión milliana, para quien no existía el conocimiento «a priori» de la realidad, sino que ésta surge por derivaciones empíricas. Mill connotaba a la matemática poseedora de ciertas peculiaridades; *e.g.*, la geometría no depende de la sucesión de eventos; las verdades matemáticas son independientes de las leyes de la causalidad y por ende, las proposiciones matemáticas son ciertas. Así, definiciones no deducen los teoremas de Euclide, pues son arbitrarias, ni ciertas ni falsas; los mismos (teoremas) proceden de postulados, que pueden ser ciertos y falsos. Dugald Stewart, el filósofo escocés dieciochista, sostenía que las proposiciones matemáticas eran entrelazamientos entre suposiciones o asunciones y algunas consecuencias. Contrario a Mill, los principios geométricos euclidianos eran definiciones, no axiomas ni postulados. Más prístina aún es la carta de Einstein a Herbert Samuel en octubre de 1937, luego de que éste publicara *Belief and Action*:

Usted ha correctamente subrayado que estos físicos [estadísticos] no distinguen entre hechos observados y los físicamente existentes. No hay causalidad respecto al primero; haber demostrado esto resulta uno de sus más grandes méritos. El que los hechos objetivos estén sujetos a causalidad es una pregunta cuya respuesta necesariamente depende de la teoría desde la cual comencemos. Por consiguiente, nunca será posible decidir si el mundo es causal o no. Hasta ahora sólo poseemos para la descripción de eventos atómicos una teoría estadística. Pero si tuviésemos éxito en construir una teoría de carácter determinístico, basada en suposiciones menos independientes que la actual física estadística, nadie insistirá en sostener la última como la base de la física. Debo confesar que estoy convencido que esta posibilidad se realizará. Debe notarse, además, que la mecánica cuántica estadística no cubre ni explica alguno de todos los resultados parciales reconocidos de nuestra física teórica presente ni todos los hechos empíricos reconocidos. Es, por lo tanto, una actitud acritica declarar que el carácter estadístico de la naturaleza sea un hecho. Sólo puede excusarse por el hecho de que hasta ahora no tenemos otra teoría. (traducción y énfasis suplidos). *Ibid.*, p. 415.

Hasta hoy, la naturaleza es independencia estadística.

<sup>30</sup> *Op. cit.*, nota 12.

In the investment of the fund, the Department of Personnel and Investment Board shall exercise the judgment and care under circumstances then prevailing which persons of prudence, discretion and intelligence exercise in the management of their own affairs, not for the purpose of speculation, but with regard to the permanent disposition of funds, considering the probable income, as well as the probable safety, of their capital. (énfasis suplido)

Carol V. Calhoun and Cynthia L. Moore, *Governmental Plans Answer Book*, New York, Panel Publishers, Aspen Publishers, Inc., 2002, p. 7-13, citando a Iowa Code Ann § 97B.7(2)(b).

Las autoras aluden a una publicación de *The National Council on Teacher Retirement (NCTR) [Protecting Retiree's Money: Fiduciary Duties and Other Laws Applicable to State Retirement Systems, 5 (4th ed 2000)]*, donde se encontró que 9 de 50 sistemas estatales de retiro para maestros siguen tal norma de la persona prudente (la encuesta fue en el 2000). Son ellos: Connecticut, Delaware, Iowa, Minnesota, Nevada, New Mexico, Pennsylvania, South Dakota y Texas. Es decir, una minoría.

La regla de la persona prudente (u hombre prudente, como también se reconoce) descien- de del famoso caso de *Harvard College v. Amory* y su hombre prudente<sup>31</sup>, de la Corte Suprema Judicial de Massachussets, acorde a su emisor, el juez Putnam:

<sup>31</sup> En AIMR, 1997 *CEA Level II Candidate Readings*, 1996, p. 60, [Bevis Longstreth, *The Prudent Man Rule Today-Variations on a Single Theme. Modern Investment Management and the Prudent Man Rule*, (Oxford University Press, 1987), en la nota al calce número 1, Longstreth recurre al trabajo de W.L. Prosser, *Law of Torts*. Éste narra que el concepto de «reasonable man of ordinary prudence» apareció por primera vez en un caso inglés, *Vaughn v. Menlove*, 3 Bing.N.C. 468, 132 Eng. Rep. 490 (1837).

El último párrafo de la decisión reitera el concepto, aunque prelude por bastante, con las «circunstancias existentes» a las circunstancias prevalencias de ERISA, amén de que concede licencia para perder:

Trustees are justly and uniformly considered favorable, and it is of great importance... that they should not be held to make good, losses in the depreciation of stocks or the failure of the capital itself, which they held in trust, provided they conduct themselves honestly and discreetly and carefully, according to the existing circumstances in the discharge of their trusts. If this were held otherwise, no prudent man would run the hazard of losses which might happen without any neglect or breach of good faith. (énfasis suplido)

Mayo Adams Shattuck, *The Development of the Prudent Man Rule for Fiduciary Investment in the United States in the Twentieth Century*, 12 Ohio St. L. J. 491, 494 (1951).

En la década de 1970 se cambió de hombre prudente a persona prudente para neutralizar el género. Esa persona prudente gobernaba a los fiduciarios (*trustees*) que las escrituras de fideicomisos, estatutos o tribunales no controlasen. Bogert & Hess, *Trusts & Trustees*, 3.<sup>ra</sup> ed., St. Paul, Minn., West Publishing Co., 2000, secs. 611-670, 612, p. 9.

En Puerto Rico, el Código Civil (31 L.P.R.A. §§2541-2581), que define y regula el fideicomiso, no menciona la prudencia. El fiduciario dispondrá (en sentido lato) de los bienes para beneficio de los fideicomisarios (31 L.P.R.A. §2541), si no contraría a la ley o moral pública (31 L.P.R.A. § 2547). El fiduciario no responderá por equivocación alguna de criterio, error de hecho o derecho, ni acto u omisión, salvo descuido propio voluntario o negligencia manifiesta (31 L.P.R.A. §2569). Lo reconoce Dra. Carmen Teresa Lugo Irizarry, *El Fideicomiso en Puerto Rico: Un Híbrido Jurídico Ante el Futuro*, First Book Publishing of P.R., 1996, p. 183, donde remite al derecho norteamericano donde «se impone al fiduciario el deber de cuidado de la propiedad y de comportarse como un hombre prudente y razonable en el manejo y administración de los negocios». También, en la p. 50, recalca que «no se regulan las responsabilidades del fiduciario con terceras personas o de éstas con el fiduciario, ni se requiere el grado de responsabilidad de un buen padre de familia».

Do what you will, the capital is at hazard<sup>32</sup>. If the public funds are resorted to, what be comes [sic] of the capital when the credit of the government shall be so much impaired as it was at the close of the last war?...All that can be required of a trustee to invest, is, that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested.

26 Mass. (9 Pick.) 446, 461 (1830).

Nelson, Aalberts y Poon<sup>33</sup> alertan acerca de la confusión entre la persona prudente y el inversionista prudente. Reconocen que la persona prudente es un concepto más abarcador para los fiduciarios que el del inversionista prudente. La primera enmarca todos los deberes fiduciarios a menos que el fideicomiso o documentos que gobiernen la relación jurídica determinen otra cosa; el segundo sólo restringe a los deberes de inversión del fiduciario (aunque el

<sup>32</sup> «[B]urst of New England gloom». Lawrence M. Friedman, *The Dynastic Trust*, 73 Yale L. J. 547, 553 (1964).

<sup>33</sup> J. Alan Nelson, *The Prudent Person Rule: A Shield for the Professional Trustee*, 45 Baylor L. Rev. 933 (1993); Robert J. Aalberts & Percy S. Poon, *The New Prudent Investor Rule and the Modern Portfolio Theory: A New Direction for Fiduciaries*, 34 Am. Bus. L. J. 39 (1996). Los autores también narran que la regla del inversionista prudente asciende hasta Santo Tomás de Aquino, el Doctor de los Dominicos, «cristianizador» de Aristóteles (como San Agustín de Platón), y su Tratado de la Prudencia y Justicia en el exoesqueleto económico del siglo XV, la teología moral tomasiana de la *Summa Theologica*. Santo Tomás pensaba que cada ser humano actuaba «bajo el aspecto del bien» (*sub ratione boni*) en búsqueda de la felicidad. La prudencia, capacidad intelectual o sabiduría práctica, nos permite hacer las cosas bien y del uso que hacemos de ellas. Austin Fleming, *Prudent Investments: The Varying Standards of Prudence*, 12 Real Prop., Prob. & Tr. J. 243, 244 (1977) también absorbe tal pensamiento, en su nota al calce número 5. El Santo, por su parte, llamó a la prudencia conocimiento connatural (*per modum connaturalitatis*), equivalente a virtud (hacer bien lo que haya que hacerse), y lo diferenció del conocimiento racional o general (*per modum rationis*). La prudencia tomasiana, en particular, en derecho natural, deriva de Aristóteles y es medular para entender los desarrollos de relaciones internacionales, e.g., las guerras y las absurdas matanzas de inocentes. Ver a Anthony J. Lisska, *Aquinas's Theory of Natural Law. An Analytic Reconstruction*, Oxford, Clarendon Press, 1996; Norman Kretzmann y Eleonore Stump, editores, *The Cambridge Companion to Aquinas*, Cambridge, Cambridge University Press, 1999; Frederick Copleston, S.J., *A History of Philosophy*, Book One, Volume II, New York, Image Books, 1985, pp. 302-434.

Pero, otro probable origen está en Lucas 16:1-8, 10 (*The New English Bible*):

There was a rich man who had a bailiff, and he received complaints that this man was squandering the property. So he sent for him, and said, «What is this that I hear? Produce your accounts, for you cannot be manager here any longer.» The bailiff said to himself, «What am I to do now that my employer is dismissing me? I am not strong enough to dig, and too proud to beg. I know what I must do, to make sure that, when I have to leave, there will be people to give me house and home.» He summoned his master's debtors one by one. To the first he said, «How much do you owe my master?» He replied, «A thousand gallons of olive oil.» He said, «Here is your account. Sit down and make it five hundred; and be quick about it.» Then he said to another, «And how much do you owe?» He said, «A thousand bushels of wheat,» and was told, «Take your account and make it eight hundred.» And the master applauded the dishonest bailiff for acting so astutely... The man who can be trusted in little things can be trusted in great; and the man who is dishonest in little things is dishonest also in great things. (énfasis suplido)

Ver también a Friedman, *op. cit.*, p. 552. Éste piensa que el fideicomiso de *Harvard College*, caso de un «dynastic trust» o fideicomiso a perpetuidad («a trust set up primarily to perpetuate the trust estate for as long a period as possible»; p. 547), originó el inversionista prudente. Scott, por su parte, habló de la regla de la persona prudente, al referirse al caso, casi la *sed contra* tomasiana. William F. Fratcher, *Scott on Trusts*, 4.<sup>th</sup> ed., Little, Brown and Company, Boston, 1988, Vol. III, § 227-5, p. 442.



término que usa es *trustee*). Nelson apunta que la decisión de *Harvard College*, aunque fraseada como «men of prudence» y adaptada y conocida, por supuesto, incorrecta, luego, como el estándar de persona prudente, usó lo que es la regla del inversionista prudente:

Although the Harvard College court applied what it called the Prudent Person Standard when it decided this case, the rule it applied is what is now called the Prudent Investor Rule. Later cases echoed the Harvard College rule with the Prudent Person misnomer in Prudent Investor contexts. In fact, the Prudent Person rule is a relatively recent development in American trust law. In the 1940s and 1950s, practitioners began to distinguish Harvard College's progeny into two separate rules: The Duty to Use Ordinary Skill and Prudence (The Prudent Person Rule) and The Prudent Investor Rule. The two are often confused, but the Prudent Person Rule is much broader in scope. The Prudent Person Rule applies generally to the performance of all the duties of the trustee, unless the trust instrument provides otherwise.

J. Alan Nelson, *The Prudent Person Rule: A Shield for the Professional Trustee*, 45 *Baylor L. Rev.* 933, 935, 936 (1993).

*Harvard College* se desvió del conservadurismo del derecho inglés en su decisión y flexibilizó cómo invertir, donde el arquetipo de prudencia fue el acto, no el resultado<sup>34</sup>. El desastre financiero del *South Sea Company* en 1719, cuando los precios de las acciones de la compañía disminuyeron cerca de 90%, provocó que los tribunales limitasen el permiso concedido a los fiduciarios de invertir en acciones. Así, comenzaron las listas restrictas de inversiones permisibles, encajonadas en *British consols* o fondos públicos (*government securities*), otros valores gubernamentales, otras inversiones que preservasen principal y, más tarde, ciertas primeras hipotecas. El juez Putnam abandonó el cinturón de castidad de las listas. Pero, en *King v. Talbot*<sup>35</sup>, las acciones volvieron a convertirse en imprudentes y se readoptaron las listas, parecidas a la doctrina inglesa. La Gran Depresión, sin embargo, cuestionó nuevamente la sapiencia de las listas y comenzaron a abandonarse, deserción que comenzó en 1939<sup>36</sup>. Este caso apa-

<sup>34</sup> Fleming, *op. cit.*, p. 244, quien pensó que la prueba de la prudencia era una de conducta, no de resultado o desempeño. Hay dos elementos críticos en la decisión, uno sustantivo, de inversión segura, no especulativa, y otro procesal, cómo los hombres prudentes atenderían sus asuntos. Ver a Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, 62 *N.Y.U. L. Rev.* 52, 57 (1987).

<sup>35</sup> 40 *N.Y.* 76 (1869). Los fiduciarios sólo pudieron invertir en bonos del gobierno o hipotecas aseguradas. No se permitieron valores corporativos donde el caudal fiduciario «is necessarily exposed to the hazard of loss or gain, according to the success or failure of the enterprise.» *Ibid.*, pp. 75-86.

<sup>36</sup> Ver a Nelson y Aalberts y Poon, *op. cit.*; Longstreth, *op. cit.*, pp. 30-31; Martin D. Begleiter, *Does the Prudent Investor Need the Uniform Prudent Investor Act—An Empirical Study of Trust Investment Practices*, 51 *Me. L. Rev.* 27, 28, 29 (1999); John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 *Iowa L. Rev.* 641, 643 (1996); Shattuck, *op. cit.*; Friedman, *op. cit.*, p. 553; Stephen P. Johnson, *Trustee Investment: The Prudent Person Rule or Modern Portfolio Theory. You Make the Choice*, 44 *Syracuse L. Rev.* 1175 (1993); Randall H. Borkus, *A Trust Fiduciary's Duty to Implement Capital Preservation Strategies Using Financial Derivative Techniques*, 36 *Real Prop., Prob. & Tr. J.* 127 (2001); Sjur Midness, *Minnesota's Prudent Investor Rule: Aligning Law with Practice*, 23 *Wm. Mitchell L. Rev.* 713 (1997); Paul G. Haskell, *The Prudent Person Rule for Trustee Investment and Modern Portfolio Theory*, 69 *N. C. L. Rev.* 87 (1990).

rentó ser como el de *Harvard*, con su «the trustee is bound to employ such diligence and such prudence... as in general, prudent men of discretion and intelligence in such matters, employ in their own like affairs». Los fiduciarios (*trustees*) poseían tres deberes de inversión: dinero seguro, productivo y siempre disponible al beneficiario (*always subject to future recall for the benefit of the cestui que trust*). Por ello, no había espacio para incertidumbres ni fluctuaciones en los precios de valores o formas de disponer del dinero, sólo «a constant, unremitting, regular flow of income».

## 5. Convergencias y divergencias de la prudencia

Algo de la norma de *Harvard* se fue acopiando en varias leyes. Las mismas ciñeron la idea de que las inversiones se justipreciaban y seleccionaban una a una, no como un todo contextual. ERISA se apartó de este aislamiento en 1979<sup>37</sup> y optó por el barniz del manejo de una cartera en su totalidad y cómo las combinaciones de instrumentos y sus características impactaban los objetivos de los inversores.

<sup>37</sup> ERISA gobierna los requisitos de los planes de beneficios a empleados en EEUU:

- a. información y divulgación;
- b. estructura para la administración de los planes;
- c. documentación;
- d. procesos de reclamaciones;
- e. retención de expedientes;
- f. responsabilidad fiduciaria y transacciones prohibidas;
- g. seguros;
- h. fideicomisos;
- i. portabilidad, acceso y renovación de planes de salud;
- j. estándares para planes de salud;
- k. informes de cubiertas de salud;
- l. órdenes para ayuda a menores; y
- m. continuación de cubierta de planes grupales de salud.

Pero, excluye de su cobertura a los planes gubernamentales, los de iglesias, aquellos creados para sólo cumplir leyes de compensaciones a empleados, compensación por desempleo o seguros de incapacidad, los que se mantienen fuera de la jurisdicción norteamericana para extranjeros no residentes y planes sin fondos suficientes (*unfunded*) de beneficios en exceso. Esta noción del hombre prudente de ERISA surgió, en parte, como acoge Longstreth, *supra*, página 52, porque ERISA difiere de los fideicomisos privados en que:

- a. no existen intereses encontrados de beneficiarios actuales y futuros (aunque entiendo que esta es un área de mucho interés; no absorbo por qué ello no puede ser así, más allá de lo que la ley permita; si los intereses económicos son divisibles en casos de divorcios, los herederos pudiesen tener qué decir respecto a las inversiones);
- b. los planes bajo ERISA reciben usuales infusiones de dinero (de ambas partes, patronos y empleados); y
- c. la exención contributiva de esos planes calificados altera la ruta de inversión (pero, ello, de nuevo, depende de la jurisdicción. Puerto Rico es un caso muy interesante y pudiese levantar interrogantes de prudencia respecto al caudal de los herederos y otros beneficiarios). Sin embargo, igual que en EEUU, muchos casos bajo ERISA no llegan a los tribunales.

Así, en 29 C.F.R. §2550.404a-1 (26 de junio de 1979), de la sección 404(a)(1)(B) del *Employee Retirement Income Security Act of 1974*, Pub.L. 93-406, 88 Stat. 832, pauta que un:

[F]iduciary shall discharge his duties with respect to a plan with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims.

El Model Prudent Man Rule Statute de 1942, de la American Bar Association, y que prepararon Louis S. Headley y Mayo Adams Shattuck, codificó la misma, aunque mezcló elementos de la persona prudente y el inversionista prudente:

In acquiring, investing, reinvesting, exchanging, retaining, selling and managing property for the benefit of another, a fiduciary shall exercise the judgment and care, under the circumstances then prevailing, which men of prudence, discretion and intelligence exercise in the management of their own affairs, not in regard to speculation but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income as well as the probable safety of their capital. Within the limitations of the foregoing standard, a fiduciary is authorized to acquire and retain every kind of property, real, personal, or mixed, and every kind of investment, specifically including but not by way of limitation, bonds, debentures and other corporate obligations, and stocks, preferred or common, and securities of any open-end or closed-end management type investment company or investment trust registered under the Federal Investment Company Act of 1940, as from time to time amended, which men of prudence, discretion and intelligence acquire or retain for their own account<sup>38</sup>.

Shattuck se enorgulleció tanto de su trabajo que lo clasificó como una «estrella brillante en una recién descubierta galaxia»<sup>39</sup>. Las críticas no se hicieron esperar, y la imbricación de conceptos de persona e inversionistas prudentes no abonaron al éxito.

Pero, el autor disectó los componentes de su obra, *The Model Prudent Man Rule Statute with The Investment Company Amendment*, donde el fiduciario (*trustee*) debía invertir:

---

Los deberes de inversión requieren que el fiduciario evalúe «propiamente» (*appropriate consideration*), aquello que el fiduciario conozca o debiera conocer atinente a una inversión o acto de inversión en la totalidad o porción correspondiente de una cartera y sobre la cual el fiduciario ejerce, y actúa, respecto a tales deberes; ello incluye el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia u otro rendimiento. Con esta evaluación el fiduciario determinará la razonabilidad de la inversión o acto de inversión para lograr los objetivos de la cartera. La reglamentación específica, además, que se analice la diversificación de la cartera, la liquidez y rendimiento actual de la misma respecto a los requisitos esperados de flujos de efectivo, y, el rendimiento proyectado del portafolio versus los objetivos del plan.

<sup>38</sup> Nelson, *op. cit.*, en su nota al calce 41.

<sup>39</sup> *Ibid*, p. 941; Longstreth, *op. cit.*, p. 32; Fleming, *op. cit.*, nota 39. Por supuesto, Shattuck, *op. cit.*, p. 508, cuyo título (del escrito) también era ambicioso, sopesando la fecha en que se publicó:

The Prudent Man Rule may be thought of... as a bright star in a newly discovered galaxy. Maitland considered the invention of the trust concept to have been a major, perhaps the greatest, achievement of the English legal mind. Scott adds that the use of the trust is limited only by the imagination of the draftsman. Given these virtues and the elasticity of administration which is promised by the Prudent Man Rule, one can expect the trust to reach full stature in American hands.

Por supuesto, el «Prudent Man Rule» se refería a la Ley de 1942. No dejan de impresionar las loas a la figura fiduciaria. Shattuck, que como dirían, «en el cielo, Dios, y en la Tierra, Shattuck», aseveró, en la página 506, que «the Prudent Man Rule, possibly somewhat broadened, is almost certain to be the trust investment rule of the next fifty years».

La expresión literal de Scott fue «unlimited as the imagination of lawyers», seres algo diferentes al «draftsman». Fratcher, *op. cit.*, Vol. I, §1, p. 2 (1987).

1. «[H]e shall conduct himself faithfully...»<sup>40</sup>, es decir, «selfless», o a la Cardozo, con «punctilio of honor»<sup>41</sup>, trabajando para quienes reciben o recibirán algún interés del fideicomiso.
2. «[E]xercise a sound discretion»<sup>42</sup>, contrario a hacer nada, poco, descuidado o deshonesto; donde la sana discreción se desapareja de la buena fe.
3. «He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence...»<sup>43</sup>, actúan, o dejan de actuar, versus los actos de otros hombres de prudencia, discreción e inteligencia.
4. «[M]anage their own affairs...»<sup>44</sup>, si evitan una delegación indebida; hacen algo en lugar de nada; usan expertos, pero en vigilia, o sea, no dejan todo en otras manos, por muy sapientes que sean éstas;
5. «[N]ot in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds...»<sup>45</sup>; Shattuck reconoce que son variopintas las nociones de especulativo. Permanencia, por otro lado, sugiere largo plazo, contrario a «transactions entered into for a quick turnover or profit».
6. «[C]onsidering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested»<sup>46</sup>.» Ello requiere debida atención a la distribución de principal e ingreso entre los beneficiarios vitalicios y los herederos o beneficiarios sucesores. El hombre prudente es aquél moderado, balanceado, con un equipaje repleto de lealtad para ambas clases de beneficiarios y con fondos que deben producir ingresos, no pérdidas.

En un eterno regreso a las listas y al terror a perder, a pesar de que aparenta lo contrario, y antagónico a *Harvard College*, Shattuck enumeró qué valores eran sanos para invertir: cualquier tipo de propiedad real, personal o híbrida; cualquier clase de inversión, sin limitarse a bonos, deudas de otra clase y obligaciones corporativas, como acciones comunes y preferidas; valores de compañías de inversión abiertas o cerradas (*open-end or close-end investment companies*);

<sup>40</sup> Shattuck, *op. cit.*, p. 510.

<sup>41</sup> *Ibid.*, p. 511. Esa afirmación se transformó, según Bobo, en el paradigma de obligación fiduciaria del Chief Justice, Cardozo, en *Meinhard v. Salmon*, 249 N.Y. 458, 464, 164 N.E. 545, 546 (1928):

A trustee is held to something stricter than the morals of the marketplace. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate. Uncompromising rigidity has been the attitude of courts of equity when petitioned to undermine the rule of undivided loyalty by the «disintegrating erosion» of particular exceptions. (énfasis suplido)

Además, Leslie Joyner Bobo, *Nontraditional Investments of Fiduciaries: Re-examining the Prudent Investor Rule*, 33 Emory L. J. 1067 (1984); Borkus, *op. cit.*; Robert A. Levy, *The Prudent Investor Rule: Theories and Evidence*, 1 Geo. Mason U. L. Rev. 1 (1994), con una exposición más cuantitativa; Charles E. Rounds, Jr., *Loring, A Trustee's Handbook*, New York, Panel Publishers, 2002, § 6.1.3, p. 201.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 512.

<sup>43</sup> *Ibid.*, p. 514.

<sup>44</sup> *Ibid.*, p. 515.

<sup>45</sup> *Ibid.*, p. 517; Scott habló de «preservation of estate» (muy conservador). Gordon, *op. cit.*, pp. 59-60; Friedman, *op. cit.*, p. 554.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 518.

compañías de inversión o fideicomisos de inversión bajo la Ley Federal de Compañías de Inversión de 1940<sup>47</sup>.

El Uniform Probate Code de 1969, en su sección 7-302 detalla que «the trustee shall observe the standards in dealing with the trust assets that would be observed by a prudent man dealing with the property of another...», a menos que el fideicomiso dicte otra cosa y/o que el trustee posea cierta pericia o destreza. En estos casos, ellos prevalecen. Esta sección aplicaría a fiduciarios corporativos, individuales, profesionales y no profesionales. La distancia de la comarca del Restatement (Second) of Trusts, §174 (1959).

El Employee Retirement Income Security Act de 1974 también absorbió la norma en ERISA §404(a)(1)(B), 29 U.S.C. §1104(a):

Prudent man standard of care...a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and for the exclusive purpose of providing benefits to participants and their beneficiaries; and defraying reasonable expenses of administering the plan; with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims; by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so; and in accordance with the documents and instruments governing the plan insofar as such documents and instruments are consistent with the provisions of this....

Droms<sup>48</sup> y Longstreth defienden tenazmente a ERISA y piensan que tal ley debe ser el ejemplar para medir a todo fiduciario (*fiduciary*) porque es una codificación reciente (1974 en adelante) del derecho común y fiduciario (*trust law*), por la cantidad de dinero que cobija y pudiese representar y por el respaldo administrativo (Departamento de Trabajo norteamericano), apto, según ellos, para adaptar tal codificación a evoluciones teóricas económicas y financieras de impacto en el universo fiduciario.

El historial legislativo de ERISA<sup>49</sup>, que sugiere que el derecho común fiduciario es la médula de su Título I, parte 4, no se debe «aplicar mecánicamente a los planes de beneficios a empleados»<sup>50</sup>; y especifica que la regla de prudencia debe alejarse del derecho fiduciario tradicional en ciertos aspectos.

<sup>47</sup> *Ibid.*, p. 539.

<sup>48</sup> William G. Droms, *Fiduciary Responsibility of Investment Managers and Trustees*, AIMR, 1997 CFA Level II Candidate Readings, 1996, p. 69 [*Financial Analysts Journal* (July/August 1992)].

<sup>49</sup> 44 Fed. Reg. 37222 (June 26, 1979); effective date: July 23, 1979, *Pension and Welfare Benefit Programs*, 29 CFR Part 2550, *Rules and Regulations for Fiduciary Responsibility; Investment of Plan Assets under the «Prudence» Rule*. También, *Notes, Fiduciary Standards and the Prudent Man Rule under the Employee Retirement Income Security Act of 1974*, 88 Harv. L. Rev. 960 (1975).

<sup>50</sup> *Ibid.*, p. 37222.

El Departamento del Trabajo de EEUU, en dicho historial legislativo, opinó que:

1. el riesgo relativo de una inversión o proceso (acto) de inversión no lo convierte en prudente *per se* o imprudente *per se*; hay, entonces, que evaluar el riesgo y su comportamiento en un portafolio;
2. la prudencia de una decisión de inversión se juzgará acorde a su papel en una cartera, no de forma aislada;
3. la regulación es un puerto seguro (*safe harbor*), un punto de partida, *i.e.*, aquellos fiduciarios (*fiduciaries*) que cumplan con los requisitos estipulados, satisfacen la regla de la prudencia, sin más, pero tampoco sin menos;
4. los deberes fiduciarios están sujetos a las circunstancias de cada situación, incluido el acuerdo entre fiduciario y plan; así, no diferencia entre clases de fiduciarios y los deberes particulares involucrados; ni se exige que se dediquen esfuerzos irrazonables ni ajenos a cumplir con los deberes establecidos;
5. un fiduciario no puede cumplir ciegamente las instrucciones o políticas o procesos de inversión de otros fiduciarios de un plan, sobre todo cuando hay varios manejadores de fondos (*investment managers*) y cada uno es responsable por una porción del portafolio, no importa el tamaño de la misma; y habrá incumplimiento fiduciario si uno de ellos sabe o debería saber que una delegación de funciones fiduciarias conlleva a tal incumplimiento;
6. al evaluar inversiones se:
  - a. cambió el concepto «diversificación de riesgo» al de diversificar para reducir el riesgo de grandes pérdidas;
  - b. remitió a «todo requisito de efectivo del plan», no sólo al pago del beneficio;
  - c. eliminó la noción de volatilidad, porque inducía a pensar, en algunos casos, que sólo algunas formas de manejar carteras de inversión eran pertinentes;
  - d. recomendó analizar el riesgo de pérdida y la oportunidad de ganancia u otro rendimiento [*risk of loss and the opportunity for gain (or other return)*] de la inversión<sup>51</sup>; así, no se debe descartar una inversión que por sí sola sea riesgosa, si al «leer su entrañas» en la trabazón de la cartera y otros objetivos de inversión, amerita obtenerse;
7. rechaza que se preparen listas de inversión, clase de inversión o técnicas de inversión permisibles bajo la regla de la prudencia; reitera, así, como las campanas de la iglesia, su divergencia de la doctrina tradicional fiduciaria.

El Restatement (Second) of Trusts (1959) redactó la norma como:

In making investments of trust funds the trustee is under a duty to the beneficiary... to make such investments and only such investments as a prudent man would make of his own property

---

<sup>51</sup> En su «sentido ordinario», y recoge cualesquiera riesgos inmersos en una inversión o acto de inversión. *Ibid.*, nota al calce número 8, p. 37224.

having in view the preservation of the estate and the amount and regularity of the income to be derived....

Restatement (Second) of Trusts, §227 (1959).

Todas ellas alteraron la fuerza de adaptabilidad de *Harvard*, y sufrieron de marcadas deficiencias:

1. emigraron de los hombres de prudencia manejando sus inversiones al robótico hombre prudente a cargo de las de otros, los terceros, beneficiarios. Ello, con la nefasta influencia de las cortes<sup>52</sup> y los comentaristas (Austin Scott<sup>53</sup>, en particular), implicó un regreso a la anacrónica prudencia inglesa y sus listas, esta vez como un «estándar amorfo», general y sin guías para el fiduciario (*trustee*).

<sup>52</sup> ¿Qué hacen los tribunales en la búsqueda de la Verdad? ¿O es eso, lo que hacen, no lo que dicen, *à la* Holmes y las profecías de los tribunales y el mercado abierto de las ideas, lo importante? ¿Cuál es la moral, la ética? ¿Dónde se deslinda el juez del otro ser humano, beneficiario o perjudicado? ¿Cuál el método, disfrazar cualquier conclusión de lógica? ¿Importa sólo el éxtasis del pasado y su correspondiente garrafal indiferencia del mañana, en particular cuando las preguntas abruman a las respuestas, con ahínco en situaciones complejas? Entre otros: Gary Minda, *One Hundred Years of Modern Legal Thought: From Langdell and Holmes to Posner and Schlag*, 28 *Indiana L. Rev.* 353 (1995); Oliver Wendell Holmes, Jr., *The Path of Law*, 10 *Harv. L. Rev.* 457 (1897); Stanley Fish, *Almost Pragmatism: Richard Posner's Jurisprudence*, 57 *U. Chi. L. Rev.* 1447 (1990); Richard A. Posner, *Gary Becker's Contributions to Law and Economics*, 22 *J. Legal Stud.* 211 (1993); Charles M. Yablon, *Law and Metaphysics*, 96 *Yale L. J.* 613 (1987); Peter Westen, *The Empty Idea of Equality*, 95 *Harv. L. Rev.* 537 (1982); Paul Brest, *The Fundamental Rights Controversy: The Essential Contradictions of Normative Constitutional Scholarship*, 90 *Yale L. J.* 1063 (1981); Owen M. Fiss, *Objectivity and Interpretation*, 34 *Stan. L. Rev.* 739 (1982); F.S.C. Northrop, *Law, Language and Morals*, 71 *Yale L. J.* 1017 (1962); Michael Martin, *On a New Argument for Freedom of Speech*, 57 *N. Y. U. L. Rev.* 906 (1982); Kent Greenawalt, *The Enduring Significance of Neutral Principles*, 78 *Colum. L. Rev.* 982 (1978); Richard A. Posner, *Overcoming Law*, Massachusetts, Harvard University Press, 1995.

<sup>53</sup> «[M]en safeguarding property for others»: así, conceptuó al fiduciario (*trustee*) prudente en lugar del hombre prudente. Gordon, *op. cit.*, pp. 60-61. Vale apuntar que en Puerto Rico, Luis F. Sánchez Vilella es un ávido importador del derecho fiduciario anglosajón, en procesos que denominó «quirúrgicos» y admirador de Scott («obra de una escolaridad ejemplar», «autoridad máxima en el campo y autor del tratado definitivo sobre la ley de trusts»). Pero, aunque seguidor del Restatement (Second) of Trusts (1959), prefiere adaptarlo, sin «seguirlo servilmente» al sistema heterodoxo que impera en Puerto Rico, por las influencias continentales. Sin embargo, ¿existen están la pureza y lo definitivo? En fin, examinó a ERISA («reciente y controversial»), el Código Uniforme de Comercio, la Ley de Contribuciones Sobre Ingresos, acogió partes del Uniform Powers of Trustees Act (1964), del Revised Uniform Principal and Income Act (1963). Ver la serie de Luis F. Sánchez Vilella: *El Fideicomiso Puertorriqueño I. Vida, Pasión y ¿Muerte? Del Fideicomiso Tácito*, 25 *Rev. C. Abog. P. R.* 293 (1965); *El Fideicomiso Puertorriqueño II. ¿Puede Constituirse Fideicomiso Sobre las Legítimas?*, 25 *Rev. C. Abog. P. R.* 293 (1965); *El Fideicomiso Puertorriqueño III. Desviaciones Fundamentales y Accidentales en la Ley de Fideicomisos Respecto del Derecho Angloamericano Sobre Trusts*, 37 *Rev. C. Abog. P. R.* 417 (1976); *El Fideicomiso Puertorriqueño IV. Un Caso Hipotético y su Solución Bajo Cuatro Figuras del Derecho Civil*, el «Trust» Angloamericano y el Fideicomiso Puertorriqueño, 37 *Rev. C. Abog. P. R.* 453 (1976); *Bases Para un Código de Fideicomisos Para Puerto Rico*, 37 *Rev. Col. Abog. P. R.* 463 (1976); *El Fideicomiso Puertorriqueño V. Las Vicisitudes del Fideicomiso de Don Federico Degetau*, 38 *Rev. C. Abog. P. R.* 159 (1977); *El Fideicomiso Puertorriqueño VI. El Fideicomiso Puertorriqueño Después de Dávila vs. Agrait*, 116 *D.P.R.* 549 (1985), 56 *Rev. C. Abog. P. R.* 171 (1995); *Anteproyecto sobre un código de fideicomisos para Puerto Rico*, 47 *Rev. C. Abog. P. R.* 11 (1986); Enid Martínez Moya, *El Derecho Sucesorio Puertorriqueño*, 67 *Rev. Jur. U. P. R.* 1 (1998). Ruford G. Patton: *La Naturaleza del Interés del Beneficiario en un Fideicomiso*, 18 *Rev. Jur. U. P. R.* 104 (1948). *Los Sistemas de Fideicomiso en el Hemisferio Occidental*, 15 *Rev. Jur. U. P. R.* 1 (1945) y *El Futuro de la Legislación de Fideicomiso*, 17 *Rev. Jur. U. P. R.* 221 (1948).

El *trustee* de Scott debe «preserve the trust property and to make it productive»<sup>54</sup>. Tiene que recibir ingreso y no arriesgar «impropiamente» la pérdida de principal. Su única regla general de inversión era que el «trustee is under a duty to make such investments as a prudent person would make of his own property having primarily in view the preservation of the estate and the amount and regularity of the income to be derived»<sup>55</sup>, sólo para interés del beneficiario y sin delegación<sup>56</sup>, amén de «diversificar para minimizar el riesgo de grandes pérdidas»<sup>57</sup>. Existen varios elementos: cuidado de grado razonable, destreza, también de grado razonable y precaución, ésta, de una persona prudente cuyas gríngolas compelen a conservar los fondos.

Ese cuidado razonable<sup>58</sup> consiste en investigar la seguridad de la inversión y el probable ingreso a recibir. Los ingredientes eran la persona prudente, la historia y futuro de la inversión, asesoría de abogados, banqueros, corredores de valores o cualquier otro especialista necesario para el acto de inversión y el propio juicio.

La destreza razonable<sup>59</sup>, por su lado, requiere a la persona prudente o aquella cuya destreza supere el promedio.

La precaución<sup>60</sup> debe conservar el caudal fiduciario, recibir ingreso, no arriesgar para aumentar el principal o el ingreso y usar al *trustee* razonable.

2. engendraron un marcado sesgo ultraconservador a preservar principal; a distinguir entre especulación e inversión; a evadir el riesgo, mientras la teoría moderna de inversiones pululaba en otra dirección<sup>61</sup>, convergiendo más con la decisión de total flexibilidad en *Harvard College*;

54 Sigue a *Jackson v. Conland*, 178 Conn. 52, 420 A. 2d 898 (1979), Fratcher, *op. cit.*, Vol. III, §227, p. 431.

55 *Ibid*; a pesar de que cuando escribió acerca de las facultades administrativas, las circunscribió a las realizadas con tal «care and skill as a man of ordinary prudence would exercise in dealing with his own property», ya estuviese compensado o no. *Ibid*, Vol. II, §174, p. 466. Joyner Bobo, *op. cit.*, p. 1070, señala que cuidado, destreza y precaución son la esencia de la regla del inversor prudente.

56 *Ibid*, §227.16, p. 498. Joyner Bobo, *op. cit.*, p. 1070, también afirma que el deber de lealtad, sólo para el interés del beneficiario, es la característica «fundamental de la regla del derecho común». La diversificación de *Harvard College* es un elemento secundario. *Ibid*, p. 1071.

57 *Ibid*, §228, p. 501.

58 *Ibid*, §227.1, p. 435.

59 *Ibid*, §227.2, p. 438.

60 *Ibid*, §227.3, p. 438.

61 Begleiter, *op. cit.*, p. 38. También, Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus, *Investments*, 2.<sup>da</sup> ed., New York, Richard D. Irwin, Inc., 1993). Harry Markowitz sentó las bases en 1952 para el desarrollo del manejo moderno de carteras (MPT o *modern portfolio theory*, cuya matemática, como afirma Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, 5.<sup>ta</sup> ed., New York, W.W. Norton & Company, Inc., 1990, p. 224, «es recóndita y prohibitiva»). Su libro, *Portfolio Selection*, emigró de su tesis doctoral. Markowitz inquirió cuándo un bono convertible se vendía a un precio ajeno a la acción subyacente. William Sharpe (*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*, *Journal of Finance*, September 1964), John Lintner (*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, *Review of Economics and Statistics*, February 1965) y Jan Mossin (*Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica*, October 1966) crearon el famoso CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para 1964. Las presunciones del CAPM indican que los inversionistas:



3. según Austin Fleming<sup>62</sup> y Longstreth la visión de la Ley Modelo y las siguientes invitaron a sobreinvertir en instrumentos conservadores, con proporciones predeterminadas de valores de renta fija y aquéllos de renta variable, irrespectivo de lo que sucediese en los mercados;
4. subdiversificaron las carteras o impidieron nuevos tipos o clases de vehículos de inversión [e.g., opciones y futuros en sus variedades, ventas cortas (*short sales*), valores hipotecarios colateralizados, inversiones basadas en bienes raíces, acciones de compañías extranjeras, canastas de capital empresarial (*venture capital pools*), mercaderías (*commodities*), seguros, fondos mutuos, nuevas empresas], u oportunidades de las mismas, ignorando que el testamento, fideicomiso o cualquier otro instrumento jurídico lo permitiese. Gordon las tildó de «images of judiciousness and wisdom»<sup>63</sup> que maniató un saludable proceso de inversión. La enumeración fue una especie de lista legal y, como la Biblia, cerrada. No determinaron la necesidad, el significado ni la responsabilidad por emplear la diversificación, «concepto filosófico sin parámetros específicos»<sup>64</sup>, con su «unless it is prudent not to do so», i.e., no una necesidad sino una latencia; además de su incongruente, con la teoría contemporánea de finanzas, «minimization of risk-of-loss». Las principales inversiones «universalmente condenadas»<sup>65</sup> de Scott incluyeron a las especulativas (pero comprendió el difuso umbral entre especulación y el riesgo del negociante y el inversionista prudente); las compras al margen; los bonos con alto descuento (por la incertidumbre de pago al vencimiento); valores de empresas nuevas; tierra para vender, a menos que el fideicomiso lo autorice; segundas hipotecas o hipotecas *junior*; préstamos no asegurados; opciones de seguro; anualidades; combinaciones de fondos de fideicomisos diferentes; y participación en canastas hipotecarias.

a. actúan como si no afectasen los precios de los valores (son *price-takers*, análogo a la perfecta competencia microeconómica; James D. Gwartney y Richard L. Stroup, *Economics, Private and Public Choice*, 7.<sup>ma</sup> ed., Florida, The Dryden Press, 1995, pp. 460-496.);

b. exhiben un comportamiento miópico (un solo e idéntico período), por lo general, subóptimo;

c. relegan las inversiones a los activos financieros que trafican públicamente (acciones, bonos y préstamos a una tasa libre de riesgo);

d. no tributan ni tienen costos de transacción (comisiones, cargos por servicio) en las compraventas de valores;

e. son optimizadores racionales de media-varianza (i.e., usan el portafolio de Markowitz); y

f. analizan los valores de igual forma y comparten la misma visión del mundo. Así, coinciden los estimados de las distribuciones de probabilidades de flujos futuros de efectivo a invertir. Dados los precios de los valores y una tasa de interés libre de riesgo, emplean iguales rendimientos esperados y matrices de las covarianzas (cuán combinados fluctúan los rendimientos de dos activos riesgosos) de los rendimientos de los valores para producir la frontera eficiente y el único óptimo portafolio riesgoso. Estas son las expectativas homogéneas. Bodie, Kane y Marcus, *op. cit.*, pp. 243-244. Más tarde, Fisher Black, *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*, *Journal of Business*, July 1972, expandió CAPM e impuso restricciones a prestar libre de riesgo. *Ibid.*, pp. 258-259.

<sup>62</sup> Fleming, *op. cit.*, pp. 248-251; también Begleiter, *ibid.*, p. 54.

<sup>63</sup> Gordon, *op. cit.*, pp. 52-53.

<sup>64</sup> Fleming, *op. cit.*, p. 250.

<sup>65</sup> Fratcher, *op. cit.*, Vol. III, §§227.6-227.9, pp. 438-457.

Algo semejante ocurriría con la presencia de «factores no financieros»<sup>66</sup> en las carteras. Por ejemplo, invertir en África del Sur<sup>67</sup>, donde en *Board of Trustees v. City of Baltimore*, el tribunal encontró que no se violó la prudencia al deshacerse de inversiones en África del Sur, según lo exigía una ordenanza. El costo de eliminar tales inversiones, es decir, actuar según prejuicios sociales, era mínimo en este caso. Los fiduciarios reclamaron que ese comportamiento menoscababa las obligaciones contractuales de los participantes del sistema de retiro acorde al artículo I, sección 10 de la Constitución de Estados Unidos. Otros, como el impacto de leyes ambientales y de seguridad e, inversiones sociales. Reducciones en el rendimiento o incrementos en el riesgo a raíz de esas inclusiones o exclusiones pudiesen alentar un reto bajo la regla del inversionista prudente. La protección del ingreso del retiro, como bien apunta Joyner Bobo, bajo ERISA y, añadido, cualquier otra ley, es una meta social, y como cualquier decisión de inversión debe investigarse cuidadosa y contextualmente. Sus recomendaciones destacaron la existencia de una sola regla flexible para medir a todo fiduciario (en lugar del galimatías de la del inversionista prudente del derecho común, las versiones de tribunales y estatutos y los defensores de la teoría moderna de portafolios); eliminar el «propósito exclusivo» de ERISA, pues parece ser una de las principales razones para impedir inversiones no tradicionales (aunque no fundamenta ampliamente por qué y creo que no sería necesario, pues la ley no tiene lenguaje que coarte esa dirección de inversión); otorgarle más libertad a la autonomía de la voluntad, porque si una escritura de fideicomiso permite inversiones imprudentes, ERISA, por ejemplo, no debe impedirlo y requerir que las mismas cumplan con ella; evaluar al fiduciario por su resultado (rendimiento obtenido) y conducta, riesgo y prudencia para tal rendimiento), más que sólo por conducta;

5. destacaron inversiones individuales versus carteras de instrumentos, donde las pérdidas estaban prohibidas y constituían un «*badge of imprudence*»<sup>68</sup> sin compensación de pérdidas con ganancias (*anti-netting*)<sup>69</sup> y sólo permitiendo la delegación de labores ministeriales, es decir, obviaron los desarrollos concomitantes de teoría financiera moderna que que Langbein y Posner<sup>70</sup> ayudaron a traer a la geografía de la prudencia

<sup>66</sup> Joyner Bobo, *op. cit.*, pp. 1080-1083.

<sup>67</sup> 317 Md 72, 562 A 2d 720 (1989), *cert denied sub nom, Lubman v. Mayor of Baltimore*, 110 S Ct 1167, 107 L Ed 2d 1069 (1990).

<sup>68</sup> Fratcher, *op. cit.*, p. 248.

<sup>69</sup> *Ibid.*, p. 249. También Gordon, *op. cit.*, p. 96 y Kenneth Hirsch, *Inflation and the Law of Trusts*, 18 Real Prop., Probate & Tr. J. 601, 631 (1983).

<sup>70</sup> John H. Langbein & Richard A. Posner, *Market Funds and Trust-Investment Law*, 1976 Am. Bar Found. Res. J. 1, 3-6. El artículo elaboró cómo un fiduciario (*trustee*) podía invertir en un fondo mutuo sin violar la ley; y cómo una estrategia pasiva de compra y retención (*buy-and-hold*) no es «irracional». Las decisiones de inversión de dicho fiduciario comprenden evaluación de los activos disponibles para inversión, las posibles combinaciones para crear una cartera de inversión. Pero, con cierto sesgo, creyeron que la evaluación prima sobre la combinación. Además, Notes, *The Regulation of Risky Investments*, 83 Harv. L. Rev. 603 (1970); Harvey E. Bines, *Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine*, 76 Colum. L. Rev. 721 (1976); Note, *Regulating Risk-Taking*

fiduciaria. Gordon<sup>71</sup>, por su parte, justificó la notoria influencia de Austin Scott en la rigidez del hombre prudente y aseveró que la jurisprudencia que enfrentase ataques a dicha regla sólo tenía que analizar la evidencia contemporánea de comportamiento financiero y económico y encaminarla acorde a la misma. No es necesario reversar ciertos precedentes. Para Begleiter, Gordon representó el «más extenso intento de conciliar la teoría moderna de portafolio y la regla del hombre prudente»<sup>72</sup>. Gordon pensó que ésta cubría a todo fiduciario (*trustee*) y había sido ampliamente elaborada, repleta de analogías, lo que hacía su uso fácil uno de fácil referencia, aunque muy difícil de interpretar en los tribunales (por su complejidad) y, por la reticencia de los mismos de zahondar en nuevos paradigmas de actos de inversión que significaban transformaciones doctrinarias profundas;

6. tampoco sopesaron el efecto inflacionario o «maintenance of the purchasing power of the dollar»<sup>73</sup>, lo que complica el derecho fiduciario, porque crea un palomar de relaciones jurídicas implícito en las categorizaciones; e.g., reglas de inversión separadas de las de distribución entre principal e ingreso dada la influencia de la visión nominalista y la ambigua noción de valor que la inflación desenmascara: preserve capital, no lo aumento por lo que mi valor real se reduce. El prisma de la teoría moderna de portafolio (o MPT, para *Modern Portfolio Theory*), aparte de los supuestos de riesgo y rendimiento, encontró en la dicotomía beneficiario actual-beneficiario futuro, su principal enfrentamiento con la doctrina tradicional del fideicomiso.

---

by *Mutual Funds*, 82 Yale L. J. 1305 (1973): controles más estrictos en ventas cortas y endeudamiento (*short-selling and leveraging*) a fondos mutuos conducen a mayores riesgos para lograr mayores rendimientos, i.e., minan el efecto pretendido, que era el contrario; Note, *Trustee Investment Powers: Imprudent Application of the Prudent Man Rule*, 50 Notre Dame L. Rev. 519 (1975): la regla del hombre prudente resulta anacrónica para el desarrollo contemporáneo financiero y económico, pues impide que el fiduciario (*trustee*) actúe prudentemente en algunos casos. Edward C. Halbach, Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 27 Real Prop., Prob. & Tr. J. 407 (1992); Jeffrey S. Glaser, *The Capital Asset Pricing Model: Risk Valuation, Judicial Interpretation, and Market Bias*, 50 Bus. Law. 687 (1995).

<sup>71</sup> Gordon, *op. cit.*: no se explica por qué Scott mudó del hombre prudente al fiduciario (*trustee*) prudente. G. Bogert, en su tratado *The Law of Trusts and Trustees* (1935, publicado cuatro años antes que la primera edición de Scott), describió la regla del hombre prudente como aquél fiduciario (*trustee*) que evidencia igual cuidado y juicio al de un «ordinarily able businessman in managing his own affairs for the purpose of accomplishing ends similar to those of the trust». Es decir, realzó el manejo de los propios asuntos y la relación entre éstos y el fideicomiso. Contrario a Scott, entonces, enunció más coherentemente la importancia de la seguridad de inversión como objetivo de inversión que como una «restricción artificial» en los actos de inversión, el credo según Scott y, que el *trustee* «casi siempre» debía, expresa o tácitamente, pretender que la propiedad generase ingreso. Bogert & Hess, *op. cit.*, § 611, p. 2.; Haskell, *supra*, p. 87, sin embargo, se inclina por Scott, cuando, en su análisis (Haskell) de los fideicomisos familiares, determina que la regla conservadora de la persona prudente del Restatement (Second) of Trusts es incompatible con la libertad de la del inversionista prudente del Restatement (Third) of Trusts. Pero, la libertad del inversionista prudente se puede controlar en los términos de la escritura correspondiente y se elimina cualquier incompatibilidad, mientras se deja viva la adaptabilidad para beneficiarios o circunstancias futuras e/o inesperadas.

<sup>72</sup> Begleiter, *op. cit.*, p. 42.

<sup>73</sup> Fleming, *op. cit.*, p. 249; Hirsch, *op. cit.*, pp. 601, 603, 624.

## 6. Constituciones, tratados, leyes uniformes y lo fiduciario

### ERISA y el Código de Rentas Internas de EEUU

La responsabilidad fiduciaria estatal emana de<sup>74</sup>:

1. decisiones en los tribunales estatales de los criterios constitucionales estatales y federales;
2. leyes estatales que crean planes estatales o locales;
3. leyes o reglamentos estatales que rijan planes gubernamentales;
4. leyes o reglamentos estatales de conflictos de interés y códigos de ética;
5. leyes fiduciarias estatales; y
6. reglas fiduciarias del derecho común.

---

<sup>74</sup> Calhoun & Moore, *op. cit.*, pp. 7-7, 7-8. Olvidaron, a menos que lo subsuman en alguno de los incisos señalados, a la Convención de la Haya, Conferencia de la Haya sobre Derecho Privado Internacional, *Convención sobre el derecho aplicable a los fideicomisos y su reconocimiento*, 1985. Los estados signatarios de la Convención reconocieron la importancia del fideicomiso en el derecho común, «una institución legal única» (Preámbulo). La Convención define el fideicomiso [muy interesante; en Puerto Rico, en *Dávila v. Agrait*, 116 D.P.R. 549, 560 (1985)] se describe como un mandato irrevocable, que es como lo recoge la ley, pero también «como una comisión o encargo *sui generis*, especial»; debe ser voluntario y escrito—Art. 3] como una relación legal, *inter vivos* o por muerte, entre el fideicomitente que le entrega activos [y/u obligaciones; aunque retenga alguno(a)s] al fiduciario (*trustee*) para beneficio de los fideicomisarios (entre los que puede estar el fiduciario) o para algún otro propósito. Los activos del fideicomiso estarán separados del caudal del fiduciario y éste (o alguien que nombre) será titular de los bienes. Tiene el poder y deber para manejar y disponer de los bienes según la escritura o la ley (Art. 2). La Convención no especifica poderes de inversión ni prudencia. Sí, no obstante, alude a que la ley que rija el fideicomiso [la que seleccione el fideicomitente, expresa o implícitamente (Art. 6), o la más relacionada al fideicomiso (Art. 7), dispondrá para la creación, administración, efectos y validez del mismo (Art. 8): designación, renuncia, remoción y capacidad del fiduciario y la devolución de su función; derechos y deberes de los fiduciarios entre ellos; derechos de los fiduciarios para delegar parcial o total los poderes y deberes; adquirir, administrar, disponer o crear intereses en los activos del fideicomiso; poderes de inversión del fiduciario; duración y acumulación de ingreso del caudal; relaciones entre fiduciarios y fideicomisarios, incluyendo las responsabilidades personales de los primeros ante los últimos; variación o terminación del fideicomiso; distribución de los activos; y contabilidad. Le concede capacidad al fiduciario para demandar y ser demandado; que los acreedores del fiduciario no recurran a los bienes del fideicomiso; ni que éstos sean parte del caudal del fiduciario ante la insolvencia, bancarota o muerte del mismo; tampoco serán bienes gananciales del fiduciario o cónyuge; pero, se recobrarán los activos cuando el fiduciario viole la confianza y mezcle los bienes del fideicomiso con los suyos o los venda (Art. 11). La Convención accede a la existencia y aplicación de leyes más favorables para gobernar los fideicomisos (Art. 14.). La sección 107 (ley que gobierna el fideicomiso) del *Uniform Trust Code* (2000), *infra*, modeló el lenguaje de la Convención. Comentario a la sección 107, p. 34. La sección 507 (obligaciones personales del fiduciario) remite a la Convención. En Argentina, Beatriz Maury de González, Directora, *Tratado Teórico Práctico de Fideicomiso*, 2.<sup>da</sup> ed. inalterada, Buenos Aires, Ad Hoc S.R.L., 2000 se ahonda en el fideicomiso. Julio César D. Fernández, *Antecedentes históricos del fideicomiso*, *ibid.*, p. 34, habla de una relación fiduciaria respecto a bienes donde el propietario se obliga, por lealtad y confianza, a usarla para beneficio del comitente u otro. Pablo Bressan, *Negocio jurídico fiduciario. Sus aspectos obligacionales*, *ibid.*, pp.68-69, escoge al contrato de fideicomiso, consensual, bilateral, oneroso, unitario, formal, nominado y típico. El Art. 1.º, de la Ley 24.441, sancionada el 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, define el fideicomiso: «Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante), transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otro (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.» El fiduciante es el fideicomitente nuestro, o *settlor* o *grantor* del derecho anglosajón. Álvaro Pérez Catón, *El fideicomiso de administración*, Ley 24.441, *ibid.*, p. 206, analiza la conducta del fiduciario. La misma, según el Art. 6.º de la ley 24.441, conlleva la diligencia y prudencia de un buen hombre de negocios que actúa a base de la confianza recibida. El fiduciario en

En EEUU, las exigencias federales fiduciarias que abordan los planes de beneficios a empleados gubernamentales, emanan de la Constitución y el Código de Rentas Internas federal. Algunos tribunales estatales han invocado la Cláusula Contractual federal o menoscabo de obligaciones contractuales («*law impairing the obligation of contracts*»<sup>75</sup>), para achacar responsabilidad fiduciaria en planes gubernamentales estatales y locales<sup>76</sup>. Para el verano de 1999, 52 sistemas estatales de retiro ofrecían protección constitucional<sup>77</sup>. En *Sgaglione v. Levitt*<sup>78</sup>, para el tribunal, la inversión del Fondo de Retiro Común de Nueva York, fuente de fondos de los sistemas estatales y locales de retiro de Nueva York, en valores de una corporación municipal de Nueva York, según requerimiento estatal (sección 14 del *New York State Financial Emergency Act for City of New York*), violó la constitución estatal. No se puede impedir la discreción de inversión. La legislatura puede demarcar qué clases de inversiones hacer pero no dirigir exactamente qué valores comprar. En el caso, la inversión fue imprudente porque no se aseguraba que los beneficios fuesen a quedar en manos de los empleados públicos. Además, el manejo fiduciario de tales fondos es una obligación contractual del estado que la Constitución de los Estados Unidos protege en su artículo I, sección 10. En un interesante disenso, un juez opinó que no hubo violación constitucional, que la jurisprudencia existente no apoyó la decisión, se trastocó la separación de poderes y no se demostró que la inversión afectara los beneficios de los participantes. Esto es una cuestión de hecho no evidenciada. Por otra parte, en *Regents of the University of Michigan v. State*<sup>79</sup>, la legislatura estatal quiso evitar que una universidad estatal no invirtiese en acciones de corporaciones que hicieran negocios en África del Sur o la Unión Soviética y, que de haberlo hecho, las vendiesen hasta donde ello fuere prudente. El tribunal la rechazó. Se basó en la redacción de la constitución del estado e interpretó que independizaba a los regentes de la universidad de cualquier intervención legislativa que politizase a la universidad. Esta doctrina de independencia universitaria estaba bastante arraigada en jurisprudencia previa.

El Código de Rentas Internas federal trabaja con dichos planes según la clase, y así, tiene secciones dedicadas a ellos. La sección 401(a)<sup>80</sup> que cubre los planes calificados, *i.e.*, los que

---

Puerto Rico no responderá por equivocación de criterio, de error alguno de hecho o derecho, de acto u omisión alguna, excepto de su propio descuido voluntario o negligencia manifiesta (31 L.P.R.A. §2568, citado). El Art. 7.º de la Ley 24.441 prohíbe cláusulas que exoneren de culpa o dolo del fiduciario o dependientes. Marcela Molina de Aleva, *Fideicomiso público*, *ibid.*, p. 329; éste representa un contrato privado de administración. También ver a Silvio V. Lisoprawski y Claudio M. Kiper, *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización*, 2.ª ed., actualizada, Buenos Aires, Ediciones Desalma, 1996; y Jorge Roberto Hayzus, *Fideicomiso*, Buenos Aires, Editorial Astrea, 2000.

<sup>75</sup> Constitución de los Estados Unidos de América, Art. I, §10.

<sup>76</sup> Calhoun & Moore, *op. cit.*, p. 7-3.

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. A-63.

<sup>78</sup> 37 N.Y. 2d 507, 375 N.Y.S. 2d 79, 337 N.E. 2d 592 (1975), *reargument denied*, 37 NY 2d 924, 378 NYS 2d 1027, 340 NE 2d 754 (1975).

<sup>79</sup> 166 Mich. App 314, 419 NW 2d 773 (Ct APP 1988); *Board of Trustees v. City of Baltimore*, *supra*.

<sup>80</sup> 26 U.S.C.A. §401(a). Ver David Gregory, *The Scope of ERISA Preemption of State Law: A Study in Effective Federalism*, 48 U. Pitt. L. Rev. 427 (1987): cualquier beneficio estatal a empleado que constituya un plan bajo ERISA

tienen que cumplir con amplios requisitos de responsabilidad fiscal, constitución, información y divulgación de la misma: de pensión (*pension*), participación en ganancias (*profit-sharing*) y bonificación en acciones (*stock bonus*).

ERISA no impone requisitos fiduciarios a los planes gubernamentales bajo esta sección<sup>81</sup>. La sección 401(a)(2)<sup>82</sup>, sin embargo, determina que la escritura de fideicomiso que constituye estos planes debe impedir cualquier distribución de dinero a menos que sea para beneficio exclusivo de los empleados y beneficiarios de los planes (regla del beneficio exclusivo). El Servicio de Rentas Internas federal (EEUU) concluyó<sup>83</sup> que inversiones en acciones o valores de un patrono que auspicia un plan bajo tal sección 401(a) satisfacen la regla del beneficio exclusivo si:

1. el valor en el mercado es mayor o igual al costo de la inversión al momento de la compra;
2. se obtiene un rendimiento razonable respecto a la tasa prevaleciente (aseveración algo errática, pero debe aludir al rendimiento versus su costo de oportunidad, *i.e.*, rendimiento de inversiones alternas). Se exceptúan las inversiones compulsorias en valores del patrono bajo un plan de bonificación en acciones;
3. se mantiene suficiente liquidez para cumplir con las distribuciones pendientes;
4. existen las salvaguardas y diversidad (*diversity*), aunque mejor, diversificación del inversionista prudente; y
5. las escrituras de fideicomiso y la ley local permiten tales inversiones.

Por lo tanto, la responsabilidad fiduciaria existe para tales planes, aunque puede que no sea la de ERISA. Pero, no impide que cumplir con ella se honre la de esos planes<sup>84</sup>. En *Shedco, Inc.*

---

tiene que responder a la geografía de ERISA, salvo las excepciones que la misma ley enumera. Para calificación de planes bajo esta sección, ver a *Stochastic Decisions, Inc., v. Wagner*, 34 F.3d 75 (C.A.2, N.Y. 1994), *Central Motors Co. v. U.S.*, 583 F.2d 470 (C.A.10, N.M. 1978), *Community Services, Inc. v. U.S.*, 422 F.2d 1353 (191 Ct. Cl. 76, Ct. Cl. 1970), *In re Everhart*, 11 B. R. 770 (Bankr. N. D. Ohio 1981) (planes de participación en ganancias); *Professional & Executive Leasing, Inc. v. C.I.R.*, F.2d 751 (C.A.9 1988) (planes de retiro); *Chait v. Bernstein*, 835 F.2d 1017 (C.A.3, N.J. 1987), *Winger's Dept. Store, Inc. v. C.I.R.*, 82 T.C. 869 (U.S. Tax Ct. 1984) (planes de beneficios definidos).

<sup>81</sup> ERISA tiene cuatro títulos: el Título I cubre empleo (*labor*), protección de los derechos de los empleados y el Departamento del Trabajo lo administra; el Título II abarca las contribuciones y enmienda al Código de Rentas Internas federal en lo pertinente a las contribuciones de planes de beneficios de empleados; el Título III regula la coordinación de las agencias que velan y hacen cumplir ERISA; y el Título IV establece un sistema de seguros para la terminación de planes calificados de beneficios definidos y crea a la Corporación de Garantía de Beneficios de Pensión (*PBGC o Pension Benefit Guarantee Corporation*). Entonces, los Títulos II y IV recogen a los planes calificados para propósitos fiscales (*tax-qualified plans*). Pero el Título I gobierna cualquier plan que sea tal bajo este título irrespectivo de la calificación contributiva. Un plan fugitivo para menesteres contributivos no lo es para cumplir con los estándares de ERISA.

<sup>82</sup> 26 U.S.C.A., §401(a)(2).

<sup>83</sup> Rev. Rul. 69-494, 1969-2 CB 88. Calhoun & Moore, *op. cit.*, p. 7-5, piensan que el permiso se expande a cualquier inversión del fideicomiso acorde al Revenue Procedure 72-6, 1972-1 CB 710.

<sup>84</sup> Calhoun & Moore, *op. cit.*, p. 7-5. T.C. Memo. 1998-295, U.S. Tax Ct., 1998, que hurgó la calificación de un plan de beneficios definidos y el fideicomiso bajo el Código de Rentas Internas Federal por el otorgamiento de un

v. *C.I.R.*, el tribunal dijo que los principios del inversionista prudente de la sección 404 de ERISA aplican a la determinación de la regla del beneficio exclusivo, sin importar si el Título I de ERISA cubre el plan, y, que una violación aislada de las pautas de prudencia bajo ERISA no descalifica al plan bajo la sección 401(a)(2) (regla del beneficio exclusivo) del Código de Rentas Internas norteamericano.

La sección 403(b)<sup>85</sup> regula las contribuciones (*taxes*) de los beneficiarios de una anualidad de una organización o escuela pública bajo la sección 501(c)(3) del mismo Código<sup>86</sup>. La sección 403(b)(1)(C) sólo señala que los beneficios de la 403(b) no se pueden confiscar (*nonforfeitable*).

La sección 415<sup>87</sup> enumera las restricciones a los beneficios y aportaciones de los planes calificados. En su inciso (m) acomete el tema de los acuerdos gubernamentales calificados de beneficios en exceso.

La sección 457<sup>88</sup> rige los planes de compensación diferida de gobiernos estatales y locales y organizaciones exentas y el acápite (b) define qué es un plan elegible de compensación diferida. La sección 457(g)(1) muestra igual lenguaje fiduciario al de la sección 401(a)(2) (regla del beneficio exclusivo). El Servicio de Rentas Internas Federal puede que lo interprete de forma análoga<sup>89</sup>.

El fiduciario (*fiduciary*) de ERISA<sup>90</sup> es cualquier persona que:

---

préstamo: «The conferees intend that to the extent that a fiduciary meets the prudent man rule of the labor provisions, he will be deemed to meet these aspects of the exclusive benefit requirements under the Internal Revenue Code.» HR. Conf. Rept. 93-1280, 302, 1974-3 C.B. 463. «Labor provisions» se refieren a ERISA.

<sup>85</sup> 26 U.S.C.A. §403(b).

<sup>86</sup> 26 U.S.C.A. §501(c)(3). La sección 501 es la que exige de contribuciones a ciertas corporaciones, fideicomisos y otras organizaciones. La 501(c)(3) detalla a organizaciones sin fines de lucro con propósitos religiosos, caritativos, científicos, deportivos, educativos, de seguridad pública, literarios, prevención de crueldad a niños y animales, incapaces de participar en campañas políticas que apoyen algún candidato.

<sup>87</sup> 26 U.S.C.A. §415.

<sup>88</sup> 26 U.S.C.A. §457.

<sup>89</sup> Calhoun & Moore, *op. cit.*, p. 7-6.

<sup>90</sup> ERISA §3(21)(A), 29 U.S.C.A. §1002(21)(A); el Código de Rentas Internas federal lo define en 26 U.S.C.A. §4975(e)(3). Droms y Longstreth añoran tener a ERISA como el marco de referencia de todo fiduciario. En *Whitfield v. Tomasso*, 682 F. Supp. 1287 (E.D. N.Y., 1988), el tribunal reconoció que los estándares fiduciarios de ERISA nacen de la fiducia tradicional del derecho común y la prudencia se evalúa según el arquetipo objetivo desarrollado en ese derecho común. En el caso hubo una retahíla de violaciones fiduciarias: a la diversificación, a los gastos razonables de administrar un plan, a realizar transacciones con partes interesadas. Escudriñando a *Mertens v. Hewitt Associates*, 113 S. Ct. 2063 (1993), Elaine McClatchey Darroch, *Mertens v. Hewitt Associates: The Supreme Court's Dismantling of Civil Enforcement Under ERISA*, 1994 Det. C. L. Rev. 1089, la autora analizó una determinación muy controvertible en EEUU y entiende (y concurro) que la decisión se debe revertir. El tribunal, dividido 5-4, decidió que terceras partes no fiduciarias que a sabiendas violaron deberes fiduciarios no responderían a un plan de beneficios a empleados por pérdidas monetarias. Hewitt era el actuario del plan afectado. El tribunal apoyó su decisión en la ambigüedad lingüística de la sección 502(a)(3) de ERISA [29 U.S.C.A. §1132(a)(3)]: quiénes pudieren entablar acciones civiles y solicitar *appropriate equitable relief*. Lo más peligroso de la decisión, sin embargo, fue el *dicta* donde se sugirió que los no fiduciarios no debían responder bajo ERISA en forma alguna: «[W]hile ERISA contains various provisions that can be read as imposing obligations upon nonfiduciaries, including actuaries, no provision explicitly requires them to avoid participation (knowing or unknowing) in a fiduciary's breach of fiduciary duty.» *Ibid.*

1. ejerce autoridad o control discrecional sobre el:
  - a. manejo del plan;
  - b. manejo de los activos del plan; o
  - c. disposición de los activos del plan; o
2. provee, está autorizado o es responsable por asesoría de inversión de cualquier dinero u otra propiedad del plan, a cambio de honorarios u otra compensación directa o indirecta; o
3. tiene autoridad o responsabilidad discrecional en la administración del plan.

Algunos ejemplos de fiduciarios son auspiciadores de planes (*plan sponsors*), asesores de inversión, administradores de reclamaciones y *trustees* (incluso los dirigidos<sup>91</sup>). Por ello, la insistencia en este artículo de distinguir entre *fiduciary* y *trustee*, dos conceptos de fiduciarios, donde el primero es mucho más abarcador. Esta diferencia es importante por las distribuciones de responsabilidades de los integrantes en una estructura fiduciaria bajo ERISA.

---

p. 1100. También, Andrew T. Kusner, *Mertens v. Hewitt Associates, and the ERISA Liability of the Professional Service Provider*, 15 Berkeley J. Emp. & Lab. L. 273 (1994). Además, Ethan G. Stone, *Must We Teach Abstinence? Pension's Relationship Investments and the Lessons of Fiduciary Duty*, 94 Colum. L. Rev. 2222 (1994), donde *relationship investment* (un inversionista se convierte en dueño a largo plazo, al adquirir amplias posiciones en las acciones de una empresa, en lugar de ejecutar compraventas o arbitrajes con las mismas) y los deberes fiduciarios bajo ERISA no son incompatibles. Y, Donal P. Carleen, *When Does the ERISA Fiduciary Have a Duty to Inform?*, 10/27/95 N. Y. L. J. 3. En *Flahertys Arden Bowl, Inc. v. C.I.R.*, 271 F.3d 763, 88 A.F.T.R.2d 2001-6850, 2001-2 USTC P 50,770, Pens. Plan Guide (CCH) P 23976K (C.A.8, 2001) y *O'Malley v. C.I.R.*, 972 F.2d 150, 61 USLW 2111, 70 A.F.T.R.2d 92-5455, 92-2 USTC P 50,411, 15 Employee Benefits Cas. 2126 (C.A.7, 1992) se afirmó que el fiduciario del Código de Rentas Internas federal es el de ERISA. Ésta no modificó al Código en tal respecto. Puerto Rico, para propósitos del Código de Rentas Internas local, define al fiduciario en 13 L.P.R.A. §9102(6): tutor, fiduciario de un fideicomiso, albacea, administrador, síndico, curador y quien actúe a nombre de otro en una capacidad fiduciaria, sin delimitar esta relación fiduciaria. Y, por si fuera poco, 13 L.P.R.A. §8565(a), que para esta sección estipula la exención de los fideicomisos de empleados si éstos cumplen con 10 requisitos, donde el noveno es respetar las disposiciones aplicables de ERISA.

<sup>91</sup> En *PWBA Information Letter to Mark H. Sokolsky*, 1996 WL 1671734 (P.W.B.A., 9/5/96), el Departamento del Trabajo federal reiteró su posición de que un *directed trustee* es fiduciario bajo ERISA porque tiene responsabilidad residual para determinar cuán apropiada es una decisión y si cumplirla viola ERISA. También *Bedall, et. al. v. State Street Bank and Trust Co.*, 137 F.3d, 40 Fed. R. Serv. 3d 438, 21 EBC 2719, 1998 WL 73027 (1<sup>st</sup> Cir., 1998), en un plan de aportaciones definidas, donde se determinó que mero ejercicio de control físico o actos administrativos mecánicos no son suficientes para otorgar responsabilidad fiduciaria; hace falta poseer o ejercer discreción y control. *Herman v. NationsBank Trust Co. (Georgia)*, 126 F.3d 1354, 21 EBC 2061, 11 FLW Fed C 695, 1997 WL 661747 (11<sup>th</sup> Cir., 1997): demandaron al *trustee* de un ESOP (*employee stock ownership plan*) por incumplimiento fiduciario al no ejercer su juicio independiente en una compraventa de acciones y la votación para acciones no distribuidas en las cuentas de los participantes del plan; se concluyó que la votación espejo (*mirror voting*), es decir, votar por las acciones no distribuidas de igual forma a la que se votó en aquellas distribuidas, no violó ERISA; a pesar de que el Departamento del Trabajo ha insistido en eliminar tal tipo de votación de los documentos del plan y las escrituras de fideicomiso; los participantes no recibieron suficiente información de tal clase de votación y no podían ser *named fiduciaries*; el derecho a votar acciones del patrono en un ESOP es un activo del plan. En *Koch v. Dwyer*, 1999 WL 528181 (U.S.D.C., S.D.N.Y., 1999), otro ESOP, donde si un fiduciario dirigido sabía que la dirección para invertir en acciones del patrono era imprudente o basada en una frágil investigación, respondería bajo ERISA. Por ello, para un fiduciario dirigido, seguir instrucciones no es suficiente, hay que evaluar las circunstancias subyacentes en las mismas.



Un fiduciario bajo ERISA, entonces, y respetando las secciones 403(c) y (d)<sup>92</sup>, 4042<sup>93</sup> y 4044<sup>94</sup>, actuará sólo<sup>95</sup> en interés de los participantes y beneficiarios (regla del sólo-en-el-interés—*solely-in-the-interest*):

1. con el propósito exclusivo de (regla del propósito exclusivo):
  - a. beneficiar a los participantes y sus beneficiarios; e
  - b. incurrir en gastos razonables de administrar el plan;
2. con el cuidado, destreza, prudencia y diligencia que un hombre prudente usaría acorde a las circunstancias y según tal capacidad y familiaridad con tales asuntos (regla del experto prudente<sup>96</sup>);
3. diversificando las inversiones para minimizar el riesgo de grandes pérdidas, a menos que las circunstancias indiquen la prudencia clara de no hacerlo (regla de diversificación); y
4. conforme a los documentos y escrituras del plan si éstos son consistentes con ERISA (regla de los documentos); y
5. mantener bajo la jurisdicción de los tribunales norteamericanos de distrito los documentos de dominio de los activos de los planes<sup>97</sup> (regla de indicio de dominio), a excepción de ciertos valores extranjeros<sup>98</sup>.

Las reglas de sólo-en-el-interés y de propósito exclusivo componen el deber de lealtad de un fiduciario<sup>99</sup>, ese que lo compele a colocar los intereses de los clientes antes que los de él y a

<sup>92</sup> 29 U.S.C. §1103(c) y (d): cómo los activos de un plan no estarán disponibles para beneficio de un patrono (inciso c) y aspectos de la terminación del plan (inciso d).

<sup>93</sup> *Ibid.*, §1342: procedimientos para terminar un plan.

<sup>94</sup> *Ibid.*, §1344: distribución de activos en planes de un solo patrono.

<sup>95</sup> ERISA §404(a)(1), 29 U.S.C. §1104(a)(1): deberes fiduciarios (aunque estos gobiernan la sección 1104 completa).

<sup>96</sup> Cambia en el Restatement (Second) of Trusts, §174 (1959), al estipular que un manejador de inversiones debe ejercer su mayor destreza si la posee: «has greater skill than that of a man of ordinary prudente, he is under a duty to exercise such skill.» La sección 806 del *Uniform Trust Code* (2000), p. 139, acoge este lenguaje. El Comentario a la sección confirma que lo absorbió de la sección 7-302 del *Uniform Probate Code*, el Restatement (Second) of Trusts § 174 (1959) y la sección 2(f) del *Uniform Prudent Investor Act*.

<sup>97</sup> ERISA §404(b), 29 U.S.C. §1104(b). En el Código de Rentas Internas federal, 26 U.S.C.A. §4975(c).

<sup>98</sup> 29 C.F.R. §2550.404b-1 (4 de octubre de 1977).

<sup>99</sup> Droms, *op. cit.*, p. 71. *Leigh v. Engle*, 858 F.2d 361, 57 USLW 2212, 10 Employee Benefits Cas. 1041, 7th Cir.(Ill.)Sep 21, 1988: beneficiarios de un plan de participación en ganancias demandaron al administrador del plan y otros por incumplimiento fiduciario, en particular, lealtad, porque actuaron por motivaciones personales, no en el mejor interés de los beneficiarios, irrespectivo de si la inversión fue especulativa o no, con claros potenciales conflictos de interés y no buscaron asesoría independiente y desinteresada. Por otro lado, se tocó el asunto de no diversificar cuando no es prudente hacerlo. Aunque se reconoció la casi universal influencia de la doctrina de diversificación, en este caso se obvió porque, como se afirma en la p. 368:

[W]here fiduciaries breach their duty of loyalty by making individual investments with an eye toward some goal other than the creation of a proper portfolio for their clients, a court may return the favor, viewing the investments in isolation to determine damages. One might argue that this rule results in overdeterrence, that trustees will be deterred from making potentially profitable and prudent investment decisions by the risk of future

comportarse para beneficiarlo. Las del experto prudente, diversificación, documentos e indicio de dominio forjan el estándar de cuidado razonable o prudencia.

Un fiduciario no puede involucrar a un plan en transacciones prohibidas<sup>100</sup>. Éstas son aquéllas que directa o indirectamente constituyen:

1. venta, intercambio o arrendamiento de propiedad entre el plan y una parte interesada (*party-in-interest*);
2. préstamo o extensión de crédito entre el plan y una parte interesada;
3. prestación de bienes, servicios o facilidades entre el plan y una parte interesada;
4. transferencia de activos del plan a, o para el uso o beneficio de una parte interesada; y/o
5. adquisición o teneduría de valores o propiedad real del patrono, salvo si se avalan ciertas condiciones<sup>101</sup>.

Tampoco el fiduciario podrá<sup>102</sup>:

1. manejar los activos del plan para su propio interés o para su propia cuenta (*self-interest*);
2. participar en cualquier transacción que involucre al plan a favor de una parte, o que represente a una parte, con intereses adversos al plan, a sus participantes o a sus beneficiarios (*conflict of interest*); o
3. recibir cualquier consideración para su propia cuenta de cualquiera que negocie con el plan y sus activos (del plan; *kickback*).

La parte interesada es<sup>103</sup>, con respecto a un plan de beneficios a empleados:

1. cualquier fiduciario (sin limitarse a administrador, oficial, *trustee* o custodio), asesor o empleado de tal plan;
2. alguien que provea servicios al plan;
3. un patrono a cuyos empleados cobije el plan;
4. una organización de empleados a cuyos integrantes cubra el plan;

---

damages. That might be the case if the rule were applied to marginal conduct, e.g., to an investment strategy that borders on an unacceptable risk level but is close to the range of reasonableness. That is not this case. Here the trustees did not err slightly in their attempt to create a proper portfolio.

<sup>100</sup> ERISA §406(a), 29 U.S.C. §1106(a).

<sup>101</sup> ERISA §407(a), 29 U.S.C. §1107(a): limitaciones porcentuales respecto a la adquisición o teneduría de valores o propiedad real del patrono.

<sup>102</sup> ERISA §406(b), 29 U.S.C. §1106(b). El Código Civil de Puerto Rico, indica, en las disposiciones atinentes a los fideicomisos en Puerto Rico, 31 L.P.R.A. §2565(3), que un fideicomitente podrá solicitar en procedimientos sumarios la destitución del fiduciario si los intereses del mismo son opuestos a los del fideicomisario o cuando malgaste los bienes fideicomitados o por fraude o malicia administre los bienes del fideicomiso.

<sup>103</sup> ERISA §3, 29 U.S.C. §1002. El Código de Rentas Internas usa el término persona descalificada. 26 U.S.C.A. §4975(e)(2).

5. un dueño, directa o indirectamente, del 50% o más del:
  - a. poder combinado de voto de toda clase de acciones con derecho a voto o el valor total de las acciones de todas las clases de acciones de una corporación;
  - b. interés capital o el interés en las ganancias de una sociedad; o
  - c. interés beneficiario de un fideicomiso o una empresa no incorporada; y
  - d. que es el patrono del inciso 3 o la organización de empleados del 4;
6. un familiar (cónyuge, ascendiente, descendiente lineal o cónyuge de un descendiente lineal) de cualquiera del 1, 2, 3 ó 5;
7. una corporación, sociedad, fideicomiso o sucesión de la cual o en la cual las personas del 1, 2, 3, 4 ó 5 posean directa o indirectamente, o tengan, 50% o más del:
  - a. poder combinado de voto de toda clase de acciones con derecho a voto o el valor total de las acciones de todas las clases de acciones de una corporación;
  - b. interés capital o el interés en las ganancias de tal sociedad; o
  - c. interés beneficiario de tal fideicomiso o tal sucesión;
8. un empleado, oficial o director, o un individuo con poderes o responsabilidades semejantes a las de oficiales o directores, o un accionista, directo o indirecto, del 10% o más, de una de las personas del 2, 3, 4, 5 ó 7, o del plan; o
9. un socio o empresario (*joint venturer*) del 10% o más, directa o indirectamente en ganancias o capital, de una de las personas del 2, 3, 4, 5 ó 7.

Los administradores y los fiduciarios (*trustees*) de un plan son fiduciarios (*fiduciaries*) bajo ERISA por la naturaleza de sus posiciones con respecto al plan. Plan, que sin expresar en los documentos que se creó para beneficiar el retiro de los empleados y otros participantes, está cubierto bajo ERISA por circunstancias que evidenciaron el gobierno de ERISA al mismo<sup>104</sup>. Las secciones 3(21) y 3(21)(A) de ERISA<sup>105</sup> crearon a un fiduciario amplio, uno que se identificase no por el título sino por sus funciones. Una esposa de un fiduciario de un plan de retiro, que fungió como oficial de la corporación y del plan y firmaba documentos como tal (oficial), y, se reconocía como *trustee*, es fiduciaria bajo ERISA<sup>106</sup>.

<sup>104</sup> *Freund v. Marshall & Ilsley Bank*, 485 F. Supp. 629, 1 Employee Benefits Cas. 1898 (W.D. Wis., 1979); *United Independent Flight Officers, Inc. v. United Air Lines, Inc.*, 756 F.2d 1262, 118 L.R.R.M. (BNA) 2474, 102 Lab. Cas. P. 11,382, 6 Employee Benefits Cas. 1075 (7<sup>th</sup> Cir. Ill., 1985).

<sup>105</sup> 29 U.S.C.A. §§1002(21) y (21)(A).

<sup>106</sup> *Donovan v. Mercer*, 747 F.2d 304, 5 Employee Benefits Cas. 2512 (5<sup>th</sup> Cir. TX, 1984): «If it talks like a duck, and walks like a duck, it is a duck.» (pp. 309-309); *Vogel v. Independence Federal Sav. Bank*, 692 F. Supp. 587, 57 USLW 2108 (D.Md., 1988): aseguradora grupal de salud y una firma de corredores de seguros; *McKinnon v. Cairns*, 698 F. Supp. 852, Fed. Sec. L. Rep. P. 93,943 (W. D. Okla., 1988): FDIC y directores individuales de un banco; *Confer v. Custom Engineering Co.*, 952 F.2d 34, 60 USLW 2427, 14 Employee Benefits Cas. 2067 (3rd. Cir., Pa., 1991): presidente y vicepresidente de corporación; *Acosta v. Pacific Enterprises*, 950 F.2d 611, 60 USLW 2415, 14 Employee Benefits Cas. 1981 (C.A.9, 1991): plan como entidad; *Williams v. Wright*, 783 F. Supp. 1392 (S. D. Ga., 1992) y *Kendal Corp. v. Inter-County Hospitalization Plan, Inc.*, 771 F. Supp. 681, 14 Employee Benefits Cas. 2228 (E. D. Pa., 1991): patronos; *Pineiro v. Pension Ben. Guar. Corp.*, 1997 WL 739581, Pens. Plan Guide (CCH) P 23939 (S. D. N. Y., 1997):

En los planes gubernamentales calificados, las transacciones prohibidas son<sup>107</sup>:

1. prestar cualquier parte del caudal sin recibir valor adecuado y una tasa de interés razonable;
2. compensar más allá de una reserva razonable para salarios u otro pago por servicios rendidos;
3. ofrecer servicios preferentes;
4. comprar sustancialmente valores u otra propiedad en exceso de precios razonables;
5. vender muchos valores u otra propiedad por menos de precios razonables; o
6. incurrir en cualquier negocio que desvíe significativamente el uso del caudal del plan.

## 7. Jurisprudencia y Código de Rentas Internas de Puerto Rico

Puerto Rico recoge una concepción casi idéntica de transacciones prohibidas al legislar el ingreso neto de las operaciones de fideicomisos<sup>108</sup>. Es una transacción en la cual un fideicomiso con ingreso o caudal identificado y separado para fines caritativos o según la subsección (a)<sup>109</sup>:

1. presta parte del ingreso o caudal sin garantía adecuada y un tipo razonable de interés a;
2. pague del ingreso o caudal, remuneración, salario o compensación por servicios prestados más allá de lo razonable a;
3. sirva con preferencia a;
4. compre valores o cualquier propiedad a un precio mayor de lo razonable a;
5. venda valores o cualquier propiedad a un precio menor de lo razonable a;
6. realice una transacción que desvíe sustancialmente el ingreso o caudal a:
  - a. creador del fideicomiso;
  - b. persona que aporte sustancialmente al fideicomiso;
  - c. miembros de la familia (sección 8424<sup>110</sup>) del creador del fideicomiso o del que aportó sustancialmente al mismo;
  - d. corporación que tal creador o fideicomiso controlan, con posesión directa o indirecta, de por lo menos 50% del poder total combinado de voto de todas las acciones con derecho al voto o por lo menos 50% del valor total de todas las clases de acciones de la corporación.

---

PBGC es *fiduciary* cuando es *trustee*; *LoPresti v. Terwilliger*, 1997 US App Lexis 23907 (C.A.2, 1997): accionista/oficial de una corporación cerrada.

<sup>107</sup> 26 U.S.C.A. §503(b).

<sup>108</sup> Ley Habilitadora de la Reforma Contributiva de 1994 o Ley Núm. 109 de 26 de septiembre de 1994, §§ 8001-8005 y los Subtítulos A-F, Ley Núm. 120 de 31 de octubre de 1994, 13 L.P.R.A. §§8001-20005 o Código de Rentas Internas de 1994. La sección 8562(f)(2)(B) en 13 L.P.R.A. es la pertinente. Mientras que 13 L.P.R.A. §8423(n), deducciones del ingreso bruto, aportaciones de un patrono a un fideicomiso o plan de anualidades para empleados y compensación bajo un plan de pago diferido, una de las principales partes reguladoras de los planes de beneficios de empleados en Puerto Rico, lo obvia.

<sup>109</sup> 13 L.P.R.A. §8562(a).

<sup>110</sup> 13 L.P.R.A. §8424(b)(2)(D): posesión implícita como posesión efectiva de partidas no deducibles.

Por otra parte, el impacto del menoscabo de las obligaciones contractuales en Puerto Rico muestra varias vertientes. En *García v. Gallardo*<sup>111</sup>, se dijo que las aportaciones de un maestro al fondo de pensiones para maestros que la Ley Núm. 62 de 1917 creó, son compulsorias. En el caso, el pago de la pensión no fue una obligación contractual que legislación posterior no pueda cambiar. Por lo tanto, y porque las personas (demandantes) no tenían derechos adquiridos, no podían recobrar las deducciones padecidas. En *Domenech v. Jta. de Pensiones*<sup>112</sup>, el tribunal determinó que una pensión es una «concesión, bonificación o dádiva periódica» de la voluntad del Gobierno. No es forzosa ni obligatoria ni en su origen ni continuación. No es contractual.

Mientras que en *Bayrón Toro v. Serra*<sup>113</sup>, el Tribunal Supremo confirmó una desestimación de una demanda de empleados del Recinto Universitario de Mayagüez y participantes del Sistema de Retiro de la Universidad de Puerto Rico (UPR) contra el Consejo de Educación Superior y la Administración del Retiro de la UPR. Las controversias fueron si:

1. un empleado público que participa en un sistema de retiro compulsorio, ¿tiene algún derecho sobre una pensión, antes de devengada? y
2. ¿violan las enmiendas al Sistema de Pensiones de la UPR algún derecho a ese empleado?

Se resolvió que:

«[A]unque un participante en un plan de retiro tiene un interés propietario de naturaleza contractual protegido por la garantía constitucional contra el menoscabo de obligaciones contractuales, Constitución del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, Art. II, Sec. 7, L.P.R.A., Tomo I, ed. 1982, pág. 275, en este caso los cambios aprobados por el Consejo de Educación Superior fueron razonables<sup>114</sup>.»

Lo que define ese contrato es la confluencia de voluntades entre el Estado y el empleado para vincularse<sup>115</sup>. Los cambios del Consejo fueron para subsanar la solvencia actuarial del sistema; uno que es compulsorio acorde a la Ley de la UPR<sup>116</sup>. El énfasis del tribunal recayó en el impacto actuarial (edades, aportaciones, desembolsos, etc.) sin sopesar el impacto de las inversiones y la prudencia en la administración y proceso de inversión de las mismas. El tribunal abandonó la práctica de la pensión como «gracia o dádiva del soberano» y reconoció que los partici-

<sup>111</sup> 56 D.P.R. 166 (1940). Reiterado en *Esteves v. Junta de Retiro*, 60 D.P.R. 98 (1942).

<sup>112</sup> 42 D.P.R. 604, 608 (1979).

<sup>113</sup> 119 D.P.R. 605 (1987).

<sup>114</sup> *Ibid.*, p. 607.

<sup>115</sup> *Ibid.*, p. 618.

<sup>116</sup> 18 L.P.R.A. §§601 y ss., *op. cit.*

pantes en un sistema de retiro gubernamental tienen un derecho contractual independiente a que su participación sea voluntaria o compulsoria<sup>117</sup>.

Antes de que un participante se retire, se pueden modificar los términos del sistema de retiro, siempre y cuando sean razonables y ayudan a «la solvencia actuarial del mismo». Cuando se retira y cumple con las condiciones del retiro, la pensión no puede alterarse; y, el interés primordial del Estado y los participantes en un sistema de retiro público similar al de la UPR radica en «establecer y conservar un fondo monetario suficiente para garantizar la solvencia económica del sistema»; el gobierno debe cambiar lo necesario «para adelantar los intereses del Sistema de Retiro y fortalecerlo tanto en sus cimientos como en sus estructuras»<sup>118</sup>. De nuevo, observamos la insistencia del tribunal en la parte actuarial del sistema, sin mencionar que ésta es sólo una parte del impacto económico, financiero y administrativo en un sistema de retiro. Hubiese sido una excelente oportunidad para diseccionar las variables de la estructura y abundar en las mismas. Optó por la superficie e ignoró las entrañas.

Prohibir el menoscabo de las obligaciones contractuales no puede impedir que el gobierno reglamente para beneficiar el interés público, siempre que tal intervención sea razonable; hay que equilibrar el bien común con las transacciones contractuales y que las leyes a implantar no sean arbitrarias e irrazonables. La cláusula de menoscabo limita el poder estatal para interferir con la contratación propia y la privada. Al examinar un cambio a una obligación gubernamental, se inquiriere<sup>119</sup>:

1. ¿la protege la Constitución?;
2. ¿es un menoscabo?;
3. ¿viola la garantía constitucional?; y
4. la modificación será válida si es razonable y necesaria para beneficiar el interés público.

<sup>117</sup> *Bayrón Toro v. Serra*, supra, p. 618. Para un análisis excelente de pensiones y otros beneficios post empleos, Gerald I. White, Ashwinpaul C. Sondhi y Dov Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994, pp. 633-712.

<sup>118</sup> *Ibid.*, pp. 622-623. En Op. Sec. Just. Núm. 18 de 1978, se mencionan las recomendaciones de los actuarios y asesores financieros para evitar que caudal de pensiones empezara a «liquidar sus activos para cumplir con sus compromisos actuales dentro de un plazo aproximado de 7 años» (p. 95). Y, que pensiones compulsorias se pueden alterar si no han sido devengadas, es decir, «que sólo cuando un pago determinado se ha vencido, es que el pensionado tiene un derecho adquirido sobre el mismo» (p. 101). En las páginas 102 y 109, reconoce que las pensiones van encaminadas a no ser liberalidad del gobierno sino parte de la compensación del participante que entablan una relación contractual y no se pueden reemplazar sin su asenso. Con citas de jurisprudencia norteamericana el Secretario de Justicia alude a la intervención legislativa que cambia derechos de beneficiarios en sistemas de retiro para «salvar la crisis actuarial al sistema concernido» (p. 106). La Op. Sec. Just. Núm. 47 de 1969 defendió la interpretación liberal de las leyes de pensiones (p. 198); la replicó la Op. Sec. Just. Núm. 22 de 1973, p. 119.

<sup>119</sup> *Ibid.*, pp. 619-620. Además, *Warner Lambert v. Trib. Superior*, 101 D.P.R. 378, 395-395 (1973).

### 8. Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992)

El Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992)<sup>120</sup>, que revisa parcialmente el Restatement (Second) of Trusts (1959), desarrolla también poderes de lealtad, de inversiones prudentes y de cumplir las disposiciones de un estatuto o fideicomiso. Estas reglas o poderes del derecho común regulan la conducta fiduciaria de planes gubernamentales estatales y locales. La doctrina del Restatement (Third) of Trusts pretendió recoger aquellas teorías financieras en las que mayor acuerdo hubiese para mejorar la noción del inversionista prudente de legislación estatal y federal y decisiones de tribunales basadas, como hemos señalado, en las versiones anquilosantes del Restatement (Second) y la influencia de Scott<sup>121</sup>.

El Restatement (Third) of Trusts permite mayor latitud (que en el Restatement anterior) para que el *trustee* ejerza su juicio y use estrategias no tradicionales de inversión. Se enfoca en el portafolio y su esquema de inversión, no en instrumentos aislados. De los modernos conceptos y prácticas de inversión refleja la estrecha y vital relación entre riesgo y rendimiento. El riesgo incluye el deterioro de la inflación (reducción del rendimiento real)<sup>122</sup>. Lo acoge como volatilidad de rendimiento o forma común en la literatura económica<sup>123</sup>. Lo bifurca en diver-

<sup>120</sup> Los trabajos comenzaron a fines de 1980. La porción del inversionista prudente se completó y aprobó en 1990. El borrador relativo a la creación y validez de los fideicomisos se aprobó en 1996, mientras que lo relacionado al fiduciario (*trustee*), propósitos del fideicomiso, derechos de los acreedores y cláusulas de prodigalidad (*spendthrift*), restricciones a la transferencia de los intereses de los beneficiarios) se aprobaron en 1999. Ver la introducción al *Uniform Trust Code* (2000), p. 12.

<sup>121</sup> Halbach, *op. cit.*

<sup>122</sup> En *In re Trusteeship under Agreement with Mayo*, 259 Minn. 91, 105 N. W.2d. 900 (1960), donde unos beneficiarios solicitaron que los fiduciarios soslayaran las limitaciones de inversión en las escrituras de fideicomiso. El tribunal aceptó. Si la intención primordial era preservar el principal del caudal, las condiciones inflacionarias al momento socavarían el mismo. Por ello, una desviación que cumplierse tal propósito era válida y podían invertir, entonces, en acciones de compañías con señales sólidas de inversión. La inflación había erosionado el valor real de la inversión en casi 50%. En *Carlick v. Keiler*, 375 S.W.2d 397 (1964), el tribunal clonó a *Mayo, supra*, y reafirmó que si el objetivo principal del fideicomitente se afectaba con las restricciones de inversión, éstas se podían ignorar. Siguió la línea *Davison v. Duke University*, 282 N.C. 676, 194 S.E.2d 761, 57 A.L.R.3d 1008 (N.C. Mar 14, 1973) (NO. 37). Pero en *Toledo Trust Co. v. Toledo Hospital*, 174 Ohio St. 124, 187 N.E.2d 36, 21 O.O.2d 386 (Ohio Dec 26, 1962) (NO. 37428), no permitieron apartarse de los requisitos de inversión, distinguiéndose de *Mayo, supra*, porque en este fideicomiso las intenciones eran vagas, no se especificó qué cantidades de ingreso y principal se repartirían entre los diferentes beneficiarios e inferir que el fideicomitente cambiaría las cláusulas de la escritura si hubiera podido predecir el comportamiento inflacionario es muy especulativo. Lo siguen *In re Kilmer's Will*, 18 Misc.2d 60, 186 N.Y.S.2d 120 (N.Y.Sur. May 15, 1959), y *Troost Ave. Cemetery Co. v. First Nat. Bank of Kansas City*, 409 S.W.2d 632 (Mo. Dec 30, 1966) (NO. 51874).

<sup>123</sup> Ver, McLaughlin, *op. cit.*; pero, Andrew W. Lo, AIMR Conference Proceedings, *A Behavioral Perspective on Risk Management*, Virginia, 1999, p. 32, piensa que un proceso de riesgo debe considerar las preferencias humanas, más allá de cálculos y presunciones estadísticas y económicas. Lo distingue entre riesgo e incertidumbre, mediante la Paradoja de Ellsberg [D. Ellsberg, *Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms*, Quarterly Journal of Economics, vol. 75, pp. 643-669 (1961)] y se pregunta si la gente cuestiona la incertidumbre de la incertidumbre del riesgo (no está repetido, p. 34). Insiste en que decisiones racionales en un ambiente de incertidumbre necesita reflejar las tres p de manejo de riesgo: precios, probabilidades y preferencias. Como vemos, es difícil alejarse de las probabilidades, algo que también acoge la teoría moderna de carteras (y sus recalcos de distribuciones normales, gaussianas, de probabilidad; que se defiende al argumentar que si a pesar de que los rendimientos individuales de los activos no son exactamente normales, la distribución de rendimientos de una cartera grande asemejará una distribución normal;

sificable o no compensado (o no riesgo de mercado, específico, único, no sistemático, específico a la firma, que se puede reducir añadiendo otros valores a la cartera) y de mercado o no diversificable (sistemático, que el mecanismo de precios del mercado compensa). La diversi-

---

la ley de los grandes números; ver a Bodie, Kane & Marcus, *op. cit.*, p. 163), a pesar del pensamiento einsteniano, según elaborado. En su artículo, Lo, analiza dos aspectos más: la aversión a perder y la interpretación de probabilidades (*value at risk* o VAR y el uso de Bayes y las probabilidades condicionales). Ver, más convencional, Desmond Mac Intyre, AIMR Conference Proceedings, *The Plan Sponsor's Perspective on Risk Management Programs*, Virginia, 1999, p. 38; Jacques Longerstae, AIMR Conference Proceedings, *Practical Issues in Choosing and Applying Risk Management Tools*, Virginia, 1999, p. 52; Michelle McCarthy, AIMR Conference Proceedings, *How Risk Management Can Benefit Portfolio Managers*, Virginia, 1999, p. 62, empleando VAR (exposición a perder dado un tiempo y niveles de confianza estadística); Brian D. Singer, AIMR Conference Proceedings, *Risk Analysis: A Geometric Approach*, Virginia, 1999, p. 73. Cuantitativo y euclidiano, recorre la ruta geométrica para interpretar las volatilidades y correlaciones y, en vez de elaborar matrices de covarianzas a base de información histórica y proyectada, abusa de las distancias (volatilidades) y los ángulos (correlaciones). Entiende que este análisis ayuda a evaluar múltiples riesgos [(absoluto, relativo, sistemático, residual y de aproximación (*tracking*))]. Pero, la representación geométrica de unas variables será tan buena cómo el origen de las mismas, y éstas presumen unas distribuciones normales de probabilidad. El autor obvia estos detalles o prefiere no elaborarlos y tomarlos como punto de partida. Critica algunas estrategias para proyecciones de riesgo porque sólo producen resultados estadísticamente correctos a corto plazo: convergencias de volatilidades (*volatilities clustering*), heteroskedasticidad condicional autorregresiva y reversión al promedio. Robert C. Merton, *Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management*, Financial Analysts Journal, January/February 2003, p. 17, donde explora el tiempo de inversión para tres grupos de inversionistas, a saber, hogares, corporaciones (pensiones) y fondos dotales. Sus horizontes son largo plazo (concatenaciones de cortos espacios), decisional (tiempo entre decidir revisar una cartera y hacerlo), planificación (el que le importa al que decide), subhorizontes (retiro). Desglosa el manejo de riesgo en la trilogía de protección (*hedging*), diversificación y seguros. Se cuestiona a qué se refiere la volatilidad, si al riesgo de la riqueza (*wealth*) o al del flujo de ingreso y consumo, aunque se mantiene fiel a las teorías de mercados eficientes. Bodie, Kane & Marcus, *op. cit.*, p. 239, evidencian la falacia de la diversificación del tiempo, a través del principio del seguro (*risk-sharing v. risk-pooling*): la diversificación del tiempo no reduce el riesgo, porque aunque la desviación estándar del rendimiento promedio anual se reduce con el tiempo, la del rendimiento total aumenta con el tiempo. Por ello, no se deben usar los rendimientos promedios anuales para analizar portafolios de diferentes tamaños. Ver también a Zvi Bodie, *Thoughts on the Future: Life-Cycle Investing in Theory and Practice*, Financial Analysts Journal, January/February 2003, 24. O el riesgo de ingreso idiosincrático e inasegurable de Rajnish Mehra, *The Equity Premium: Why Is It a Puzzle?*, Financial Analysts Journal, January/February 2003, pp. 54, 61. Además, Roger G. Ibbotson y Peng Chen, *Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy*, Financial Analysts Journal 2003, p. 88, en un estudio para estimar la prima por riesgo largoplacista de las acciones (*forward-looking long-term equity risk premium*). El mismo usó seis modelos para descomponer rendimientos históricos de acciones, geométrico y aritmético: uno que combinó inflación, tasa real libre de riesgo (*real risk-free rate*) y la prima por riesgo de la acción; otro que desintegró las distribuciones del ingreso y las ganancias de capital; un tercero que desbarató las ganancias (donde el rendimiento total de la acción es igual a la relación entre inflación, crecimiento en la ganancia por acción real, crecimiento en la proporción precio/ganancia y el rendimiento del ingreso); el cuarto evaluó los dividendos; el quinto analizó el rendimiento del valor en los libros de la acción; y el sexto empleó el producto doméstico bruto per cápita. Además, Frank K. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 4<sup>ta</sup> ed., Florida, The Dryden Press, 1994, p. 281. Jerome L. Valentine & Edmund A. Mennis, *Quantitative Techniques for Financial Analysis*, revised edition, Virginia, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, 1980. Leslie A. Balzer, *Measuring Investment Risk: A Review*, The Journal of Investing, vol. 4, no. 3 (Fall), 1995, pp. 5-16, ilumina las dificultades de la desviación estándar (que se basa en la distribución normal) como medida solitaria de riesgo: produce resultados razonables cuando las medias (promedios) son iguales o casi iguales; califica riesgos de inversión contrarios a las percepciones de los inversionistas; atribuye el mismo riesgo a inversiones con diferentes y marcados niveles intuitivos de riesgo. Y muy bien, señala que cuando existen relaciones no lineales, como los casos de opciones y otras estrategias de rebalanceo de carteras no lineales, las distribuciones evidencian un marcado sesgo, que los dos primeros momentos (*i.e.*, media y desviación estándar) no satisfacen. Recomienda expandir los polinomios de Taylor y explorar terceros (asimetría



ficación es fundamental para manejar el riesgo. Insiste en evitar los costos que no sean congruentes con el programa de inversión. Remite a la imparcialidad para balancear el ingreso actual con el valor real. Admite y recalca lo vital de la delegación de funciones<sup>124</sup>.

El estándar general del inversionista prudente<sup>125</sup> pauta que el *trustee* debe invertir y manejar el caudal del fideicomiso como lo haría un inversor prudente, para interés de los beneficiarios y según los términos de la escritura. Requiere:

---

alrededor del promedio o coeficientes de sesgo o *skeuwness* y cuartos (kurtosis o amplitud o pico de la distribución) momentos, semivarianza relativa, momentos parciales inferiores, varianza/sesgo/kurtosis relativos. Concluye que una medida de riesgo predeterminada no será suficiente para todas las situaciones. Hay que encontrar las que mejor se adaptan a cada situación, a veces, muy lejos de lo «normal». Fischer Black, *Estimating Expected Return*, Financial Analysts Journal, September/October, 1993. Edwin J. Elton y Martin J. Gruber, *The Correlation Structure of Security Returns: The Single Index Model*, AIMR 1998 CFA Level II Candidate Readings, Virginia, 1997. Edwin J. Elton y Martin J. Gruber, *The Correlation Structure of Security Returns: Multi-Index Models and Grouping Techniques*, AIMR 1998 CFA Level II Candidate Readings, Virginia, 1997. Robert L. Hagin, *Engineered Investment Strategies: Problems and Solutions*, Equity Markets and Valuation Methods, The Institute of Chartered Financial Analysts, GA, Professional Book Distributors, Inc., 1988. Bruce I. Jacobs y Kenneth N. Levy, *Disentangling Equity Returns Regularities*, Equity Markets and Valuation Methods, The Institute of Chartered Financial Analysts, GA, Professional Book Distributors, Inc., 1988.

<sup>124</sup> Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule, pp. ix, 18-19 (1992).

<sup>125</sup> *Ibid*, §227, p. 8. El *Uniform Trust Code* (2000), Art. IX, *Uniform Prudent Investor Act*, §2, p. 175, es el «corazón de la ley» (Comentario, p. 175), modifica los incisos 2, 3, 4, 5 y 6 y cita que algunas de las circunstancias que se analizarán para invertir y manejar el fideicomiso están las condiciones económicas generales; inflación y deflación; impacto fiscal; papel de cada inversión en la cartera (inversiones como activos financieros, intereses en compañías cerradas, propiedad personal tangible e intangible y propiedad real); rendimiento total esperado (ingreso y capital); recursos adicionales de los beneficiarios; necesidades de liquidez, periodicidad del ingreso, preservación o apreciación de capital; y relaciones o valores especiales de algún activo respecto al caudal del fideicomiso. Hará un esfuerzo razonable para corroborar (investigar) los hechos que guían a las decisiones de inversión; y el fiduciario o aquél que el fiduciario nombra como poseedor de alguna destreza especial, deberá emplearla (fiduciario profesional). Permite, contrario al libertino lenguaje, limitaciones que cualquier estado quisiera imponer a las inversiones. Esta sección combina lenguaje del Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule §227 (1992), del estatuto de Illinois de 1991, 760 § ILCS 5/5a (1992) y del Uniform Probate Code §7-302 (1969). Ver Comentario, p. 175. Previo al Restatement (Third) of Trusts, en *First Alabama Bank of Montgomery, N.A. v. Martin*, 425 So.2d 415 (Ala.), cert. denied, 461 U.S. 938 (1983), el tribunal mantuvo que el fiduciario no fue precavido al invertir en dos fondos de fideicomiso común (*common trust funds*), a pesar de que los beneficiarios permitieron excepciones a las listas aprobadas de inversión (*legal lists*), no preservaron el principal ni persiguieron la regularidad del ingreso, todos conceptos ajenos a la teoría moderna de portafolios. El tribunal respaldó su decisión en: el testimonio del perito de los demandantes, quien aseveró que las acciones en cuestión no reunían los requisitos enumerados en un tratado de Benjamin Graham (que no cita), a pesar de que para la evaluación de la parte inmueble se basó en el *Security Analysis* (4<sup>ta</sup> ed., 1962) del mismo autor; el testimonio del perito de los demandados, quien dijo que las inversiones en las acciones era prudente, pero que él nunca había recomendado, como asesor de inversiones, la compra en ellas; las declaraciones del oficial fiduciario al decir que él no miraba los prospectos de los valores, que las agencias clasificadoras no entendían lo que hacían, que él invertía en acciones subvaluadas en lugar de las de mayor precio y más establecidas; pp. 427-428. En *In re Bank of New York* (el caso Spitzer), 35 N.Y.2d 512, 323 N.E.2d 700, 364 N.Y.S.2d 164, 1 Employee Benefits Cas. 1130 (1974), que se cita por su ambiguo *dictum* de, p. 517:

The fact that this portfolio showed substantial overall increase in total value during the accounting period does not insulate the trustee from responsibility for imprudence with respect to individual investments for which it would otherwise be surcharged (cf. *King v. Talbot*, 40 N.Y. 76, 90-91; 3 Scott, Trusts (3d ed.), s 213.1, pp. 1712-1713). To hold to the contrary would in effect be to assure fiduciary immunity in an advancing market such as marked the history of the accounting period here involved. The record of any individual investment is not to be viewed exclusively, of course, as though it were in its own water-tight compartment, since to some extent indi-

1. cuidado razonable, destreza y precaución en el contexto de una cartera, como parte de una estrategia de inversión y con objetivos de riesgo y rendimiento atinentes al fideicomiso;
2. diversificar las inversiones a menos que sea prudente no hacerlo dadas las circunstancias<sup>126</sup>;
3. respetar los deberes fiduciarios esenciales de lealtad e imparcialidad;
4. ser prudente al delegar, seleccionar y supervisar agentes;
5. incurrir en costos razonables; y
6. obedecer cualquier estatuto o letra del fideicomiso que impacten las inversiones, explícita o implícitamente.

La lealtad<sup>127</sup> conlleva:

1. administrar el fideicomiso sólo en interés de los beneficiarios; y
2. al ejecutar transacciones con los beneficiarios, en la propia cuenta del *trustee*, ser justo e informar todo hecho material que sepa o debiera saber respecto a la transacción.

### 9. Código Uniforme de Fideicomisos (Uniform Trust Code) (2000)

El *Uniform Trust Code* (2000), *infra*, en su sección 802 amplía la lealtad. El inciso (a) del Restatement no cambia. El (b), por otra parte especifica que el beneficiario puede invalidar las transacciones que el fiduciario haga para su propia cuenta o que cree un conflicto de interés, a menos que el fideicomiso, el tribunal o el beneficiario consientan, o que la transacción sea previa a que la persona fuese fiduciaria<sup>128</sup>. El conflicto de los intereses personales y fiduciarios nace entre el fiduciario y su cónyuge, hermanos, padres o sus cónyuges, agente o abogado del

---

vidual investment decisions may properly be affected by considerations of the performance of the fund as an entity, as in the instance, for example, of individual security decisions based in part on considerations of diversification of the fund or of capital transactions to achieve sound tax planning for the fund as a whole. The focus of inquiry, however, is nonetheless on the individual security as such and factors relating to the entire portfolio are to be weighed only along with others in reviewing the prudence of the particular investment decisions. (énfasis suplido)

¿O el valor o la cartera o el valor en la cartera? Sospechas genera cuando nos remite a *Talbot* (donde las acciones eran imprudentes, 1869) y Scott, amigo de las listas.

<sup>126</sup> El Art. IX, del *Uniform Prudent Investor Act*, §3, p. 178, separa la diversificación, y en lugar de hablar de la prudencia, lo hace de la razonabilidad de no diversificar si los momentos así lo aconsejan. La noción proviene del Restatement (Second) of Trusts, §228 (1959), Comentario, p. 179. Diversificar es saludable porque los precios de los valores no fluctúan en las mismas direcciones ni son uniformes. Muestran una correlación imperfecta. Admite lo viable de invertir en canastas (*pools*), sobre todo en carteras pequeñas y fondos mutuos para diversificar, aunque reconoce que no hay forma de identificar cuánta diversificación es suficiente. Comentario, p. 180.

<sup>127</sup> Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule, §170, p. 193. El *Uniform Trust Code*, §802, pp. 130-132 (2000), que recoge la lealtad, «el deber más fundamental del fiduciario» (Comentario a la sección, p. 133) expande lo parco de esta sección, *infra*. El Art. IX, el *Uniform Prudent Investor Act*, §5, también la usa, con casi el mismo lenguaje; habla de invertir y manejar, en vez de sólo administrar. *Ibid.*, p. 181.

<sup>128</sup> *Ibid.*, §802(b), pp. 130-131.

fiduciario, o corporación, persona o empresa con suficiente interés para afectar el mejor juicio del fiduciario<sup>129</sup>; si la transacción otorga ventaja al fiduciario y es injusta al beneficiario<sup>130</sup>; si una transacción en propiedad ajena al fideicomiso concierne a una oportunidad del fideicomiso<sup>131</sup>; mediante inversiones en valores de una compañía o fideicomiso de inversión a las que el fiduciario o su afiliada sirven en otras facetas e incumplen con la regla del inversionista prudente, y de recibir compensación, notificar cuando se les requiera, la misma<sup>132</sup>; y si al votar acciones o ejercer otros controles no protege los intereses de los beneficiarios<sup>133</sup>. Se permiten además, acuerdos justos a los beneficiarios entre el fiduciario y fideicomisarios referentes al nombramiento o compensación del fiduciario<sup>134</sup>, pago de la compensación razonable al fiduciario<sup>135</sup>, transacciones entre fideicomisos, caudales relictos o custodias donde el *trustee* también es fiduciario o el beneficiario tiene algún interés<sup>136</sup>, depósitos en instituciones financieras que el fiduciario opere<sup>137</sup>, o adelantos del fiduciario para proteger el fideicomiso<sup>138</sup>. El tribunal puede nombrar un fiduciario especial para determinar que cualquier transacción cumplió los requisitos de la sección<sup>139</sup>.

La imparcialidad<sup>140</sup> con los beneficiarios la requiere cuando hay dos o más de ellos. Puede favorecer a alguno(s) si los términos de la escritura lo permiten. El *Uniform Trust Code* (2000) añade que lo hará en la inversión, manejo y distribución de la propiedad<sup>141</sup>.

El *trustee* debe asumir personalmente las responsabilidades, pero puede delegar<sup>142</sup> como lo haría una persona prudente. Al decidir si lo hace, a quién, cómo, y la supervisión consecuente, asume la discreción fiduciaria y actúa como una persona prudente en circunstancias semejantes.

<sup>129</sup> *Ibid.*, §802(c), p. 131.

<sup>130</sup> *Ibid.*, §802(d).

<sup>131</sup> *Ibid.*, §802(e).

<sup>132</sup> *Ibid.*, §802(f), p. 132. El Comentario a la sección 802, p. 137, aclara que las personas mencionadas en la sección 802(c) son afiliadas. Pero, sigue el 29 C.F.R. 2510.3-21(e) (ERISA), donde una afiliada del fiduciario es cualquier persona que directa o indirectamente, a través de uno o más intermediarios, controla, la controlan o lo hace junto al fiduciario; un director, oficial, socio, empleado o pariente del fiduciario, y, cualquier corporación o sociedad de la cual el fiduciario es director, oficial o socio.

<sup>133</sup> *Ibid.*, §802(g).

<sup>134</sup> *Ibid.*, §802(h)(1).

<sup>135</sup> *Ibid.*, §802(h)(2).

<sup>136</sup> *Ibid.*, §802(h)(3), p. 133.

<sup>137</sup> *Ibid.*, §802(h)(4).

<sup>138</sup> *Ibid.*, §802(h)(5).

<sup>139</sup> *Ibid.*, §802(i).

<sup>140</sup> Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule, §183, p. 149.

<sup>141</sup> *Uniform Trust Code*, §803, p. 138 (2000). El Art. IX, el *Uniform Prudent Investor Act*, §6, la menciona para invertir y manejar, paseando los variados intereses de los beneficiarios, y como una derivada del deber de lealtad. *Ibid.*, p. 182 y el Comentario.

<sup>142</sup> Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule, §171, p. 140. Ver el *Uniform Trust Code* (2000), §807, p. 140 y el Art. IX, el *Uniform Prudent Investor Act*, §9, p. 184: puede delegar cómo lo haría un fiduciario prudente de comparables destrezas y dadas las circunstancias. Tendrá cuidado razonable, destreza y precaución al seleccionar un agente (quien a su vez ejercerá cuidado razonable para cumplir la delegación), al delimitar la delegación (consistente al fideicomiso) y al supervisar al agente. Exime al fiduciario de responsabilidad por actos del agente, si cumple las exigencias del artículo.

Incurrirá en los gastos necesarios o apropiados que el fideicomiso no prohíba o para cumplir con lo que el mismo establezca<sup>143</sup>.

La Conferencia Nacional de Comisionados de Leyes Estatales Uniformes, aprobó y recomendó, en agosto de 2000, adoptar y desarrollar la primera codificación nacional de fideicomisos, el Código Uniforme de Fideicomisos (CUF)<sup>144</sup>. El CUF incorpora o enmienda total o parcialmente: Artículo VII (Administración del Fideicomiso) del *Uniform Probate Code* (1969); *Uniform Prudent Investor Act* (UPIA, 1994; incorporada como Artículo IX)<sup>145</sup>; *Uniform Trustee Powers Act* (1964); *Uniform Trusts Act* (1937). No enmienda ni abole al *Uniform Common Trust Fund Act* (1938; porque el CUF no recoge este tema); *Uniform Custodial Trust Act* (1987; al que complementa); *Uniform Management of Institutional Funds Act* (UMIFA, 1972; que rige instituciones sin fines de lucro); *Uniform Principal and Income Act* (1997; incluye muchos aspectos de caudales relictos y fideicomisos que éste no contempla); *Uniform Probate Code* (1969); *Uniform Statutory Rule Against Perpetuities* (1986); *Uniform Supervision of Trustees for Charitable Purposes Act* (1954); *Uniform Testamentary Additions to Trusts Act* (dos versiones, 1960 y 1991). La redacción del CUF fue muy coordinada con la preparación del Restatement (Third) of Trusts.

El Código consta de once artículos: definiciones y cláusulas generales (Art. 1); procedimientos judiciales (Art. 2); representaciones (Art. 3); creación, validez, modificación y terminación del fideicomiso (Art. 4); reclamaciones de acreedores, fideicomisos discrecionales y de limitaciones a las transferencias de intereses de beneficiarios (*spendthrift*) (Art. 5); fideicomisos revocables (Art. 6); oficio del fiduciario (Art. 7, respecto a aceptación, negación, compensación, seguros, cofiduciarios, remoción, renuncia, fiduciarios sucesores, reembolsos de gastos, entrega del caudal); deberes y poderes (Art. 8; redactado, en la medida posible, conforme al *Uniform Prudent Investor Act* de 1994); *Uniform Prudent Investor Act* (Art. 9); responsabilidad (*liability*) del fiduciario y los derechos de los que lidian con él (Art. 10); y cláusulas misceláneas (Art. 11).

## 10. Ley Uniforme de Manejo de Sistemas de Retiro de Empleados Públicos (1997) o UMPERSA

La Conferencia Nacional de Comisionados de Leyes Estatales Uniformes, aprobó y recomendó, en agosto de 1997, adoptar y desarrollar el *Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act* (1997) o UMPERSA. Aparte de querer mitigar la invasión legislativa federal en planes gubernamentales de retiro estatales y locales<sup>146</sup>, pretendió subsanar la deficiente y abigarrada práctica fiduciaria en los diferentes estados respecto a implantación y

<sup>143</sup> Restatement (Second) of Trusts §188, p. 410 (1959). Ver el Art. IX, *el Uniform Prudent Investor Act*, §7, p. 183, gastos de inversión y manejo razonables y apropiados para los activos, propósitos del fideicomiso y destrezas del fiduciario.

<sup>144</sup> National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (NCCUSL), *Uniform Trust Code* (2000), Nota Preliminar, p. 9.

<sup>145</sup> En el umbral del Art. IX, p. 170, se aclara que esta ley emana del Restatement (Third) of Trusts: *Prudent Investor Rule* (1992).

<sup>146</sup> Calhoun & Moore, *op. cit.*, p. 7-28.

absorción de prácticas financieras contemporáneas. Hurgó en la existencia y forma de cumplir con las responsabilidades fiduciarias de aquéllos con discreción en los sistemas de retiro y en la supervisión de los sistemas de retiro; y seduce con divulgación abundante y periódica de información financiera y actuarial de cada sistema a los participantes y beneficiarios directos e indirectos de los mismos, como el contribuyente<sup>147</sup>.

La Ley presenta seis categorías<sup>148</sup>:

1. mantener los activos de los sistemas de retiro en un fideicomiso;
2. asegurar que el fiduciario (trustee) posee exclusiva autoridad y control de ese fideicomiso;
3. desarrolla los deberes fiduciarios de quienes tengan autoridad discrecional en la operación y administración del sistema de retiro o el manejo de los activos;
4. impone requisitos de divulgación de información para facilitar la supervisión; así cómo a quién someterle tal información;
5. incluye cláusulas para una implantación efectiva de las medidas; y
6. prohíbe la asignación o confiscación de intereses en los beneficios al retiro.

La definición de fiduciario procede de ERISA<sup>149</sup> para incorporar las nociones fiduciarias discretionales que permean tal Ley. Y añade que la definición es vital porque «along with the term trustee, specifies who may be liable under the Act»<sup>150</sup>. No obstante, los no fiduciarios bajo UMPERSA responderían por actos fuera de esta ley pero fiduciarios y que emanan de sus contratos o de otras fuentes de responsabilidad fiduciaria, ya sean estatales, federales<sup>151</sup> o extranjeras.

La doctrina de la delegación<sup>152</sup> casi replica la del CUF, §807 y el Art. IX, Ley Uniforme del Inversionista Prudente, *supra*, aunque más liberal que la de ERISA porque se puede delegar a personas que no sean *trustees* o *investment managers*<sup>153</sup>.

En los deberes fiduciarios generales<sup>154</sup> recoge la doctrina de sólo en el interés<sup>155</sup> (de participantes y beneficiarios o deber de lealtad, «not to be influenced by the interest of any third

---

<sup>147</sup> National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (NCCUSL), *Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act* (1997), Nota Preliminar, p. B-3 (según aparece en Calhoun & Moore, *op. cit.* El prefacio de la ley, p. B-4, cita los mismos propósitos para la incorporación de las teorías modernas de inversiones que especifiqué al elaborar la regla del inversionista prudente del Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992), *supra*: prudencia en la cartera, imbricación de riesgo y rendimiento, invertir en cualquier instrumento para conseguir los objetivos de riesgo/rendimiento del portafolio, diversificación y delegación.

<sup>148</sup> *Ibid.*

<sup>149</sup> ERISA §3(21), 29 U.S.C. §1002(21) (1994).

<sup>150</sup> NCCUSL, *op. cit.*, p. B-8.

<sup>151</sup> *Ibid.*

<sup>152</sup> *Ibid.*, §6, p. B-17.

<sup>153</sup> *Ibid.*, §6, p. B-18. La delegación de ERISA para manejo, adquisición o disposición de activos de un plan a uno o más *investment managers* aparece en ERISA §403(a)(2), 29 U.S.C. §1103(a)(2) (1994).

<sup>154</sup> *Ibid.*, §7, pp. B-20, B-21.

<sup>155</sup> *Ibid.*, §7(1), pp. B-20, B-21.

person»); la del propósito exclusivo (beneficios para los participantes y beneficiarios) y gastos razonables<sup>156</sup>; cambia la de experto prudente a una persona prudente, «acting in a like capacity and familiar with those matters»<sup>157</sup>; incorpora la de imparcialidad<sup>158</sup>; aunque parece algo repetitivo, suple la de costos apropiados y razonables<sup>159</sup>; y un elemento de buena fe al interpretar la ley que regula el sistema de retiro<sup>160</sup>.

La sección que gobierna la inversión y manejo de los activos del sistema de retiro<sup>161</sup>, que complementa los generales de la sección previa, regula sólo al *trustee* con la autoridad para invertir y manejar los activos. La redacción es muy similar a la del inversionista prudente del CUF, *supra*. Suple una oración para cumplir con los requisitos de fondos de los planes de beneficios definidos acorde a las conclusiones actuariales<sup>162</sup>. Toca el asunto de los beneficios colaterales, aquéllos que involucran asuntos políticos, religiosos, morales, y permite invertir si una inversión que conceda esos beneficios colaterales es prudente aún sin esos beneficios; proviene de las interpretaciones del Departamento del Trabajo federal de las *economically targeted investments* en el 29 C.F.R. §2509.94-1 (1996)<sup>163</sup>. Exige que se redacte una política de inversión que detalle la tasa de rendimiento deseada para la cartera, las tasas deseadas de rendimiento y los niveles aceptables de riesgo para cada clase de activo, las metas para la distribución de activos, guías para la delegación de autoridad e información respecto a qué informes se usarán para evaluar el desempeño de un portafolio. La política se revisará anualmente y se cambiará de ameritarse<sup>164</sup>.

Y, la sección<sup>165</sup> impone responsabilidad personal al fiduciario al incumplir sus deberes y causar pérdidas al plan y ganancias al fiduciario u otros. Remedios en equidad y remoción son probables resultados.

## 11. Conclusión

La prudencia es un elemento vital de la responsabilidad fiduciaria, no importa en qué ámbito surja. No se sabe cuál es la prudencia de los sistemas públicos de retiro en Puerto Rico. La

<sup>147</sup> *Ibid.*, §7(2), p. B-20.

<sup>157</sup> *Ibid.*, §7(3), p. B-20. El Comentario a la sección, p. B-21, apunta que no se pretendió imponer el arquetipo rígido del experto prudente. El tamaño, complejidad y propósito de cada sistema de retiro amerita que se evalúe al fiduciario contra otros en situaciones similares (aunque este fundamento vale para cualquier plan de pensión u otra clase de fideicomiso). La razón es bastante sutil, porque el lenguaje que se usa en cada ley, al proponer un paradigma «objetivo», es aquél que está inmerso en instantes semejantes al fiduciario que se trata de medir. Se aclaró que la diferencia no pretende ser sustancial, sólo para adaptarla a la letra del inversionista prudente.

<sup>158</sup> *Ibid.*, §7(4), p. B-21.

<sup>159</sup> *Ibid.*, §7(5), p. B-21.

<sup>160</sup> *Ibid.*, §7(6), p. B-21.

<sup>161</sup> *Ibid.*, §8, p. B-24.

<sup>162</sup> *Ibid.*, §8(a)(1)(F), p. B-24.

<sup>163</sup> *Ibid.*, §8(a)(5), p. B-24. Comentario, p. B-28.

<sup>164</sup> *Ibid.*, §8(b), p. B-24. Un magnífico libro de los procesos de inversión y manejos de carteras, John L. Maginn y Donald L. Tuttle, *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*, 2<sup>da</sup> ed., Boston, Warren, Gorham & Lamont, 1990.

<sup>165</sup> *Ibid.*, §11, pp. B-33, B-34. Comentario, p. B-28.

figura del fideicomiso en Puerto Rico, según el Código Civil, no la define ni la menciona. Si *Harvard College* es ambiguo y flexible en su prudencial doctrina, y quizás flexible porque es ambiguo, permisivo, el Código Civil lo es más, con su ausencia. La jurisprudencia en Puerto Rico tampoco la discute, en gran medida porque no llegan casos que brinden la oportunidad de hacerlo, en especial, del ámbito público.

La teoría económico-financiera para administración de carteras de inversión es un paso en la dirección correcta para entender las consecuencias jurídicas de operar un plan de retiro. No se pueden atender (derecho y economía/finanzas) como disciplinas mutuamente excluyentes, sino yuxtapuestas. Esa imbricación debe ayudar a demitificar conceptos robóticos a los que se identifican y emulan para saber qué hacer. Sin embargo, hay objetivos que las partes, en su mayor o menor autonomía de voluntad, establecen. ¿Cómo se llega a ellos? ¿Entienden las partes por qué unos y no otros? El pasado es un indicador, no un fosilizador del futuro.

¿Ha existido prudencia en el sistema público de retiro en Puerto Rico? No, según hemos definido. No, por conducta y resultado. La prudencia incluye ambos, no sólo la conducta. La brújula que en Puerto Rico debe aclarar la misma se bambolea con tres nociones disímiles. No se debe asumir responsabilidad si no sabemos tan siquiera enmarcarla.

Existen fuentes, que representan soberbias oportunidades, pero no para acotarlas, sino para expandirlas. ¿Es un contrato el fideicomiso, como se trata en la práctica, no un mandato, como lo jurídicamente incorrecto define? El Código Civil vive. Los sistemas de retiro son fiducia. Tal Código no se escucha ni por los centros espiritistas. Es fuente legal que nos obliga. Es mejor escucharla, entenderla y embridarla a nuestro entorno jurídico. Por ejemplo, el Código de Rentas Internas local, que expande como un globo quién es fiduciario, cuándo revocar un fideicomiso en la Isla, y trae a ERISA arrastrada por los pelos como la cura para las imperfecciones de los males fiduciarios calificados y no, como paradigma.

Las listas que prohíben y permiten invertir en los sistemas públicos de retiro se deben eliminar. Los beneficiarios se deben expandir. Participantes y sus beneficiarios son algunos fideicomisarios. Los contribuyentes son otros. Son ingredientes esenciales hacia la prudencia. Ésta no es un modelo. Es la combinación de conocimientos, personas, objetivos y consecuencias de comportamientos en alguna geografía jurídica. Mientras más adaptable y respetuosa la misma de la autonomía de las partes, mejor.