



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Sociedades de inversión

Servente, Alberto Guido

1958

Cita APA: Servente, A. (1958). Sociedades de inversión. Buenos Aires: s.e.

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

ORIGINAL

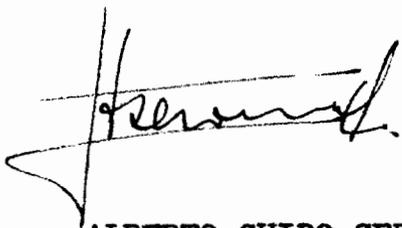
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

TESIS DOCTORAL

Tema:

SOCIEDADES DE INVERSION
CONVENIENCIAS DE SU INCLUSION EN LA LEGISLACION ARGENTINA

Autor:



ALBERTO GUIDO SERVENTE

N°. Inscrip. 9014

Guido 1856- Capital

Fecha de Presentación:

Septiembre de 1958

ORIGINAL

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

TESIS DOCTORAL

Tema:

SOCIEDADES DE INVERSION
CONVENIENCIAS DE SU INCLUSION EN LA LEGISLACION ARGENTINA

Autor:

ALBERTO GUIDO SERVENTE

N°. Insc. 9014

Guido 1856- Capital

Fecha de Presentación:

Septiembre de 1958

S U M A R I O

PARTE PRIMERA - Características y Funcionamiento

I- Introducción

- a)-Definición
- b)-Objeto
- c)-Utilidad

II- Antecedentes

- a)-Históricos
- b)-Actuales

III- Tipos de Sociedad

- a)-Fines para los que se constituyen
- b)-Conformación del capital
- c)-Política de Inversión
- d)-Sociedades de Capital Fijo y Variable

IV- Constitución, manejo y Funcionamiento

- a)-Formas de constitución
- b)-Organismos directivos
- c)-Organismos técnicos
- d)-Organos de supervisión y control
- e)-Gastos de operación
- f)-Utilidades, clases y tratamiento

V- Sociedades de Capital Fijo

- a)-Características
- b)-Política de Inversión y distribución
- c)-Emisiones-Compra y Venta de acciones
- d)-Influencias de la especulación

VI- Sociedades de Capital Variable

- a)-Características
- b)-Emisión de acciones-Obligación de rescate

- c)-Fijación del valor de la acción
- d)-Renta y ganancias de capital
- e)-Política de inversión-Clases de sociedades
- f)-Balance, formación, valuación

VII- Los Bancos y las Sociedades de Inversión

- a)-Generalidades
- b)-Servicios como fideicomisarios
- c)-Servicios como depositarios
- d)-Servicios como emisores y agentes de rescate
- e)-Servicios como agentes de pago de dividendos

PARTE SEGUNDA- Reglamentaciones Gubernativas y Estatutarias

VIII- Regulaciones Gubernativas

- a)-Procedencia
- b)-Finalidad
- c)-Conveniencia

IX- Reglamentación y autolimitaciones de las Sociedades de Inversión

- a)-El estatuto
- b)-El prospecto
- c)-El convenio de fideicomiso
- d)-Publicidad

PARTE TERCERA- Conveniencias de su legislación en nuestro país

X- Necesidad de Reglamentación

- a)-En el orden jurídico
- b)-En el orden económico
- c)-En el orden impositivo

XI- Ventajas de su funcionamiento

- a)-Para la economía del país
- b)-Para los inversores

BIBLIOGRAFIA

CUADROS ESTADISTICOS

PARTE PRIMERA- Características y Funcionamiento

I - Introducción

a) Definición:

Las sociedades de inversión, adoptan formas jurídicas y sociales similares a las anónimas, como ellas poseen personalidad distinta a la de sus socios, y su capital está dividido en acciones. Hay quien sostiene que no son sino una variedad dentro de las sociedades anónimas, pero en su evolución actual ofrecen diferencias que las distinguen con caracteres propios.

Debido a ésta similitud estructural, se define generalmente a las sociedades de inversión en relación a su objeto. Así el "Investment Company Act" de 1940 que regula a éstas Sociedades en Estados Unidos de Norteamérica, dice: que: "Sociedad de inversión indica un emisor que se ocupa principalmente del negocio de invertir, reinvertir o negociar en valores". Arthur Weisenberger (1) las define como "Instituciones financieras cuyo negocio es invertir fondos confiados a ellas en acciones o bonos de buenas empresas". La Comisión de Estudios de Sociedades de Inversión de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en el informe previo a su proyecto de ley elevado en el año 1956 dice: "Los "investment trust" (sociedades de inversión) son instituciones financieras constituidas en sociedades que tienen por finalidad la gestión de carteras de valores mobiliarios, mediante emisiones de sus propias acciones, obteniendo fondos destinados a la adquisición de títulos y acciones de otras sociedades por acciones, o emitidas por personas de derecho público".

(1)-Arthur Weisenberger-Investment Companies-New York-1956 Edition - Pag. . .

Diremos nosotros que las sociedades de inversión son instituciones dedicadas a concentrar en su capital los ahorros de un número de individuos (accionistas) para invertirlo en valores mobiliarios - títulos, acciones, debentures - con el fin de obtener la mayor renta posible, y acrecentar su valor, empleando para ello dos medios principales: selección y diversificación.

b) Objeto:

Su principal objeto es la diversificación de inversiones, posible sólo cuando se trata de grandes sumas a invertir, y la investigación de balances de sociedades, situaciones económicas, mercados etc. a fin de seleccionar las colocaciones más convenientes y reditivas.

El capital de éstas sociedades une los ahorros o fondos disponibles para colocación, de un número de inversores particulares, que no podrían individualmente lograr los objetivos mencionados: diversificación y selección.

La diversificación es esencial para el éxito en la inversión. Si bien la tendencia de los mercados indica épocas de alzas o bajas en los precios de los valores, estas fluctuaciones se manifiestan en mayor o menor grado en cada grupo de empresas, y aún entre empresas de un mismo grupo. En efecto, las industrias metalúrgicas pueden atravesar un período difícil mientras los servicios tienen buenos rendimientos, las acciones ordinarias pueden bajar por balances poco favorables mientras las preferidas conservan su valor. La diversificación es la mejor forma de balancear y disminuir riesgos. Los riesgos de la inversión se balancean por las distintas clases de acciones y valores que representa, y se disminuye, ya que el inversor privado compra en un instante dado, mien-

tras que en los planes de las sociedades de inversión se contempla la compra en diferentes épocas y por consiguiente a distintos precios.

La selección es el otro factor que ha logrado adeptos para las sociedades de inversión. Se ha dicho que éstas han creado la ciencia de la inversión y han aplicado la organización en esta rama de la actividad humana. No sería ya concebible en ca si ninguna profesión actuar en forma empírica o de acuerdo a "sen timientos emocionales", no es posible por lo tanto en nuestros tiempos negar la enorme importancia de la investigación dedicada a mejorar las posibilidades de éxito en las inversiones, disminuyen do sus riesgos por el estudio exhaustivo de las coyunturas y ciclos económicos que afectan el rendimiento y valor de los efectos mobiliarios. En países de economía más desarrollada, los grandes capitales se confían a entidades especializadas en su inversión y manejo, y las sociedades de inversión cumplen esa función con los medianos y pequeños ahorristas. Ocupan en ésta tarea de investiga ción a empresas de técnicos que comprenden las más diversas ramas del saber, tienen analistas, economistas y consultores que tratan de adelantarse a cualquier cambio en las condiciones del mercado mediante el estudio de estadísticas, productos, maquinarias, y pul sando el efecto que éstos cambios producirán en industriales, ban queros etc. El resultado de la investigación ha sido tremendo en todas las ciencias, y lo será también en la inversión. La desorien tación natural del poseedor de un capital, la indecisión generalizada sobre su empleo, y la conveniencia social de que su ahorro se canalice hacia la mejor inversión, son los factores que han logrado el éxito de éstas sociedades ya que el costo de la investi-

gación no podría ser soportado por el ahorrista particular, su tiempo valdría más de lo que le cuesta el asesoramiento en común, y serían pocos los capaces de reunir los conocimientos de técnicos en las diversas materias que contempla la sana inversión.

c) Utilidad:

Además de los objetivos señalados, las sociedades de inversión constituyen una defensa eficaz contra la inflación.- Los índices de precios bursátiles nos indican en grandes períodos de tiempo una notable relación entre el alza de los valores industriales y el poder adquisitivo de la moneda, una baja en dicho poder, se contrapone a un alza en los precios bursátiles. Esta relación es lógica, ya que las acciones industriales representan valores reales invertidos en inmuebles, maquinarias, instalaciones y mercaderías que aumentan su valor con la baja del signo monetario y por ende la fracción de valor de esos bienes que cada acción representa, tiene que aumentar de acuerdo al alza de los precios. Este fenómeno, si bien no tiene precisión matemática en el tiempo, se produce con regularidad en una economía de mercado y reflejado en la acción de las sociedades de inversión, alienta el ahorro. La propensión a ahorrar acrece con la moneda sana, y nos atrevemos a decir que la única forma juiciosa de ahorro es en moneda sana.- Cuando una moneda pierde rápidamente su valor adquisitivo, no incita a invertir el ahorro -diferencia entre ingresos y consumos - en la capitalización de bienes, sino a consumirlo o atesorarlo, ya que la inversión se efectúa para ganar renta, mientras la inflación la esteriliza, pues al cabo de un período se puede adquirir menos con la suma de capital y renta que al principio con el capital sólo. El resultado de éste fenómeno es la descapitalización -

de la economía con las graves consecuencias que acarrea. La acción de las sociedades de inversión representa el valor de la cartera de acciones que posee, y por lo tanto también aumenta cuando el valor del signo baja.

Es indudable la conveniencia de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva. El mediano y pequeño ahorrista si bien tiene las puertas abiertas, no se dirige a la Bolsa para sus inversiones. El desamparo en que se siente ante la cantidad de papeles que se cotizan, y la poca difusión que las operaciones tienen, crean un sentimiento de recelo, aumentado por la errada creencia general respecto a la seguridad que éstas inversiones presentan. Estas creencias tienen dos aspectos, uno es la dramatización de episodios registrados en épocas de gran especulación con acciones, especialmente con cierto tipo de acciones que no son el objeto de las sociedades de inversión, y otro que es el derivado de la diaria actualización de precios. El público puede saber al momento cuanto gana o pierde en la Bolsa, y teme arriesgar dinero por si la acción que compra baja al día siguiente, pero no piensa en la pérdida real que constituye la disminución del poder adquisitivo de la moneda en que invierte sus ahorros. No creemos que muchos inversores en acciones tengan al presente diez veces menos capital que hace diez años. Sin embargo es una evidencia que aquellos que han mantenido sus ahorros en nuestra moneda están hoy día en esa situación. No pretendemos señalar con esto que las sociedades de inversión hayan llegado a conjurar todos los riesgos, pero sí señalamos que con una acertada diversificación y con correcta selección los han disminuído a valores que alientan la inversión en acciones cotizables.

La enorme utilidad que prestan por tanto a la economía general es la canalización del ahorro popular hacia su inversión productiva. Esta utilidad se entiende fácilmente, la industria y el comercio pagan el volumen mayor de salarios, principal componente del costo, y a la vez única fuente de ingreso para la mayoría de la población. Para que el ciclo económico continúe, el ahorro de esos ingresos, es decir una vez deducido el consumo, deben volver a capitalizarse en la industria y el comercio. Si la actividad económica no encuentra suficiente capital, debe recurrir al crédito para continuar su expansión. Si los asalariados no pueden concurrir a la capitalización de la actividad, prestan su dinero a los bancos o entidades similares por un módico interés, y estas instituciones los prestan a su vez al comercio e industria. El ahorrista tiene siempre el mismo capital, los bancos deben prestar al comercio e industria cada vez más en defensa de sus intereses, y por lo tanto la inflación beneficia sólo a los tenedores de acciones, que se ven beneficiados con grandes créditos. Este proceso que es similar al vivido en los últimos años en nuestro país, se debe a la forzosa descapitalización de las industrias, que en prolongados períodos no han podido satisfacer sus necesidades en un mercado de valores, y han tenido que aumentar su pasivo, con los inconvenientes naturales, en lugar de su capital.-

II - Antecedentes

a) Históricos:

El deseo del hombre de proteger sus ahorros mediante la diversificación de su inversión se remonta a épocas lejanas. Los adagios y refranes que aconsejan tal cosa, muestra indudable del pensamiento popular, se repiten en los distintos pueblos y civilizaciones.

Los antecedentes conocidos sobre sociedades que han tomado forma similar a las actuales no se remontan sin embargo a muchos años. La idea moderna se atribuye al Rey Guillermo I de Bélgica quien organizó en 1822 la Sociedad General de Bélgica. Del continente la idea pasa a Inglaterra donde las sociedades se multiplican en la década de 1880, especialmente en Escocia donde la iniciativa encuentra adeptos por millares, y pronto los Activos de éstas sociedades alcanzan cifras de gran importancia. Una de las primeras compañías creadas en Gran Bretaña fué "The Foreign and Colonial Government Trust", Arthur Wiesenberger (1) en su libro "Investment Companies", reproduce un párrafo del prospecto de dicha sociedad que podría repetirse hoy día sin cambiar palabra.- El mismo se encuentra inserto en el primer tratado escrito sobre éste tema "Treatise on Association for Provident Investment" - Arthur Schratchley (1875): " El objetivo de ésta Sociedad es dar al inversor de moderados recursos las mismas ventajas que el gran capitalista, al disminuir los riesgos de la inversión distribuyendo la misma en una cantidad de diferentes acciones".

La característica principal de las sociedades de

(1) Arthur Wiesenberger.- OP. Cih.-

inversión en Escocia fué la consolidación extremada de su situación, sólo les interesaba obtener alta renta, y las utilidades de capital formaban reservas que permitieron sortear épocas difíciles sin perjuicio para los accionistas.

De Inglaterra la idea pasó a Estados Unidos, donde su desarrollo fué muy lento en los primeros tiempos. En 1893 se crea el "Boston Personal Property Trust" con un capital de u\$s. 104.000.-; en 1904 se funda el "Colonial Fund" también en Boston. Las compañías americanas siguieron los cánones de las inglesas, es decir interés sólo por la renta y no participación a los accionistas sobre las ganancias de capital, circunstancias que las hizo vegetar sin despertar el interés popular, dado que el espíritu americano era en esa época típicamente emprendedor y amante de riesgos.

En 1920; contagiados quizá por el ambiente de pujante crecimiento de la Nación, las sociedades de inversión comienzan a adquirir desarrollo en Estados Unidos, al participar cada vez más activamente en negocios especulativos. Para satisfacer la demanda de rápida valorización las compañías tomaron riesgos excesivos que provocaron fuertes pérdidas a sus accionistas.

Es en la década del 30 en que comienzan a aparecer las primeras sociedades de capital variable, las que debieron soportar los difíciles tiempos de entonces y una campaña de desprestigio como consecuencia de los abusos arriba mencionados. La "Security and Exchange Commission" creada en 1934, ordenó una investigación sobre la forma de actuar de éstas compañías, que prosiguieron su vida de limitado desarrollo hasta 1940; en que con la sanción del "Investment Company Act" que protege el interés de las compañías y los inversores, se marca el comienzo de una época de rápido

crecimiento en los Activos de las Sociedades.

El siguiente cuadro señala dicha expansión, y es especialmente la amplia acogida que tuvieron las sociedades de capital indeterminado (open end).-

VALOR DEL ACTIVO NETO

(miles de dólares)

Años	CAPITAL FIJO		CAPITAL VARIABLE		Activo Total
	No.Co.	Activo	No.Co.	Activo	
1940	43	613.589.	68	447.959.	1.061.548
1941	43	523.489.	68	401.611.	925.100
1942	43	557.264.	68	486.850.	1.044.114
1943	43	708.683.	68	653.653.	1.362.336
1944	40	739.021.	68	882.191.	1.621.212
1945	37	970.683.	73	1.284.185.	2.254.868
1946	37	851.409.	74	1.311.108.	2.162.517
1947	37	771.053.	80	1.409.165.	2.180.218
1948	39	744.728.	87	1.505.762.	2.250.490
1949	39	794.371.	91	1.973.547.	2.767.918
1950	38	843.462.	98	2.530.563.	3.374.025
1951	36	942.459.	103	3.129.629.	4.072.088
1952	34	978.096.	110	3.931.407.	4.909.503
1953	32	928.458.	110	4.146.061.	5.074.519
1954	30	1.188.204.	115	6.109.390.	7.297.594
1955	26	1.199.085.	125	7.837.524.	9.036.609
1956	25	1.264.495.	135	9.046.431.	10.310.926
1957	24	1.210.316.	143	8.714.143.	9.924.459

Fuente: N.A.I.C.- National Association of Investment Companies-
EE.UU.

b) Actuales:

El país donde actualmente más se desarrollan éstas - instituciones es sin duda Estados Unidos de N.A.- A fines de 1957, se hallaban registradas en la Asociación Nacional de Sociedades de Inversión, 24 Compañías de Capital Fijo y 143 variable, con un activo total de 9.924 millones de dólares poseídos por 3.364.073 accionistas. Una idea del crecimiento lo dan los cuadros insertos al final de éste trabajo, prueba evidente de un desarrollo en el concepto de libre empresa que tanta influencia ha tenido en el mejoramiento del "standard" de vida de ése pueblo.

En Francia las sociedades de inversión fueron legisladas por primera vez en 1945, y reglamentadas en 1948; 1952 y 53. Su origen fué la liquidación de una importante cartera de acciones en poder del Estado.

En América varios países además de Estados Unidos, muestran interés en los últimos años por éste tipo de empresa. En Canadá han tomado gran desarrollo, Méjico posee varias en funcionamiento, al amparo de una legislación apropiada que crea las condiciones impositivas adecuadas y justas para su desarrollo.

En nuestro país, podríamos considerar como antecedente las cuentas de inversión en valores mobiliarios creadas por el I.M.I.M.- Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias, pero preferimos no hacerlo por cuanto no se trataban de una empresa, sino de una creación estatal con rendimiento mínimo y reembolso garantizado que no soporta por tanto una crítica basada en las situaciones reales del mercado. En inversiones privadas no se puede garantizar éxito, hacerlo es desconocer la realidad económica, y destruir los incentivos que crean la competencia por la superación. Las so-

ciedades de inversión son y deben ser instituciones privadas, en que la responsabilidad recaiga sobre los propios interesados en el éxito, y no en un funcionario a cuyo albedrío queden libradas las decisiones.

En cambio, en las normas internas de la Comisión de Valores del año 1954, se trata sobre normas básicas a las que deben sujetarse las sociedades de inversión que soliciten su cotización en Bolsa. Estas normas contemplan sólo aspectos parciales sobre diversificación de Activos y contralor, que harían posible únicamente la existencia de sociedades de Capital fijo.

III- Tipos de sociedades

a) Fines para los que se constituyen:

Podemos decir que los fines que animan al público a correr los riesgos que la inversión de su dinero supone son: obtener una renta; proteger el "valor adquisitivo" del capital o aumentar dicho capital. Algunos inversores buscan sólo uno de esos fines, otros la combinación de ellos en mayor o menor grado, pero siempre el problema gira en torno a como llegar al propósito perseguido.

Algunos valores de la deuda pública cumplen perfectamente una parte de los fines, ciertas acciones industriales otros, la renta puede ser elevada, pero la desvalorización monetaria hacerla estéril, el crecimiento en términos monetarios de ciertos valores defiende contra la inflación, pero la carencia de rentas obliga a gastar el capital. Ninguna inversión individual puede cubrir todos los riesgos y asegurar el cumplimiento de los fines del inversor. Tampoco lo cubre ni asegura la inversión en un solo grupo o tipo de papeles. Sólo la diversificación llevada a extremos apropiados puede cumplir los propósitos enunciados y disminuir a tasas aceptables los riesgos necesarios para lograr dichos propósitos.

Se confunde con facilidad entre diversificación-tal como se entiende éste concepto en las sociedades de inversión- y la posesión de una cantidad de acciones de distinta especie. La "cartera diversificada" de un inversor individual, constituye en muchos casos un riesgo único. En efecto, las acciones pueden pertenecer a industrias del mismo ramo, a so-

ciudades en similar situación financiera, y no siendo así puede aún ocurrir que no sea equilibrada tal como aconseja la sana práctica. La especialización en el estudio de las inversiones, los volúmenes de las mismas, y la investigación empleada con la seriedad y técnica que la importancia de la tarea requiere, son condiciones necesarias para llegar a la diversificación, objetivo éste que requiere también el factor tiempo, para poder medir el éxito o, fracaso de las iniciativas, e ir cristalizando una política de inversión que diferencia a cada una de las sociedades, y hace posible la selección en el público, quien seguramente confiará sus capitales a la que interprete mejor sus propios propósitos.

El problema pues de lograr los objetivos mencionados, es el mismo para las sociedades que para los inversores, pero aquellas tienen sobre éstos las facilidades, los métodos y la experiencia necesaria para asegurar una razonable probabilidad de éxito, aceptado lo cual queda pendiente la elección por parte del inversor de la sociedad que más se ajusta a sus fines.

Esta variedad en los propósitos y las distintas situaciones que se presentan a los inversores en la vida, ya sea por edad, temperamento, azares, propia estimación de las circunstancias etc., han ido conformando distintas clases de sociedades de inversión, que difieren en sus objetivos, métodos, políticas y riesgos, y han hecho posible que en los países en que se las emplea, los inversores encuentren una gran variedad, que llega a conformar los más diversos propósitos. Algunas son conservadoras, otras especulativas. Estas invierten en bonos de renta fija y acciones preferidas, aquellas sólo en acciones or-

dinarias. Las hay que colocan sus capitales en ciertos ramos de la industria, otras en todos, algunas trabajan sólo con su capital, otras con créditos, las hay que poseen sólo acciones ordinarias, otras emiten bonos o acciones preferidas, y por últimos y como gran división, hay sociedades de inversión de capital fijo, determinado o "cerrado" y de capital variable, indeterminado o "abierto".

Vemos entonces que los fines para los que constituyen las sociedades de inversión son los mismos que animan a todo inversor: obtener renta, defender el "valor adquisitivo de su capital, y tratar de aumentar dicho capital. La intensidad en el deseo de alcanzar alguno de éstos fines, o la mayor proporción en que se desee alguno de ellos, han creado la variedad de tipos de sociedades de inversión que pasamos a considerar.

b) Conformación del Capital:

En una sociedad por acciones, tal como las sociedades de inversión, las mismas pueden ser todas de un tipo, es decir ordinarias, o pueden ser de varias clases ordinarias y preferidas. En términos generales las acciones ordinarias participan en las utilidades en proporción a la parte de capital que representan. Las preferidas en cambio tienen preferencia ya sea en cuanto al cobro de la renta fija que se otorga, que puede ser preferencia acumulativa o no según que la renta no pagada un ejercicio deba ser pagada en el siguiente, o en cuanto a su reintegro en caso de liquidación, pero participan de las utilidades sólo en la tasa convenida. Es decir que una sociedad puede trabajar con su capital formado por una parte de acciones que cobran una renta fija, y otra que reparte las utilidades una vez pagada dicha renta. Las

acciones preferidas tienen también por lo general un precio de rescate fijo, generalmente la par o poco más, en cambio las ordinarias representan la proporción del valor de liquidación de los bienes que componen en Activo neto de la sociedad.

Algunas sociedades de inversión trabajan sólo con su capital, es decir con el ahorro que entregan los inversores, otras en cambio emiten debentures, o sean obligaciones pasivas de intereses fijo amortizables o rescatables a precio fijo que colocan entre personas que prefieren éstos papeles, o contratan préstamos con bancos o instituciones financieras sobre su activo, con el fin de hacerse de fondos para emplear en el desarrollo de sus negocios.

Las entidades que trabajan con Capital formado con acciones preferidas de renta fija, o contraen deudas para inversiones, se llaman "sociedades de inversión con ventaja". Esta expresión - en inglés "leverage" - interesa y se aplica esencialmente a las acciones "ordinarias", que son las que obtienen la explicable ventaja de trabajar con dinero a interés fijo - interés generalmente más bajo que el esperado en la inversión - y que no se beneficia con la depreciación monetaria o el alza real de los valores adquiridos. La inversión en acciones preferidas o debentures de éstas sociedades puede sin embargo ser interesante para obtener una buena renta, o en ciertas condiciones de mercado.

Estos casos de "sociedades de inversión con ventaja" se dan exclusivamente en las de capital fijo, y la importancia de la "ventaja" es grande, por lo que dejaremos el tema para considerarlo "in extenso" en el capítulo correspondiente.

c) Política de Inversión:

Otra de las divisiones de las sociedades de inversión se hace teniendo en cuenta su política de inversión, es decir la conformación de su cartera.

Algunas mantienen un portafolio compuesto por bonos, acciones preferidas, obligaciones y acciones ordinarias en proporción variable de acuerdo a la situación del mercado, otras prefieren sólo acciones ordinarias. Ciertas sociedades mantienen un encaje considerable en previsión de tener que rescatar acciones, otras invierten todo el disponible. Las hay que conservan casi invariable su cartera, haciendo nuevas inversiones en los valores que ya poseen, trabajando así sobre costos promedios, y vendiendo sólo en vista a obtener un rendimiento mayor que el promedio, otras en cambio cambian continuamente de inversión para tratar de obtener los mayores beneficios de las variaciones del mercado. Algunos otros se especializan en acciones de cierto grupo de industrias, o invierten en valores extranjeros.

Las sociedades que poseen una cartera diversificada entre acciones preferidas y ordinarias de diversos ramos, bonos, y un prudente encaje, se conocen como "balanceadas" y se contraponen a las que podemos llamar "especializadas".

d) Sociedades de Capital Fijo y Variable:

La más importante división de las Sociedades de inversión la constituye sin duda las de capital fijo y variable.

La sociedad de capital fijo-"closed end" investment companies - es decir "final cerrado", es aquella cuyo capital está constituido por un número fijo de ac-

ciones, emitidas de acuerdo con los principios de las sociedades de capital. Estas acciones se negocian en la Bolsa, y se compran y venden en modo similar a la de otras sociedades anónimas. Su precio está por tanto señalado por la mayor oferta y demanda, y se diferencia fundamentalmente de la acción de las sociedades de capital variable, cuyo valor está en función del activo de la sociedad es decir que es igual a la parte alicuota del valor actual de las acciones que forman el activo de la sociedad. Las acciones de las sociedades de capital fijo pueden negociarse pues a un valor más alto o más bajo que el del activo que representan, según el curso de su propio mercado en Bolsa, es decir que puede darse el caso de un mercado en alza, y de una baja en el precio de la acción de estas sociedades. Las sociedades de Capital fijo son las más antiguas, y las que más se asemejan a la sociedad anónima convencional en que un grupo de personas constituyen un capital para operar en común, en éste caso el capital lo invierten en acciones de otras sociedades y el valor de la propia acción estará dado por la renta que obtengan de la inversión, por la valorización de su activo, y como hemos señalado ya, por la oferta y demanda del mercado sobre su propia acción.

Conocidas como "open-end investment companies" o "mutual fund" es decir sociedades de inversión de final abierto o "fondos mutuos", las sociedades de Capital variable forman el grupo de sociedades de inversión que mayor desarrollo alcanzó en los últimos años en los Estados Unidos de Norteamérica. Se trata de sociedades que pueden emitir acciones sin límite, es decir que su capital está condicionado a la demanda de acciones que exista, y se obligan a rescatar sus propias acciones al

precio que resulta de relacionar el número de acciones en circulación con el valor actual de su activo, al precio de cotización en Bolsa. En los Estados Unidos ese precio se fija dos veces al día, generalmente a las 13 y a las 15,30 hs. Explicamos entonces el porqué de su denominación "open end"- final abierto, pues su capital está siempre "abierto" a nuevos accionistas, quienes no deben comprar la acción al valor marcado por la oferta y demanda del mercado, sino que lo hacen al precio real de los bienes que forman el activo de la sociedad, y "a contrario sensu", dicho capital se reduce por la compra de acciones que la misma sociedad se obliga a efectuar. Este precio de compra generalmente se reduce en un pequeño porcentaje, lo mismo que el de venta es a veces superior en una suma calculada como imprescindible para cubrir los gastos de emisión. La denominación de "fondos mutuos", que han tomado éstas sociedades deriva de la obligación mutua, por parte del inversor de comprar la acción que el fondo emite al precio indicado por la cotización de los valores que la sociedad posee, y de la sociedad, a adquirir la acción del inversor, a dicho mismo precio, calculado en la fecha que la redención es solicitada.

La acción de las sociedades de inversión de capital variable, constituye la máxima expresión de liquidez y requiere por tanto sumo cuidado por parte de los ejecutivos del fondo, en invertir en valores que a su vez sean líquidos y suficientemente diferenciados, para estar a cubierto de cualquier sorpresa en caso de que las solicitudes de rescate superen a la demanda de nuevas acciones.

Las acciones de éste tipo de sociedad de inversión han eliminado por tanto el factor "mercado"- es decir "oferta y demanda"-de su precio, el que se condiciona sólo al va-

lor de las acciones que el fondo posee.

La existencia de esta variedad de sociedad es corta, nació en Boston en el año 1924, y la idea de la redención de acciones por parte del fondo se generalizó entre 1926 y 1929, pero el comienzo del extraordinario auge que en la actualidad posee, se puede marcar en 1929-1930, época en que la gran depresión mundial señaló las virtudes de éstas empresas, en que la permanente preocupación por la diversificación y liquidez, les permitió sobrepasar los malos tiempos con éxito superior a otros tipos de sociedades.

Los fondos mutuos constituyen el ideal para la inversión de pequeños capitales, y especialmente, los dineros de las personas ajenas a los ambientes bursátiles, ya que el precio a que ingresan al fondo está señalado sólo por la cotización del día de las acciones que constituyen su activo, y no por otra circunstancia propia de la situación del mercado, que puede hacerle pagar un sobreprecio excesivo por su acción, u obligarle a realizar una pérdida en el caso de desear liquidar su inversión.

Hemos dicho que las acciones de las sociedades de inversión de capital fijo se compran y venden en la Bolsa. Las de las sociedades de capital variable, son emitidas directamente por las empresas, y compradas también por ellas, sin embargo son pocas las que lo hacen directamente, ya que casi todas lo efectúan por medio de bancos, comisionistas de bolsa o particulares conocidos como "dealers", para retribuir los cuales se fija el pequeño sobreprecio sobre la compra de que hemos hablado más arriba.

Las sociedades de inversión tanto

de capital fijo como variable, tienen como objeto invertir sus capitales en valores mobiliarios, y llegar al ideal de obtener alta renta y seguridad mediante la investigación y la diversificación.- Sin embargo, el modo de operar y las características de éstas sociedades varían mucho, por lo que las trataremos "in extenso" y por separados en sus respectivos capítulos.

IV- Constitución, Manejo y Funcionamiento

a) Formas de Constitución:

La forma de constitución de las sociedades de inversión en cuanto a su carácter jurídico es similar a las sociedades anónimas en general. Es necesaria la autorización gubernamental para su funcionamiento, por tratarse de una persona de derecho, y las disposiciones varían de acuerdo al país y a la reglamentación vigente.

En éste tipo de sociedades por lo general se exige un capital mínimo integrado, y recaudos extremados en cuanto a la verificación y contralor de las operaciones por los accionistas.

En el aspecto práctico, la constitución de un fondo como el Activo de una sociedad de inversión, puede hacerse mediante el aporte de dinero efectivo con el que se comienzan las operaciones, por la transformación de una cartera particular, generalmente de alguna institución o firma importante, que emite acciones contra el valor de mercado de los títulos que posee, o por el aporte de acciones al valor de plaza.

Las más importantes sociedades existentes en la actualidad se han creado por transformación de carteras privadas, que en ésta forma aumentan sus posibilidades de diversificación, y reducen los gastos que la investigación y el manejo les ocasiona. Son numerosas las creadas por firmas de Comisionistas de Bolsa, que facilitan de éste modo la inversión a sus clientes, otras se crearon en base a inversiones de universidades, fundaciones, etc., o transformaciones de carteras de acciones en po-

der del Estado, como ocurrió en Francia luego de la última guerra mundial.

b) Organismos Directivos:

Siendo uno de los propósitos de las sociedades de inversión, coleccionar el ahorro del público para invertirlo en la compra de acciones, es natural y lógico que desde su nacimiento se haya buscado ofrecer las mayores garantías en cuanto a la absoluta seriedad de su dirección, manejo y contralor por parte de los accionistas. La claridad y publicidad de sus operaciones originan confianza, característica necesaria e imprescindible para el éxito de éstas sociedades. La organización de su manejo y contralor debe pues tener en cuenta éstos principios, pero el factor personal cumple también un importante papel, por lo que siempre se ha buscado la colaboración de personalidades cuya sola presencia en la dirección destruya toda suspicacia o recelo. La índole esencialmente dinámica de sus operaciones, obliga a que los ejecutivos dispongan de amplias atribuciones y absoluta dedicación a la materia, requisito éste que difícilmente podrían cumplir las nombradas personalidades, lo que hace necesario además el concurso de personas altamente especializadas que actúen dentro de la política señalada a la sociedad. Estos ejecutivos deben contar con asesores en las distintas materias que comprende la inversión, - moneda, crédito, estudios de mercado, tecnología, legislación, política fiscal, situación particular e industrias etc.- para basar sus decisiones sobre estudios serios y sólidos.

Es un derecho reconocido el de supervisar la dirección de las empresas por parte de los accionistas, los

que también en éstas instituciones pueden elegir su representante en las condiciones establecidas en sus estatutos, que a veces permite la elección de la firma auditora directamente a la Asamblea, conformando así los cuerpos de contralor.

Dada la "sui-generis" naturaleza de estas sociedades, y su mencionado interés en ganar la absoluta confianza de los inversores, delegan las delicadas funciones de emitir acciones (especialmente delicada en las sociedades de capital indeterminado), coleccionar los fondos de sus accionistas, pagar las acciones compradas, abonar dividendos, redimir las acciones emitidas, custodiar la cartera que forma su activo etc. en instituciones bancarias, que actúan en calidad de fideicomisarios, regulando sus relaciones por un contrato de fideicomiso que contempla la forma de actuar y las obligaciones de cada parte. En algunos casos estas tareas no se confían a una sola institución, sino que se encarga la emisión, redención y transferencia a una, la custodia a otra y se tiene a una tercera como fideicomisaria para el contralor de que las operaciones ordenadas encuadren dentro de los estatutos y reglamentaciones.

La variedad y cantidad de cuerpos directivos, ejecutivos y de contralor, podría hacer suponer una multiplicidad de gastos que hiciera estéril el resultado de éstas sociedades. Todo lo contrario, hemos dicho ya que el éxito de las mismas se basa en la especialización, y ésta misma especialización se utiliza en su manejo y funcionamiento. Los bancos cuentan por su propia índole con secciones especializadas en la emisión, custodia, y pago de rentas de títulos. Conviene pues confiar a ellos éstas tareas, respaldadas por la seguridad propia de éstas

instituciones, y no crear el organismo para cada sociedad con el-
consiguiente personal auxiliar, jerárquico y de contralor. La for-
mación de un equipo de técnicos, es por supuesto más onerosa que
la contratación de servicios de firmas especializadas, y la audi-
toría externa ha demostrado ya ampliamente sus bondades como pa-
ra insistir en ellas.

Vemos entonces que el manejo y fun-
cionamiento de las sociedades de inversión se realiza por medio
de un complejo mecanismo que pasamos a considerar ahora en cada
una de sus partes. Queremos aclarar que nos guiaremos por la orga-
nización existente en los Estados Unidos de Norteamérica, país
donde han logrado la absoluta confianza de los inversores.

Las funciones del Directorio son
similares al mismo cuerpo de las sociedades anónimas en general,
pero adquiere en éstas una más destacada condición de Consejo Con-
sultivo, ya que es el que indica las grandes líneas a seguir en
la política de la sociedad, aprueba sus contratos de emisión, fi-
deicomiso, el prospecto-importante documento donde se señala el
modo de operar y los objetivos de la sociedad- y en general todos
los documentos que dirigen a la sociedad o señalan sus resultados
Sus componentes son generalmente personas de reconocida reputa-
ción moral e intelectual, su composición varía de acuerdo con la
sociedad, pero en general existe un presidente, vice-presidente y
vocales. En algunas sociedades, se forman en el directorio "comi-
tés de inversión", que siguen más de cerca la tarea de la gerencia
ejecutiva.

Es indudable que en una sociedad
cuyo éxito se basa en la correcta inversión, realizada por profe-

sionales ayudados por la diversificación que hace posible la cantidad de fondos acumulados, tenga una gran importancia la capacidad de los ejecutores. Tal es esta importancia que se clasifican en Estados Unidos en "managed" aquellas en que la gerencia tiene amplia libertad en elegir la inversión, y "non managed" las que por estatuto se limitan las inversiones a realizar.

La gerencia puede estar también confiada a personas bajo directa dependencia de la sociedad, o puede ser realizada por firmas especializadas que prestan sus servicios a una o varias sociedades. Es bastante común el caso de sociedades de inversión creadas por firmas de comisionistas de bolsa, que reservan para sí la gerencia de las mismas.

Debe tenerse presente cuando se trata el tema de la gerencia de una sociedad de inversión, el hecho de que las mismas no especulan, o mejor dicho que su objeto no debe ser el de especular, por lo que su manejo no interesa tanto confiarlo a persona hábiles, como que las mismas sean honestas y capaces, que tengan amplios conocimientos del mercado, y un asesoramiento adecuado sobre la marcha de los negocios en general. Debemos considerar también, que aparte de los organismos de supervisión propios de la empresa, la publicidad de las operaciones y los índices de comparación de rendimientos, hacen que los ejecutores deban esforzarse en todo momento en lograr los mejores resultados.

También las normas estatutarias y legales limitan la acción de los gerentes aún en el caso de sociedades "managed" ya que como veremos se determina el máximo porcentaje de acciones de una sola clase que el fondo puede adquirir, tanto en proporción al activo de la sociedad, como al capital de la empre

sa emisora, se limitan las inversiones en empresas en que actúan - los directores del fondo, se exige una antigüedad mínima en el mercado y un período mínimo de años en que las acciones hayan pagado dividendos.

c) Organismos técnicos:

Hemos insistido en éstas páginas en una de las características que distinguen y hacen útiles a las sociedades de inversión: la especialización. Podemos decir ahora que la especialización es sólo posible con la investigación. La investigación es el medio que ha hecho posible el avance de la ciencia y de la técnica. Año a año es más elevado el número de personas que se ocupa en investigaciones en los más variados campos del saber humano, y son cada año más cuantiosas las sumas que se invierten en investigaciones, no solo por los Estados, sino también por las empresas particulares, empeñadas hoy día en los países más adelantados del mundo en una carrera de investigaciones que hacen obsoletas técnicas y métodos modernos hasta ayer, y que en definitiva proporcionan mayor bienestar a los pueblos. No hay actividad humana en que no se trate de mejorar materiales, sistemas, métodos o procesos mediante el conocimiento profundo de sus causas y efectos. El conocimiento de las cosas o la posesión de bienes naturales por el hombre no bastan hoy día para satisfacerlo. Es necesario investigar profundamente para hallar la forma de hacer producir a esos bienes y cosas la mayor cantidad de bienestar y satisfacciones con el mínimo esfuerzo y la mayor seguridad.

Es natural entonces que en una materia tan compleja como la inversión, en la que no solo el particular que trata de conservar su capital y hacerle producir la mayor renta, si

no el profesional, se encuentran en medio de una nebulosa de informaciones, ideas y atractivos, se haya tratado de utilizar al máximo la investigación para aumentar los conocimientos, mejorar los rendimientos y lograr la máxima seguridad.

La investigación debe tener en ésta materia dos aspectos principales, el de estudio de mercados y técnicas en general, y de las empresas en cuyos capitales se invierte. Las nuevas técnicas pueden cambiar el rendimiento de las industrias, o de grupos de industrias p.e. la producción en serie, la "automation". los nuevos materiales pueden desplazar a otros p.e. el petróleo al carbón, la energía atómica al petróleo, las fibras sintéticas a las naturales. Es necesario pues para los hombres que manejan un fondo de inversión estar exactamente informados de las repercusiones que éstos cambios pueden tener, y valorarlas en su justa medida. La investigación de las empresas si bien es tarea más concreta, requiere el concurso de personas especializadas, que interpreten correctamente las situaciones patrimoniales, y sepan prever el desarrollo de las mismas dentro de la situación general.

Es natural pues que las sociedades de inversión den una gran importancia a la investigación, alguna de ellas tienen sus propios asesores especializados, y otras contratan los servicios de firmas que se dedican a éstas tareas. Es por demás lógico pensar que también todos los hombres que dirigen y administran éstas empresas se traten de personas con la debida capacidad como para evaluar y aplicar la información que reciben.

d) Organismos de supervisión y control:

Hemos ya dicho que las reglamentaciones legales y estatutarias limitan la acción de las so-

ciudades de inversión. Estas limitaciones, unidas a la publicidad de los balances, detalles de inversiones y gastos y porcentajes comparativos de rendimientos, constituyen la mejor supervisión para el accionista inversor, quien generalmente posee el derecho a expresar su voz en la Asamblea Anual, y a votar de acuerdo a la tenencia de acciones. Existe además la supervisión de los auditores, firmas de reconocido prestigio, que deben informar anualmente a los accionistas sobre el balance presentado por el Directorio y emitir su opinión respecto a su confección, y a los métodos empleados en la contabilidad.

El fideicomiso bancario es quizá la característica más interesante de éstas sociedades. Consideraremos "in extenso" más adelante el "Trust agreement" - convenio de fideicomiso- entre la sociedad y el banco, diremos aquí que dicho banco actúa como agente de emisión de las acciones de la sociedad, en las condiciones, formas y con los recaudos enunciados en el convenio, supervisa en general las operaciones, que deben ajustarse a lo establecido en los estatutos, prospectos, y disposiciones legales, paga los dividendos, estableciendo la parte correspondiente a renta y ganancia de capital, redime las acciones ofrecidas por los accionistas (en caso de sociedades de capital variable) y ejecuta todas las operaciones convenidas. Es también quien maneja el dinero efectivo de la sociedad, ya que recibe el precio de las acciones que emite, paga las compras ordenadas por la sociedad, cobra las ventas, paga dividendos, abona los gastos y honorarios indicados por la gerencia o directorio etc. Vemos pues que se ha llegado - para dar mayor seriedad y seguridad a las operaciones - a constituir sociedades de gran importancia, con un enorme volu-

men de operaciones, dirigidas por personas de intachable moral y reconocida honestidad, que en todo el curso de su existencia no disponen de efectivo, ya que todos los pagos y las inversiones deben realizarlas por medio de un banco que voluntariamente han designado fideicomisario, el que controla cada una de las operaciones y les da curso si se ajustan a las disposiciones estatutarias y legales y al convenio que regula sus tareas. Es éste sin duda un caso de autolimitación de poderes y funciones, hecho en pro del éxito del negocio.

e) Gastos de operación:

Una característica de las sociedades de inversión en casi todos los países, es la dependencia entre la sociedad y sus funcionarios. Estos no son por lo general individuales, sino que cada cargo o función, salvo los miembros del directorio, se contrata con firmas especializadas, quienes actúan en base a porcentajes sobre el activo de la sociedad las utilidades o el movimiento del año. De ésta forma se consigue simplificar el funcionamiento, y reducir los gastos. Generalmente la firma con la que se contrata la gestión o gerencia, recibe un tanto por ciento sobre el valor del Activo, variable de acuerdo al monto del mismo, y con éste porcentaje debe pagar los gastos de administración de la sociedad, directorio, etc.

Una carga común a todo tipo de inversión, y que también éstas sociedades soportan, son las comisiones de compra y venta de valores, que generalmente se aumentan en un cierto porcentaje para retribuir a los vendedores o "dealers" que tienen distribuidos por todo el país.

Otros gastos los constituyen los derechos

de custodia de títulos que pagan a los bancos que offician de "depo-
sitantes" las comisiones por pagos de dividendos, los gastos oca-
sionados por "relaciones públicas" con sus accionistas, a quienes
envían detallados estados de cuenta e informes trimestrales, hono-
rarios de auditores y asesores legales etc.

Vemos entonces como grandes empresas,
que trabajan capitales de enorme importancia, no poseen una compli-
cada organización burocrática propia, sino que contratan los servi-
cios de otras que realizan tareas afines. No le son necesarias cog-
tosas oficinas, y su contacto con el público no es directo, sino a
través de los bancos, comisionistas y vendedores, que ofrecen ga-
rantías supletorias que el público aprecia.

f) Utilidades, clases y tratamientos:

La finalidad primordial de la
constitución de una sociedad comercial, es obtener utilidades que
compensen la inversión de Capital. Las sociedades de inversión no
son excepción a ésta regla, y por lo tanto es de suma importancia
considerar las características especiales de sus utilidades.

La fuente de utilidad de estas
sociedades es la cartera de acciones y/o títulos que componen su
activo. Las rentas y dividendos de dichos valores constituyen una
de las clases de utilidades, la otra es la que proviene del manejo
de dicha cartera, es decir diferencia entre compra y venta de valo-
res. - Tenemos pues dos clases de utilidades; una estable, efec-
tiva, normal digamos, que requiere sólo el transcurso del tiempo
para su obtención, su monto depende del éxito de las empresas cu-
yas acciones se poseen, o de la tasa de interés en caso de inver-
siones en valores de renta fija, y de la suma de gastos que el ma-

nejo de la sociedad de inversión requiera. La diferencia es normalmente activa y dicha utilidad tiene todas las características de una renta para el tenedor de la acción.

El otro resultado en cambio no es estable ni normal, depende de un complejo de circunstancias y en especial de la situación del mercado y de la mejor o peor administración. Aún en el caso previsto de resultados positivos, su naturaleza no es tan clara como la anterior. En efecto, se discute si se trata de una renta que las acciones reciben, o de una "ganancia de capital". La diferencia es importante y la trataremos de inmediato.

La diferenciación entre renta y ganancia de capital, tiene importancia tanto para el fisco como para el tenedor de la acción. El tratamiento fiscal de la renta de capitales se diferencia generalmente del de las utilidades de capital. En éste caso, tratándose de sociedades que invierten en el capital de otras, las legislaciones consideran especialmente a las rentas para evitar una doble imposición. En cambio las ganancias logradas por el manejo de los capitales se gravan directamente.

Mas trascendencia que la figcal tienen para nuestro estudio la consideración de las utilidades desde el punto de vista de la sana inversión. En los Estados Unidos donde este problema ha sido vastamente considerado se obliga a las sociedades a diferenciar claramente ambas utilidades, entregando a los accionistas una liquidación detallada con cada pago. La renta o utilidad proveniente de dividendos se conoce como "True income" - renta verdadera y la ganancia de capital: "Capital Gain".

No sería sensato para el inversionista considerar en igual forma ambas retribuciones. Mientras la renta es el fruto que obtuvo por su capital, la ganancia de capital debe ser considerada de acuerdo con su origen y con la situación del mercado.

Si la ganancia de capital ha sido obtenida por oportunas compras y ventas efectuadas en una plaza estable y con moneda de valor adquisitivo similar al principio y fin de período, no hay problema en su posterior inversión. Puede ser considerada como renta y empleada en gastos improductivos sin desmedro para el Capital, ha sido el premio a una buena administración. Pero si dicha utilidad es el resultado de ventas en una plaza influenciada por factores inflatorios, en que la baja del poder adquisitivo de la moneda haya sido la principal causa de alza en el valor de las acciones por la valorización de los activos de las empresas, la ganancia de capital no puede ser juiciosamente invertida sino en bienes de capital, o reinvertida en la sociedad de inversión. El caso es similar al del particular que realiza con utilidad un inmueble en época de inflación, si dicha utilidad, que no es real sino que es el resultado de la baja de la moneda no se reinvierte en valores reales, el resultado indudable es la descapitalización, a la que ya contribuye por su parte el fisco gravando estas pseudo ganancias.

V- Sociedades de Capital Fijo

a) Características:

Hemos señalado ya la división más importante en la clasificación de las Sociedades de Inversión. Las de capital fijo y variable.

Las primeras en aparecer, son las de capital fijo cuyas características estamos estudiando. Se trata de empresas creadas de acuerdo a los cánones de las sociedades anónimas, cuyo objeto es invertir su capital en acciones de otras sociedades anónimas, se coticen en Bolsa o no. Debemos distinguirlas sin embargo de otro tipo de sociedades; las "holding" toman también por lo general la forma de anónima, pero su objeto es obtener o concentrar el contralor de la mayoría de votos de una o más sociedades anónimas. Las financieras tienen por principal objeto brindar ayuda de dinero a otras empresas o sociedades, ya sea en préstamo, o por aporte de capitales, tomando al firme nuevas emisiones, o garantizando su colocación. En cambio las sociedades de inversión- en la expresión actual de las mismas ya que como es lógico evolucionaron desde su creación- concentran sus funciones en la inversión de sus capitales en otras acciones con el fin de obtener renta, defender el valor de las colocaciones, reemplazando de éste modo al ahorrista particular en la difícil tarea de promover una sana cuenta de inversión. Tanto se ha definido ésta característica, que las reglamentaciones en unos casos y los propios estatutos en otras han limitado las operaciones que pueden realizar a fin de que no deriven en otros tipos. Así se limita la posibilidad y el monto de los préstamos que pueden

otorgar y recibir, y la cantidad máxima de acciones de una clase que pueden adquirir, tanto respecto al monto emitido como a la proporción sobre la cartera propia.

Las acciones se cotizan en las Bolsas, o se negocian privadamente, y su precio depende de la oferta y demanda, del valor de la cartera que posee y de la estructura de su capital.

Es lógico pensar que el mayor valor de la cartera de una sociedad de inversión, corre parejo con su renta, ya que la misma depende en gran parte de los dividendos cobrados sobre las acciones que posee. Una cartera sana, bien diversificada y con valores de buen rendimiento, aumentará el interés por la acción, pero ese precio matemático - relación entre el valor de la cartera y cantidad de acciones emitidas - rara vez se refleja ya que el factor "mercado" o sea oferta y demanda sobre la misma acción actúa para modificarlo.

Al tomar la forma de las sociedades anónimas comunes, puede tener sus variables estructuras de capital, factor éste que influirá también en las preferencias del público y en el precio de sus acciones. Las acciones ordinarias reciben una parte alicuota de las ganancias. Las preferidas en cambio tienen un interés fijo, y preferencia para su cobro, es decir que ese interés se paga con las primeras utilidades disponibles. Los debentures son obligaciones que la sociedad emite, también de interés fijo, y tienen preferencia tanto sobre el cobro de intereses como para su reembolso en caso de liquidación, ya que no es un capital de la sociedad sino un pasivo de la misma, y por ende debe ser pagado con antelación a la eventual devolución de aquél.-

Aquella sociedad que posea una cartera de buenos rendimientos, y un capital con gran proporción de acciones preferidas, emita debentures o contraiga deudas con un interés más bajo del que obtiene en la inversión, estará en condiciones de abonar a sus acciones ordinarias una renta mucho mayor a aquella con similar cartera, pero con todas acciones de ese tipo. A contrario-sensu, en caso de balance pobre o deficitario, estarán en mejores condiciones los debenturistas o los poseedores de acciones preferidas, y aún los accionistas ordinarios de sociedades con sólo éste tipo de acciones.

Este factor se conoce como "ventaja" en el capital de la empresa. Juega papel muy importante en todas las sociedades anónimas, pero tiene una especial significación en las de inversión, donde se conoce con más precisión la composición del activo, y especialmente el valor de realización de éste. El aumento de un 25% en el valor de la cartera influye en la misma proporción sobre las acciones de una sociedad con sólo acciones ordinarias, pero en aquella que tenga la misma cartera, pero solo el 50% de acciones ordinarias y el resto debentures y deudas bancarias, la influencia será del 50%. Este fenómeno se produce también en la renta. Con una entrada similar en concepto de rédito, del 10% sobre la cartera, la acción ordinaria de la sociedad con solo éste tipo de acción rendirá dicha tasa, en cambio las de aquella con un 50% de acciones preferidas del 6% rendirán el 14%. Algunos ejemplos numéricos, aclararán los conceptos y señalarán la destacada importancia de este factor.

Tomemos el caso de dos sociedades de capital fijo: ambas sin pasivo a favor de terceros, una (A) con 20 millones de acciones preferidas y otra (B) con 10 millones.

Al comienzo de sus operaciones, la situación de ambas es la siguiente:

	Cia. "A"	Cia. "B"
Activo Total.....\$	22.000.000.-	22.000.000
Este Activo responde a:		
Acciones Preferidas....."	20.000.000.-	10.000.000
Acciones Ordinarias....."	2.000.000.-	12.000.000
Siendo el valor nominal de las acciones Ordinarias....."	2.000.000.-	12.000.000
El valor de cada acción Ordinaria referida al Activo será de....."		
	100%	100%
El Activo que "trabaja" por cada acción Ordinaria será de.....		
	1100%	183%

Veamos que ocurre en ambas sociedades, cuando el valor del Activo se acrecienta en un 50%:

	Cia. "A"	Cia. "B"
Activo total.....\$	33.000.000.-	33.000.000
El Activo responde a:		
Acciones Preferidas....."	20.000.000.-	10.000.000
Acciones Ordinarias....."	13.000.000.-	23.000.000
No habiendo variado el valor nominal de las acciones Ordinarias....."	2.000.000.-	12.000.000
El valor de cada ordinaria referida al Activo será de....."		
	650%	191%
El aumento del valor porcentual será pues de.....		
	550%	91%

Si contemplamos ahora la posibilidad de una pérdida del 50% luego de alcanzado su valor máximo, apreciamos que su efecto es más pro-

nunciado para las acciones ordinarias de la sociedad con más "venta":

		Cia."A"	Cia."B"
Activo total	\$	16.500.000.-	16.500.000
El Activo responde a:			
Acciones Preferidas	"	16.500.000.-	10.000.000
Acciones Ordinarias	"	---.-	6.500.000
El valor de las acciones Preferidas será de		82,50%	100%
El valor de las acciones Ordinarias	"	0.00	50%
La pérdida de valor porcentual será pues de		100. %	50%

Desde otro punto de vista - el del inversor prudente que le interesa más la renta que el acrecentamiento de su capital- las acciones preferidas de las sociedades de inversión son interesantes, ya que otorgan seguridad amplia sobre la renta debido a la diversificación y preferencia, y un conocimiento continuo y exacto de la verdadera posición de la empresa y valor de su activo. Los de benturistas encuentran los mismos beneficios, sumados a la seguridad y facilidad de realización de los bienes que garantizan su prés tamo.

b) Política de Inversión y distribución:

La mayoría de las sociedades de capital fijo diversifican su inversión entre bonos del esta do, acciones preferidas y ordinarias, y dentro de éstas entre un gran número de empresas de distintas industrias. Algunas sin embar go sólo invierten en aquellas firmas en que tienen un especial interés por constituir parte de un grupo o por estar ligadas a la

misma firma administradora, otras invierten en acciones de un cierto grupo de industrias. Sin lugar a dudas, para el pequeño inversor medio, las mas convenientes son las del primer grupo, ya que solo tienen en cuenta la propia conveniencia para elegir su inversión.

La distribución de las utilidades de las sociedades de capital fijo, está sujeta a la resolución de la Asamblea, la que puede decidir la constitución de reservas, generalmente con ganancias provenientes de la gestión de su cartera. Estas reservas, constituyen también un factor para aumentar la "ventaja" de que hablamos en el capital de la empresa, ya que aumentará el Activo productivo por acción. En una sociedad con 1 millón de pesos de capital y acciones de v\$n.100.- o sea que posee 10.000 acciones emitidas y no acumuló reservas, existen 100 pesos de activo trabajando por cada acción. En cambio si la sociedad posee una reserva de 100.000.- pesos, el Activo que trabaja por cada acción será de m\$n. 110.-aumentando entonces la posibilidad de renta por acción.

c) Emisiones, compra y venta de acciones:

Las emisiones de los distintos tipos de acciones de las sociedades de capital fijo son efectuadas y decididas en la misma forma que la de las sociedades anónimas en general. Como es lógico para ampliar el capital se debe dar preferencia a los accionistas originarios .

Los tipos de acciones que emiten son ordinarias o preferidas con las características que hemos ya explicado, debentures, o sean obligaciones generalmente con garantía, y warrants que son derechos de adquirir acciones ordina-

rias a un precio determinado, El warrant es un título específicamente especulativo, y un medio que las sociedades tienen para hacerse de dinero que no deben servir, es decir que no gozan de dividendo. Es interesante para aquellas personas que prefieren correr fuertes riesgos, y que pueden adquirir el derecho a comprar acciones a cierto precio, por mucho menos dinero del que les haría falta para comprar en ese momento dicha cantidad de acciones. Los warrants se cotizan, y su valor fluctúa de acuerdo al de la acción cuya opción representan. No tiene gran interés en el campo de las sociedades de inversión, y su uso y emisión se ve día a día restringido por las disposiciones reglamentarias.

La diferencia fundamental entre las acciones de las sociedades de capital fijo o indeterminado, es la forma en que se compra y venden sus acciones. Las de capital fijo se cotizan en la Bolsa de Valores, y su compra-venta se realiza entre el público al precio fijado por la oferta y demanda del mercado. No interesa el valor real de su activo ni la proporción de dicho activo que corresponde a cada acción. La compra-venta de acciones, no altera el capital de la sociedad, cosa contraria a las de capital indeterminado, en que la compra-venta se realiza con la sociedad, y dicha operación altera el capital.

La operación se realiza pues como la compra-venta de cualquier otra acción, pagando los mismos gastos, y sujetas a las mismas reglamentaciones propias de cada Bolsa o país.

d) Influencia de la especulación y la "tendencia de mercado":

Las acciones de las sociedades de capital fijo se cotizan en Bolsa y

están sujetas por tanto a todos los factores especulativos de los mercados de valores, no ocurre lo mismo con la de capital indeterminado en que su valor está dado exactamente por el de la propia cartera.

Esta influencia de la especulación fué lo que hizo peligrar la existencia de éstas sociedades en la década de 1920; o sea en el período en que se crearon la mayoría de ellas. Casi todas competían en atraer inversores ávidos de rápidas ganancias sin evaluar exactamente los riesgos que corrían, y que valieron más de un descalabro en las difíciles épocas comenzadas en 1929. La "tendencia del mercado"; o sean las oscilaciones cíclicas que sufren todas las Bolsas, es otro factor que se opone a la estabilidad y desarrollo de éstas sociedades. Es sabido y se cumple con rara matemática, que hay épocas en que diversas causas se aunan para restar interés en la inversión en acciones. La más común de dichas causas es la modificación del tipo de interés en el mercado por el aumento o disminución de las necesidades o posibilidades de inversión.

Estos dos factores han hecho peligrar el éxito de las sociedades, ya que en una época de depresión en el mercado, la acción puede bajar más que el promedio, o sea más que la baja sufrida por las acciones que componen su cartera.

Contra éste peligro surgió la idea de las sociedades de capital variable, ajenas a éstas influencias.

VI- Sociedades de Capital Variable

a) Características:

Dentro de las sociedades de inversión, según hemos ya dicho, la principal característica de las de capital variable es la liquidez que ofrece al inversor. Dicha liquidez se basa fundamentalmente en el derecho que otorga al poseedor de la acción, de redimir la misma a su simple requerimiento, al precio señalado por el valor de la cartera de la sociedad a la fecha de la solicitud.

Como consecuencia de ese derecho, surge la otra característica distintiva, que identifica a esta variedad de sociedad, su capital no es fijo, sino que continuamente se ofrecen nuevas acciones, también a un precio fijado por el valor de mercado de sus inversiones.

Estas dos características, liquidez extrema y continua emisión de acciones, les han valido para obtener éxitos indudables y la supremacía en el campo de las sociedades de inversión en aquellos países en que su funcionamiento ha tomado desarrollo importante.

La preferencia por la liquidez, es una acti-tud propia de todo inversor. Su importancia se ha estudiado exhaustivamente en economía, y hoy día nadie duda que es una de las condiciones que más en cuenta se tienen para decidir la colocación de capital y por ende para fijar la tasa de interés.

Podemos decir que la liquidez es la medida de la facilidad en que los bienes pueden transformarse en moneda, sin detrimento para su precio. Es decir, la medida de la posibili

dad que un inversor tiene de "vender" su inversión, al precio corriente o esperado que dicha inversión tiene en el mercado.

Es sabido que cuanta menor liquidez tiene una inversión, menos interesados atrae, y mayor será la tasa de interés a ofrecer, o las posibilidades de utilidad, para hallar quien se decida a afrontarla. Es también sabido que en épocas de crisis económica dicha preferencia aumenta ante la posibilidad de bajas en los precios de los bienes y escasez de dinero.

Muchas han sido las combinaciones e ideas aplicadas para asegurar máxima liquidez a la inversión. Así, los Estados han llegado a emitir títulos de deuda rescatables a la vista y a la par, los que no sólo adquieren liquidez máxima en cuanto a la posibilidad de convertirlos en moneda, sino en cuanto cubren toda posibilidad de pérdida. No entraremos a considerar la conveniencia o no de apelar a desviaciones del crédito público como la explicada, ya que transforman una obligación en circulante, pero sí nos sirve para ejemplificar, ya que dichos títulos devengan menor interés que los corrientes en que la posibilidad de venta y su precio dependen del mercado.

Vemos pues como es lógico pensar que la liquidez ofrecida a los inversores en sociedades de capital abierto, es uno de los principales motivos de su éxito, y es también una garantía para la política de inversión a seguir, ya que los directores y ejecutivos del fondo, deberán cuidar que las inversiones que efectúan tengan también la debida liquidez como para afrontar importantes solicitudes de rescate.

En esta materia se han presentado objeciones a la posibilidad de funcionamiento de sociedades de éste tipo.

Se aduce que existe el peligro de que la sociedad no tenga el líquido necesario para rescatar sus acciones, y de que en tal caso las ventas a realizar serían desastrosas. Podemos decir, y la práctica lo ha demostrado, que la ley de los grandes números y las probabilidades, demuestran que esa es una remota posibilidad. También con igual argumento podría atacarse al seguro, ya que todos sabemos que en caso de ocurrir a la vez todos los siniestros cubiertos, no existiría la menor posibilidad de cumplir las obligaciones de las Compañías, sin embargo las pólizas se multiplican a diario y a nadie se le ocurre dicha posibilidad. Las sociedades de inversión de capital abierto se defienden de las mencionadas posibilidades, con una adecuada diversificación, y un mínimo de capital inicial, ambas circunstancias debidamente establecidas en sus estatutos, y por la ley que gobierna su existencia. Así, generalmente no se permite la inversión de más de 5% en un mismo valor, ni poseer más de 10% del capital de otra sociedad. El capital inicial, varía con la importancia de la plaza en que opera y las características de cada país.

De todos modos, la sociedad de inversión de capital abierto, ofrece a su accionista algo que él no podría de ninguna forma conseguir individualmente: La liquidez del total de su inversión al precio de bolsa en un breve período de tiempo, y sin tener que esperar que exista oferta de compra en cada uno de los valores de su diversificada cartera. En efecto, si un particular quisiera formar un fondo en valores mobiliarios convenientemente diversificados, similar a la cuota parte que posee en una sociedad de inversión de capital abierto, debería poseer como mínimo veinte clases de acciones (este es un mínimo no-

recomendable). Para realizarlo sin desmedro de su valor de mercado, debería encontrar un día compradores que ofrecieran pagar el precio del día anterior en los veinte valores. En cambio, para efectivizar su inversión en la sociedad, ésta deberá vender quizá un sólo título (aquel que mejores condiciones ofrezca en ese instante) o quizá se lo pagará con su encaje en efectivo, sin crear oferta en la plaza, ya que habrá otro inversor que ese mismo día le ha solicitado nuevas acciones.

Otra importante característica de esas sociedades es la de que su capital está solo compuesto de acciones ordinarias. Siendo un fondo común, en que a diario se ofrece al inversor la oportunidad de redimir sus acciones, es lógico y conveniente que así sea. No sería posible llegar a valorar acciones de distinto tipo en base al precio de bolsa de la cartera, ya que una acción de rédito fijo como las preferidas, no está sujeta sólo a variaciones en su valor por el activo de la sociedad, sino por el interés medio del mercado. En los Estados Unidos, la emisión de otro tipo de acción que no sea ordinaria está prohibido por la legislación, pero sí se permite en forma muy limitada que la sociedad contraiga deudas con terceros para ampliar sus inversiones.

A pesar de tener un sólo tipo de acción las sociedades de capital variable ofrecen una gran diversidad de posibilidades y riesgos a los inversores, diversidad ésta señalada por la política de inversión que la empresa prefiera. Es te tema lo trataremos in-extenso más adelante.

b) Emisión de Acciones.- Obligación de rescate:

Las sociedades de inversión de capital

variable; continuamente emiten acciones, y rescatan las que se le ofrecen. La compra y venta de las mismas, no se efectúa pues en el mercado, sino por la misma sociedad emisora. Esta característica ha creado también un propio "modus operandi", que se realiza generalmente por bancos o sociedades financieras, conocidas como "underwriter" o "garante" que toman a su cargo éstas tareas. No es sólo ésta empresa o Banco la que ofrece las acciones, sino que existen una cantidad de vendedores autorizados, "dealers", o representantes en las ciudades importantes que se encargan de colocar acciones y rescatarlas. Su función es de gran importancia en esta materia, ya que el éxito de una Sociedad de Inversión radica en el monto que alcanza su capital y la dispersión en el número de sus accionistas. La propaganda tiene indudable importancia en este campo, pero lo decisivo es la publicidad de cifras y resultados que indiquen una gestión acertada de parte de las autoridades del fondo. El monto de Capital interesa en cuanto hará posible una mayor diversificación en la inversión, y la dispersión, tanto en la cantidad como en las zonas geográficas de residencia, para evitar demandas de redención de cantidades importantes de acciones en un mismo instante, tanto por requerirlo una persona de acuerdo a su necesidad o parecer, como por los residentes en una region que atraviesa una situación económica estacional que requiere el uso de efectivo, como podría ser el caso de zonas de producción definidas y estacionales- por ejemplo- vid, caña de azúcar etc.

Los requisitos para la compra y venta se han simplificado al mínimo, para facilitar de ésta forma el ingreso a la sociedad aún de aquella persona de menos recursos y alcances.

La emisión la realiza la sociedad de inversión de capital variable, a medida que las órdenes de compra lleguen a su "garante" y éste se lo solicita. En los Estados Unidos, la emisión se efectúa generalmente en certificados nominativos - por el valor que el inversor requiere. Sin embargo, nada obsta para que las acciones sean al portador y de un valor nominal fijo.

El precio al cual la emisión se realiza es el fijado por el valor bursátil de la cartera de la sociedad más los gastos de emisión. Este precio se establece como lo veremos en detalle más adelante - generalmente dos veces diarias.

Otro motivo de emisión lo constituye la reinversión de utilidades, y los planes periódicos de ahorro. La reinversión es un derecho que casi todas las compañías otorgan a sus accionistas, consiste en la posibilidad de optar entre recibir los dividendos en efectivo o acciones de la compañía. El precio de emisión en éste caso está también fijado por el valor del activo, pero los gastos de emisión son menores. Los planes periódicos, son facilidades destinadas a atraer a los mínimos ahorristas. Los mismos pueden efectuar depósitos parciales en un banco determinado - generalmente el "trustee" hasta llegar a completar el precio de una acción. Los depósitos gozan de interés desde su constitución, y los dividendos pueden ser también re-invertidos en la Compañía.

Dichos planes periódicos son de dos tipos principales: Uno es formal, y se efectúa bajo un contrato de acuerdo al cual el accionista se obliga a aportar cantidades fijas durante períodos determinados, el otro es voluntario, y se efectúa en base a planes sin aportes ni períodos fijos. Ambos otorgan interesantes ventajas, y contemplan la reinversión de utilidades.

Hemos dicho que el precio de emisión se fija dos veces diarias-veamos cual es entonces el precio de "emisión" en la generalidad de los "investment trust" americanos. El precio de emisión para las órdenes colocadas desde las 16,30 a las 14 hs. del siguiente día hábil está basado en el cálculo del valor neto del activo de la sociedad de acuerdo con el precio de cierre de la Bolsa de New York (la hora de cierre es las 15,30). Las órdenes colocadas desde las 14,01 hasta las 16 hs. se basan en el precio calculado en base a las cotizaciones a las 13 hs. Es costumbre que las órdenes de compra recibidas por telegrama se ejecuten al precio del momento en que el telegrama fué expedido, y las efectuadas por correspondencia al del momento en que la misma se recibe. La emisión de acciones de planes periódicos se realiza generalmente a la cotización del día 20 de cada mes (varía con cada compañía) y la reversión de dividendos, al del día en que se pagan.

Hemos dicho que el precio a que se emite las acciones de las sociedades de inversión es el señalado por el valor neto de su activo más los "gastos de emisión".

Tales gastos son las comisiones que se abonan al "garante" o "emisor" ^o a los vendedores o comisionistas.

Veamos el caso de una sociedad americana: Los vendedores retienen el 6% en órdenes de no más de u\$s.15.000.-mientras el "garante" percibe $1\frac{1}{2}\%$ en órdenes hasta u\$s.5.000.-, $3/4\%$ de 5.000 a 15.000.- En órdenes mayores, hasta u\$s. 100.000 perciben el $3/4\%$ y pasando dicha cantidad el $1\frac{1}{2}\%$. En las órdenes de planes periódicos la comisión es íntegra para los vendedores, los que cargan con los gastos bancarios de u\$s.0,75 por cada pago periódico y u\$s 0,40 por dividendo invertido.

La comisión promedio de compra en Estados Unidos es del 1%, por lo que parecería demasiado elevado el costo de participar en sociedades de inversión de capital variable. Sin embargo, la compra de una acción de ésta clase tiene grandes diferencias con la de una acción industrial. La misma representa una cuota parte de una cartera diversificada, y el solo hecho de poseerla da el derecho de participar de los beneficios de la gestión realizada por especialistas que realizan su función dentro de severas normas gubernativas, y de acuerdo a una política de inversión preestablecida. Quizá como primera impresión muchos duden de las conveniencias, pero esas mismas personas es probable que estarían dispuestas a pagar una suma que supera a dicha diferencia, para contratar la supervisión de su cartera, asesoramiento técnico e informes de mercado, para obtener seguridad y despreocupación en su gestión individual.

El rescate es una característica única de la acción de Sociedades de inversión de Capital variable, su básica distinción y el motivo de su extraordinaria liquidez, según hemos ya explicado. El derecho a rescate es legal y contractual. Está establecido en la legislación de los países donde esta clase de sociedades funcionan, y en los estatutos y prospectos de las compañías. Consiste en la opción por parte del tenedor de la acción, de redimirla al precio del activo real de la sociedad, y la obligación por parte de ésta de hacerlo, con determinadas condiciones. Estas son simples y no fundamentales, la suspensión del derecho sólo se produce en los períodos en que por causa de fuerza mayor no funcionan los mercados de valores, o sus operaciones son suspendidas. La redención debe ser efectuada al precio del día

en que se solicita, y el pago debe efectuarse - en los Estados Unidos- como máximo dentro del séptimo día. Este plazo en la práctica es más corto, y en la mayoría de los casos no existe, la redención y el pago es simultáneo. El precio de rescate se calcula en la misma forma que el de emisión, sólo que no se descuenta- por lo general- ningún importe en concepto de gastos.

Los prospectos de las compañías establecen especialmente que el pago debe efectuarse con el efectivo que posean y en caso de no bastar, deberán realizar acciones en cartera. Algunas sociedades establecen como precio de rescate el del cierre del mercado al día siguiente- o a los dos días de que fuera solicitado. Los "garantes" de las sociedades más desarrolladas, fijan un "precio de compra" aproximado para facilitar las operaciones con sus accionistas y a ese precio compran firme las acciones que se les ofrece. Dicho precio es prácticamente igual al de emisión, y ésta modalidad es una costumbre, pero no constituye una obligación.

En casos excepcionales, en que lo aconseje la imposibilidad de realización de la cartera, o el interés del resto de los accionistas, el Directorio puede disponer que la redención solicitada sea efectuada en especie, es decir entregando en pago de la acción de la sociedad, acciones de su cartera. Este caso no se ha presentado hasta la fecha.

c) Fijación del valor de la acción:

La legislación americana sobre sociedades de inversión establece que se debe establecer claramente en los estatutos los métodos de valuación del Activo neto, y que los mismos deben estar de acuerdo a "sanas prácticas contables".

La generalidad de las sociedades establece

lo siguiente: El valor de la acción en el instante de su determinación debe ser igual al cociente entre el valor neto del Activo de la Compañía - obtenido según explicaremos enseguida - y la cantidad de acciones en circulación.

El valor neto del Activo de la Compañía se obtiene deduciendo del valor bruto, los gastos incurridos hasta ese instante - hayan sido pagados o no - las reservas necesarias para cubrir eventuales impuestos, intereses etc.;- y toda otra deducción que establezca el directorio de acuerdo a una sana política contable.

El valor bruto del Activo se establece sumando a los valores efectivos- Caja, Bancos, cheques, giros, etc.- el valor de la cartera de títulos y acciones valuados como sigue:

a) Los valores cotizados en el período inmediato anterior al del instante de su determinación, en el "New York Stock Exchange" o "New York Curb Exchange" al precio de cierre (último precio). Los valores que no se cotizaron en dicho período en esos mercados, al precio medio entre los últimos precios de compra y venta. Es necesario aclarar en éste punto que es costumbre en las Bolsas Americanas, fijar los precios de "compra" y "venta", es decir aquellos precios a los cuales habría alguien dispuesto a comprar o vender, en aquellos títulos que no se han cotizado en el día. Para las acciones que se cotizan en otros mercados que no sean los mencionados, el Directorio decidirá cual será el precio a considerar, de acuerdo a la importancia de la plaza.

b) Para aquellos valores que se cotizan "sobre el mostrador" el precio medio entre "compra" y "venta". Es necesario también aclarar que algunas acciones que no se cotizan en las Bolsas, se nego

-cian "en el mostrador" de las firmas de operadores y especialistas, y tienen un mercado generalmente activo, con precios de compra y venta que se publican diariamente en los periódicos.

c) Aquellos valores que no se cotizan en ningún mercado ni "sobre el mostrador" (raros en las carteras de sociedades de Capital Variable) se valúan de acuerdo al criterio fijado por el Directorio. El criterio del directorio debe ser estable, y las razones para a doptarlo deben hacerse públicas.

d) Renta y ganancias de Capital:

Hemos ya considerado en el Capítu lo IV las diferencias entre "Renta" y "Ganancia de Capital". Tales conceptos conviene evaluarlos en su precisa e importante medida en el caso de las sociedades de Capital variable, ya que en las mismas no tiene objeto la creación de reservas. En efecto, complicaría mucho el cálculo del real valor de la acción la consideración de una reserva común a todos los accionistas. La práctica y la conve niencia, así como la característica misma de éstas sociedades y la causa de su éxito, aconsejan que el accionista debe participar de inmediato en todos los beneficios de la cartera social. De otra forma se prestaría a maniobras y distorsiones en la valuación que restarían todo interés para el inversor.

Debe pues el mismo crearse su misma reserva y en éste sentido mucho es lo que logran las sociedades con una sana e inteligente propaganda que permite la re-inver sión de las utilidades en condiciones ventajosas. Es conocida la fuerza del interés compuesto, y hacia su aplicación, aparte de la consolidación de las compañías, tiende las mencionadas facilidades.

En líneas generales, el inversor

debe comprender que para mantener un sano capital en épocas de inflación, o de desvalorización monetaria- fenómeno mundial- es necesario cuidar la naturaleza de ambas entradas, la renta podrá ser consumida, pero es de todo punto conveniente la reinversión de las "ganancias de capital". Los planes para realizarlo, fundamentalmente consisten en otorgar la franquicia de reinvertir las rentas al valor neto del activo social, sin recargo por gastos de emisión.

e) Política de Inversión - Clase de sociedades:

Según hemos ya dicho, las sociedades de inversión se clasifican según la política seguida por las mismas en la inversión de sus fondos. En las de Capital Variable, tenemos aquellas que por sus estatutos y prospectos invierten sólo en papeles de renta fija y acciones preferidas, otras que lo hacen sólo en acciones ordinarias de amplia difusión, otras se especializan en determinado grupo de industrias, las hay que invier ten sólo en sociedades extranjeras y por último las que compran cierta cantidad de cada una de las clases de valores mencionados.

La disparidad de políticas, tiende a lograr el favor de diversos sectores de público, y se basa en las mismas causas que los particulares tienen para elegir su inversión: unas buscan seguridad, otras rentas y otras rápida valori zación de su activo. Esta variedad de tipos de sociedades, incita a la competencia entre las mismas, y a cuidar su gestión para alcanzar los mejores resultados, y es beneficiosa para el público, que tiene así la oportunidad de elegir aquella que contempla más sus necesidades, o de dividir su inversión en varias, contando en cada una con la especialización y la diversificación que protege

sus intereses.

Los tipos más difundidos y conocidos en Estados Unidos de acuerdo a la política de inversión que adoptan y que no pueden variar sino por el voto de la mayoría de las acciones emitidas son los siguientes:

Bonos y acciones preferidas (Bond and preferred stock funds) Son aquellas que sólo invierten en valores del estado, (títulos del crédito público) de renta fija, y acciones preferidas de sociedades anónimas es decir acciones que tienen preferencia para el cobro del dividendo fijado, y cuya cotización no fluctúa sino con la baja o suba del tipo de interés en el mercado. Contempla el deseo de aquellas personas que no quieren correr los riesgos de la inversión, pero prefieren que su capital esté en movimiento, buscando los pequeños márgenes que se producen en las plazas de éstos valores. Conocida es la actuación de especialistas en éstos mercados, que saben aprovechar las diferencias mínimas entre series de valores de una misma renta, oportunidades de rescate, liquidaciones forzadas etc. Son inversiones recomendables en épocas de gran estabilidad monetaria, ya que las mismas no defienden de la desvalorización por ser fijo su interés y precio de rescate.

Bonos y acciones ordinarias (Diversified Bond-Stock funds) Son las que poseen parte de su cartera invertida en bonos y acciones preferidas, y otra en acciones ordinarias. Consiguen de éste modo nivelar riesgos, obtener buena renta, y hacer que una parte de su capital se valorice con la general tendencia al alza de los precios. Dentro de éstos tipos se distinguen otras clases, las "balanceadas" en las que como su nombre lo indica se obligan a guardar siempre cierta relación entre los diversos tipos de valores, y las "no-res

-tringidas", que son las que pudiendo invertir en cualquier clase de papeles, deciden la proporción de acuerdo a la marcha de los negocios, siendo hábiles para invertir en un momento dado, todo su activo en un sólo tipo.

Es sin duda una clase de política muy recomendable para el inversor medio en épocas normales. Tiene la ventaja de condensar las ventajas propias de las sociedades de inversión, y su desarrollo elimina riesgos de rápidas caídas en los precios.

Acciones Ordinarias (Diversified Common Stock Funds) Son las que sólo invierten en acciones ordinarias, es decir aquellas que participan en la utilidad de acuerdo al resultado del negocio, y tienen un valor de liquidación, igual a la cuota parte del valor del Activo que representan.

Es el tipo de sociedad de inversión de más amplio desarrollo, e indicada para aquellas personas que confían en el potencial de la industria y desean protegerse de la desvalorización monetaria, y es sin duda el que más satisfacciones ha dado en los últimos tiempos de auge industrial.

Dentro de éste tipo, es también variada la gama de políticas a seguir. Así, hay sociedades que sólo invierten en acciones ordinarias de primera clase, cuya cotización data de algunos años, con gran respaldo financiero y económico, pero que como es lógico no reditúa sobre su precio bursátil sino un módico interés. Otras prefieren aquellas acciones que recién se lanzan al mercado, con buenas perspectivas pero que deben sobrepasar el inevitable período de colocación, y deben granjearse la simpatía y confianza de los inversores a través de varios años

de buenos balances. Otras en cambio invierten en valores especulativos, y el precio de su acción refleja también el de éste tipo de plazas. Las hay que prefieren acciones ordinarias de sociedades dedicadas a nuevos tipos de industrias, ejemplo de éstas son las que en los últimos años invirtieron en industrias plásticas, y en éstos momentos lo hacen en atómicas. Hay por fin sociedades que combinan éstas varias formas de inversión en acciones ordinarias, creando una cartera diversificada no sólo por la cantidad y calidad de las industrias, sino por la fama ganada en el mercado por la acción en que invierten.

Acciones Ordinarias especializadas Hemos visto que un tipo de sociedad se destacaba por la inversión sólo en acciones ordinarias. Consideramos ahora como una clase separada aquellas que sólo la hacen en acciones ordinarias de un sólo o un reducido grupo de tipos de industria. Es decir aquellas especializadas en: automóviles, aviación, construcción, petróleo, minería, química, etc.

Constituyen el grupo ideal para aquel inversor que desea concentrar toda o parte de su colocación en el ramo del quehacer humano que según su propia apreciación más desarrollo puede tener en un momento determinado, tiene de éste modo la seguridad de que la inversión se va a realizar dentro de la esfera de actividad que cree con más porvenir, y dentro de ella la tranquilidad de saber que la inversión se dirigirá a aquellas empresas, dentro del grupo, que más convenga por su seriedad y rendimiento.

Acciones de empresas extranjeras Como su nombre lo indica, sólo invierten en aquellas acciones de industrias en el extranjero. Las que más desarrollo tienen actualmente son las especializadas en inversiones en acciones canadienses. Es un principio conocido y lógi

-co que las empresas reditúan más en las zonas menos desarrolladas y explotadas. La competencia existente dentro de los Estados Unidos, hace que los márgenes de utilidades se reduzcan, y el acrecentamiento de las mismas debe buscarse en una mayor producción, nuevos métodos e investigación. Resulta pues más conveniente bajo ciertos aspectos correr el riesgo de una inversión a cientos o miles de kilómetros ~~del~~ lugar de residencia, cuando ella ofrece mejores perspectivas, o se encuentran nuevos campos o mercados para el aprovisionamiento de bienes. Para el inversor es pues una garantía y facilidad extraordinaria encontrar en su mismo país, empresas como éstas sociedades de inversión, que operan en mercados bursátiles extranjeros, colocando así en manera especializada y diversificada sus ahorros, en aquellos países que por sus condiciones naturales y políticas, crean confianza en su futuro. Para la economía mundial, y en ésto debemos hacer una pequeña disgresión, la importancia de este tipo de sociedades es tal, que nos atrevemos a decir que aún no ha sido evaluada en su justo término. La capitalización de los países se efectúa en base al ahorro de sus ciudadanos, o al que los ciudadanos de otros pueblos aportan atraídos por las condiciones naturales y la seguridad política. La inversión está alentada por la renta, si no existieran las condiciones naturales y políticas que regulan la inversión, la renta en el mundo tendería a nivelarse, a ser igual en todas partes, y por consecuencia lógica, significaría la pareja inversión del capital de acuerdo a la densidad de población. Esta circunstancia haría también que el grado de desarrollo, el "standard de vida" fuera igual en todo el mundo. El planteo parece utópico, pero abstrayéndonos de las condiciones naturales y políticas no deja de

ser una verdad.

Consideremos entonces cuales son las condiciones que se oponen a ésta realidad. Las naturales, - riqueza del suelo, clima, distancias- van siendo superadas por el hombre y no cabe duda que día a día irán perdiendo valor frente al tremendo desarrollo de la técnica. Hoy día es tan tranquila y segura una colocación realizada en una industria a pocos metros del lugar de residencia como a muchos miles de kilómetros y en otro continente. Los precios de las Bolsas se transmiten al instante a todas partes, las órdenes de operaciones y los informes sobre los más distintos acontecimientos superan las distancias sin dificultad, no constituyen pues en esencia ya un problema básico. Lo son en cambio, las condiciones políticas, y como tremenda paradoja, cada día más. Las trabas impuestas por los gobiernos a las inversiones extranjeras, basadas en falsos conceptos de defensa de la soberanía en unos casos, de la producción en otros, ha ahondado la diferencia entre los "standard de vida" de los pueblos, impidiendo el libre juego de los factores económicos niveladores arriba mencionados. Cuando se discrimina al capital por nacionalidad, se crean celos que alejan de inmediato, no sólo al extranjero, sino al nacional, que previendo la lógica consecuencia de tales medidas, se pone a buen recaudo, y los ahorros nacionales van entonces a capitalizarse en los países de mayor producción y libertad, provocando una mayor oferta de capital en el lugar donde precisamente sobra. Los gobiernos intervencionistas, o "controladores del cambio" deben entonces acudir a sistemas colectivistas para poder apropiarse de los ahorros y frenar su drenaje. Crean condiciones de vida antieconómicas, mediante complicadas legislaciones que a la larga sólo sirven para agravar el pro-

blema, impiden la reposición de bienes de capital por la imposibilidad del sistema por ellos creados de pagarlos, y a la larga, desciende sin remedio el nivel de vida, en medio de una cantidad de "slogans" creados para que el pueblo no pueda percibir la realidad.

Si se pudiera resolver las condiciones políticas en el mundo que niegan los elementales principios económicos, se notaría de inmediato una mejora en el nivel general de vida. El día en que ello se produzca, adquirirán gran importancia las sociedades de inversión en acciones extranjeras, ya que colectarían grandes sumas de ahorro, que individualmente no podrían colocarse fuera de los límites de sus países de origen, por carecer de posibilidades, informaciones, etc.

El ejemplo de los "Canadian Funds" norteamericanos es evidente, y nos atrevemos a decir que gran parte del enorme desarrollo alcanzado por Canadá en los últimos años, se debió a la inversión de capital atraído por éstas compañías.

f) Balance- formación- valuación:

El balance de las sociedades de inversión de capital variable, tiene características típicamente distintivas. La principal está dada por el hecho de que el valor del capital de éstas sociedades, varía día a día, no es posible fijarlo ni tendría objeto establecer el balance en base a su valor nominal. La institución se basa en la valuación diaria de la acción al precio de Bolsa, y ésta es por ende la forma de valuación que se debe usar para confeccionar el Balance.

El Activo del mismo está constituido por el fondo invertido en valores valuados al precio de cotización en

Bolsa de acuerdo al sistema explicado más arriba (ver punto c) más el efectivo en poder la sociedad, las exigibilidades que pudiera tener, y el importe adeudado por accionistas sobre acciones emitidas

El Pasivo lo forman sólo las cuentas impagas por gastos de ejercicio, dividendos no pagados y sumas a abonar por acciones redimidas. La diferencia es el Activo Neto, en éste caso igual al capital, en el instante considerado. El cociente entre el Activo Neto y la cantidad de acciones emitidas, da el valor por acción al día de cierre de Balance.

VII- Los Bancos y Las Sociedades de Inversión

a) Generalidades:

Son numerosos los puntos de contacto y colaboración entre los Bancos y las sociedades de inversión. Ambas son instituciones de carácter financiero, pero con objetivos y finalidades perfectamente diferenciados.

Las sociedades de inversión se valen de los Bancos para el desarrollo de sus operaciones, según hemos visto al considerar el funcionamiento de éstas empresas. La confianza, el respaldo moral y material que las instituciones bancarias otorgan a las operaciones en todo el mundo, han servido también a las sociedades de inversión para lograr la preferencia del público inversor. Así, son numerosas las tareas que confían a las instituciones bancarias, y múltiples los beneficios que obtienen de esa colaboración.

Por su parte, los Bancos como colectores del ahorro, y de los depósitos del público, encuentran en las acciones de las sociedades de inversión una colocación prudente, y atractiva para sus capitales, y les resulta de todo punto conveniente como inversión aconsejable para su clientela. Es conocido el preponderante papel que los Bancos tienen en el desarrollo de la economía, tanto por su función en el alto comercio, como por el contacto directo con el ciudadano que se realiza a través de las numerosas agencias que cubren hasta los lugares más apartados. El gerente de Banco constituye la persona de confianza para el comerciante, el industrial y el ahorrista. No es posible pretender un conocimiento completo de las posibilidades de inversión por parte de esas personas, ocupadas en menesteres más importantes para su función, y por ello

es interesante que cuenten con una acción que brinda las condiciones ideales de seguridad y seriedad como para aconsejar a la clientela. La decisión de la inversión en valores bursátiles, especialmente en sociedades privadas, constituye una responsabilidad y un riesgo, para el que pocas personas están preparadas a pesar de su importancia. Es debido a estas circunstancias que en países en que las sociedades de inversión tienen desarrollo, los Bancos ven facilitado el consejo con seguridades de éxito y beneficios consiguientes.

b) Servicios como fideicomisarios:

Es sin duda el más importante servicio que los Bancos prestan a las sociedades de Inversión. Las mismas, a fin de evitar suspicacias y gastos, realizan convenios con Bancos, llamados en los Estados Unidos "Trust Agreement", en los que se establecen las condiciones en que el Banco efectuará las operaciones que la dirección o gerencia de la sociedad le ordenen.

Estos acuerdos deben contar con la aprobación de la Asamblea de Accionistas de la sociedad, y no son contratos de gestión, sino de locación de servicios "sui generis"; ya que el banco se limitará a ejecutar los que le ordenen, siempre que encuadre dentro de lo convenido con el principal. El banco no tiene entonces función directiva, pero sí de contralor.

c) Servicios como depositarios:

Generalmente el mismo banco que actúa como fideicomisario oficia de depositario del patrimonio de la sociedad de inversión. La importancia de la tarea es grande, ya que los Activos de éstas empresas alcanzan gran volúmen. La fun-

ción de depositario es similar a la que realiza para los particulares, en el caso de títulos y acciones, se ocupa del cobro de la renta, suscripción de nuevas acciones ofrecidas, inscripciones para Asambleas etc.. El "modus operandi" está claramente reglamentado y contratado entre la sociedad y el Banco, normas que generalmente se detallan en el contrato de fideicomiso. En el mismo se establecen las condiciones en que el Banco puede utilizar bienes del patrimonio de la sociedad, y para que fines.

d) Servicios como emisores y agentes de rescate:

Los Bancos actúan como agentes de emisión de las acciones de las sociedades de inversión. Dada las características de las sociedades de capital variable, es de gran importancia mantener un control estricto sobre las acciones emitidas, y las circunstancias por las que se emiten.

En el contrato de fideicomiso, generalmente se establece, que a solicitud de la gerencia de la sociedad, el Banco emite las acciones requeridas contra pago en efectivo o cheque Certificado, realizado por el vendedor al precio fijado de acuerdo al criterio adoptado por la compañía.

Igualmente, cuando se ofrecen acciones a la sociedad, ésta indica al banco que actúa como agente de rescate, cuánto debe pagar por ellas, cuantas debe rescatar, y qué medios usará para contar con los fondos necesarios para pagarlas.

e) Servicios como agentes de pago de dividendos:

Al igual que otras sociedades, las de inversión confían a los Bancos las tareas de pago de dividendos, que en estos casos deben ser perfectamente diferenciados entre rentas

y ganancias de capital, según hemos ya explicado.

Esta tarea se realiza también de a cuerdo a la forma y en las condiciones indicadas en el contrato de fideicomiso, donde se establecen las circunstancias en las cuales se pueden hacer efectivos los dividendos. También actúan los bancos en ésta tarea como agentes vendedores de acciones, para aquellos accionistas que deseen reinvertir sus rentas en la sociedad.

PARTE SEGUNDA - Regulaciones gubernativas y estatutarias

VIII- Regulaciones gubernativas

a) Procedencia:

Es indudable e indiscutible el derecho de los Estados a regular y reglamentar las instituciones creadas por sus leyes, o aquellas que habiendo nacido por la iniciativa de sus ciudadanos han alcanzado un punto de difusión que las hacen de interés común a todos los habitantes.

No cabe duda que la necesidad de reglamentación nace de la conveniencia de evitar o impedir la repetición de prácticas viciosas en el desarrollo normal de la actividad humana, y proteger los intereses de los menos poderosos. Estas premisas, sencillas en su exposición, han dado sin embargo origen a una de las más arduas y difíciles polémicas planteadas al pensamiento humano. En efecto, la libre empresa o la intervención estatal en la economía, es el resultado de la apreciación que los hombres hagan de esa necesidad de reglamentación.

En la materia que tratamos, y refiriéndonos a los países en que las sociedades de inversión tuvieron origen y desarrollo, vemos que la reglamentación estatal ha venido a encauzar una creación privada, luego de un período de desarrollo en plena libertad en que se mostraron claramente sus conveniencias - ya que su éxito radica en ellas - y los problemas surgidos por ciertos abusos - inevitables entre los humanos - por falta de previsión en los dirigentes y por la necesidad de proteger a los inversores, poniendo a su alcance informaciones en la forma más clara y uniforme

posible.

Sería difícil concebir la existencia de sociedades de inversión en Estados totalitarios o de economía estatal, ya que una de sus principales ventajas es precisamente la defensa del ahorrista contra la desvalorización monetaria causada en la mayoría de los casos por mala administración de los dineros públicos. Nos parece problemático tanto que los Estados acepten en éstos casos la publicidad en torno a éste tema para atraer inversores, como que los dirigentes se animen a expresar sus ideas al respecto. Otro problema sería el de que en las economías de éste tipo, siempre el Estado trata de apoderarse o al menos monopolizar el uso del ahorro popular. Nos atrevemos a decir que esta es el arma más poderosa para lograr configurar una economía avasallada por el Estado. Es por estos motivos que debemos descartar la consideración o la posibilidad de que existan sociedades de inversión sino en países respetuosos de la libertad individual y especialmente de la libertad de empresa, o en países que reglamenten en tal forma estas instituciones que prácticamente las operaciones de las mismas estén sujetas al albedrío de un funcionario del Estado.

Es conveniente sin embargo limitar en cierta forma la iniciativa para evitar la presencia en estas sociedades de personas mal intencionadas que abusen del éxito de las mismas. La importancia y las conveniencias ya señaladas, sobran para justificar la reglamentación de sus funciones aún en los países más respetuosos de la libertad individual. Las sociedades de inversión van a buscar el aporte de todos los habitantes, y es lógico que el Estado trate de protegerlo de los audaces e irresponsables, aparte de que la buena inversión de ese ahorro interesa esencialmente a

la economía de los países y fortalece su moneda.

Podemos concluir pues que las sociedades de inversión son instituciones propias de países de economías respetuosas de la iniciativa privada, que no admiten una reglamentación rígida de sus operaciones, pero que es un derecho indiscutible de los Estados, en bien de todos y especialmente del éxito de las sociedades, limitar en cierto modo su funcionamiento sometién^{do}las a normas comunes que eviten la acción de los inescrupulosos y protejan los intereses de los ahorristas, cuidando de no extremar ese celo protector al extremo de hacer perder el interés en la constitución, o la posibilidad de éxito en el funcionamiento de éstas empresas.

b) Finalidad:

De lo dicho surge entonces que la finalidad de las reglamentaciones es doble. Por un lado asegurar sociedades sanas, librarlas de las causas de malos momentos pasados por otras con anterioridad y darles una estructura financiera capaz de soportar malas épocas. Por otro, proteger al inversor, asegurando la publicidad de los actos, evitando que con su dinero se persigan otros fines que los indicados, librándolo de una propaganda carente de veracidad. Podríamos considerar también una finalidad ética, que es la que determina incompatibilidades en el desempeño de tareas directivas.

Al primer objetivo concurren las disposiciones que fijan un capital mínimo para constituir éstas sociedades y ofrecer sus acciones a la venta. En los Estados Unidos dicho capital es actualmente de us. 100.000.-, y dicha suma desalienta sin

duda a los aventureros que podrían comenzar sus operaciones con el solo aporte de sus esperanzas y buenos deseos. La estructura del Capital es también motivo de reglamentación. Se obliga a guardar una relación preestablecida entre la cantidad de acciones preferidas y ordinarias emitidas en las sociedades de capital fijo.(closed-end), y se determina el procedimiento a seguir para proteger a las preferidas de pérdidas, distribución de utilidades o emisiones que pudieran disminuir su garantía. En las sociedades de Capital Variable (open-end) se obliga a emitir un único tipo de acción, es decir que todas las acciones deben ser iguales en cuanto a su derecho a dividendo, voto, valor nominal y valor de liquidación.

Contribuyen también a la solidez financiera las disposiciones que limitan la posibilidad de contraer deudas bancarias. En los "open-end" las deudas bancarias deben estar cubiertas tres veces como mínimo por su activo, y en caso de disminuir el valor de éste debe reducir sus compromisos para mantener dicha relación. ✓

También las reglamentaciones legislan sobre la cantidad de acciones de otras sociedades de inversión que puedan adquirir para su cartera propia. Estas disposiciones tienden a evitar la posibilidad de controlar otras compañías mediante la creación de "cadenas" de sociedades de inversión bajo una misma dirección.

Las disposiciones que protegen al inversor, son las que reglamentan sobre política de inversión, dirección de la empresa y forma y literatura de venta.

Ninguna sociedad puede en los Estados Unidos cambiar la política de inversión señalada en sus estatutos sin la aprobación de la Asamblea de accionistas. Esta política, es decir

si la sociedad invertirá en acciones de determinado grupo de industrias, si limitará el número de acciones de una sola clase que podrá adquirir, si podrá comprar o no títulos de renta fija, acciones preferidas u ordinarias, si deberá mantener un encaje mínimo, etc., debe ser establecida con precisión y claridad. Esta norma protege contra la posibilidad de que los ejecutivos de una sociedad conviertan un activo "diversificado" en uno "no diversificado". La legislación Norteamericana llama sociedades "diversificadas" a aquellas en las que el 75% de su activo cumple los siguientes requisitos: Que no más del 5% del activo esté invertido en acciones de una misma clase, y que la sociedad no posea más del 10% del total de acciones con derecho a voto de otra empresa.

Esta disposición se complementa y gana fuerza con la que obliga a la publicación cada seis meses de un estado de las inversiones, y su importancia es muy grande ya que evita maniobras por parte de los ejecutivos, y permite apreciar a los accionistas la marcha de la sociedad.

Sobre las condiciones que deben reunir los directores, la legislación de los Estados Unidos señala que la mayoría de ellos deben estar en absoluta independencia respecto a bancos de inversión, firmas de comisionistas de Bolsa relacionadas con la sociedad, bancos fideicomisarios, depositarios y/o emisores de sus acciones. No podrán constituir mayoría los componentes de las firmas vendedoras de acciones, disposición que interesa especialmente en el caso de las sociedades de capital variable. Esta disposición se explica claramente, ya que es desde todo punto de vista deseable una completa independencia entre el Directorio y las entidades que contratan sus servicios con la sociedad, para

asegurar así que el interés de terceros no se sobreponga en ningún caso al de la sociedad.

Se reglamenta también en beneficio de los inversores la literatura de propaganda. Esta necesidad ha surgido por la competencia entre los distintos vendedores de acciones de éstas sociedades. Así, hoy día en los países que más desarrollo han tenido, los folletos, balances y estados que se imprimen con el animo de conseguir nuevos accionistas deben responder a ciertos "standards" en su confección y estar aprobados por organismos especializados, algunos del Estado, y otros formados por las mismas sociedades, como en los Estados Unidos, donde deben contar con la aprobación de la "Asociación Nacional de Vendedores de Títulos".

c) Conveniencia:

Estudiada la procedencia y finalidad de la reglamentación estatal de las Sociedades de Inversión, diremos que en los países donde su desarrollo ha sido promisorio, esta reglamentación ha traído beneficios al desanimar la constitución de empresas sin base sólida, evitar operaciones riesgosas para sus accionistas y obligar a una mayor publicidad de sus actos.

Debemos señalar sin embargo que en dichos países la reglamentación no ha coartado una amplia libertad de iniciativa, como lo demuestra el número de nuevas sociedades, y las nuevas modalidades que se han creado para atraer inversores. Es pues muy importante en éste punto señalar que en éste terreno inversiones bursátiles - ninguna cantidad de reglamentaciones estatales podrá asegurar al inversor contra pérdidas, ni podrá garantizar una buena administración, pero en cambio, una reglamenta-

ción que supere los límites señalados de estabilidad y protección, imposibilitará y hará estéril la creación y funcionamiento de éstas sociedades. Un ejemplo de lo que decimos lo tenemos en los Estados Unidos, donde aparte de la legislación federal, regulan el funcionamiento de éstas empresas las reglamentaciones de cada estado, salvo en contado número de ellos, precisamente en aquellos donde se han concentrado la mayor parte de sociedades.

Destaquemos pues la conveniencia social de la reglamentación, pero señalemos que si bien se debe exigir claridad y publicidad en los actos, la misma no debe pretender cubrir todos los riesgos, pues son precisamente dichos riesgos los que posibilitan la obtención de mayores utilidades, y el deseo del hombre a ganarlas lo que anima a afrontarlos.

El "Investment Company Act of 1940"

En los Estados Unidos el funcionamiento de las sociedades de Inversión se rige por tres leyes principales: El "Security Act" de 1933- El "Security Exchange Act" de 1934 y el "Investment Company Act" de 1940.

El primero de ellos reglamenta la forma en que debe efectuarse toda nueva emisión de valores, no solo para las sociedades de inversión, sino para todas en general. Establece que será necesario confeccionar un prospecto que detalle la información sumaria sobre las características de la emisión, política de la sociedad etc. Como las sociedades de inversión emiten acciones, y las de capital indeterminado lo hacen continuamente, es lógico pues que deban ajustarse a ésta disposición.

El "Security Exchange Act" de 1934 le-

gisla sobre normas que deben cumplir las acciones de las sociedades que se cotizan en alguna Bolsa o Mercado de Valores. Las acciones de las sociedades de capital fijo se incluyen entre éstas, por lo que deben cumplir sus prescripciones referentes a publicidad de balances, nuevas emisiones, etc. En parte, sus disposiciones son similares a las exigidas por nuestra legislación para las sociedades que deseen cotizar sus acciones en Bolsa. Así, las funciones de la "Comisión de Valores" son cumplidas por la "Security and Exchange Commission".

El más importante de los instrumentos legales es el "Investment Company Act"; bajo el que se desarrollan las actividades de éstas sociedades desde 1940. Lo acertado de sus disposiciones está abonado por el hecho de que precisamente ese año 1940, marca el comienzo del extraordinario auge alcanzado por éstas sociedades.

Establece disposiciones precisas en cuanto a las condiciones necesarias para la formación de Sociedades, Estructura de su capital, transacciones con dependientes o personas interesadas, contratos de gestión, garantía y afiliación y sus 53 secciones establecen la forma en que deben realizarse la mayor parte de sus operaciones. Limita según lo hemos ya explicado la tenencia de acciones de una misma Sociedad, respecto al porcentaje de su cartera y a la cantidad de votos de la misma.

Para registrar la sociedad como de "inversión" requiere un muy detallado prospecto, en que se establezca claramente cual será su política de inversión, la que no podrá ser cambiada sin aprobación de la Asamblea de accionistas. Establishce que el Balance, informe sobre composición de su cartera y situa

ción financiera, debe ser aprobado por la "Securities Exchange Commission" anualmente, y cada seis meses enviarlo a sus accionistas. Sin embargo, la costumbre de las compañías mejoran ésta imposición, pues lo hacen cada trimestre.

En caso de operar o pagar honorarios por servicios a alguno de sus directores o gerentes, deben hacerlo público en sus balances y prospectos, y deberá ser expresamente certificado por los auditores, quienes especificarán que clase de operaciones se efectuaron, y cual ha sido el monto de los honorarios.

Virtualmente todas las sociedades de inversión en los Estados Unidos se han "registrado" de acuerdo a la ley de 1940, como "diversificadas" o sea por lo menos el 75% de su Activo cumple con las condiciones de: no tener más del 5% invertido en una clase de acción, y no poseer más del 10% de los votos posibles de otra sociedad. .

Ley Española de Sociedades de Inversión:

Fué dictada el 15 de Julio de 1952. Dispone que tendrán consideración de "sociedades de inversión" "Mobiliarias" "las Compañías Anónimas que teniendo un capital desembolsado no inferior a 25 millones de pesetas, tengan por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades".

Exime a las sociedades que cumplan las mencionadas prescripciones, del impuesto a las utilidades, y tasas so

bre la Emisión y negociación de valores mobiliarios, siempre que cumplan con los siguientes requisitos: Que estén domiciliadas en territorio nacional, que los Administradores o gerentes sean españoles, y todos sus accionistas de la misma nacionalidad, aclarando que las acciones de éstas compañías no podrán ser poseídas por extranjeros. Que el Activo esté invertido como mínimo en un 90% en valores mobiliarios de renta fija o variable, admitidos a cotización oficial en alguna Bolsa o Mercado. Los valores privados deberán ser emitidos por entidades que tengan como mínimo tres años de antigüedad, con balances debidamente aprobados. Podrán no obstante tener en efectivo una tercera parte de dicho 90%, cuando las circunstancias lo aconsejen, por un plazo no mayor de tres meses. No podrán emitir obligaciones ni aceptar depósitos en cuenta corriente. Que no posean más del 10% del Activo invertido en valores emitidos por una misma empresa, ni más del 10% del capital emitido por alguna entidad. Los fundadores no podrán reservarse ventaja alguna, y todas las acciones gozarán de iguales derechos. La retribución de sus Consejos de Administración no podrá exceder del 5% del beneficio total efectivamente distribuido a los accionistas. Los beneficios que se obtengan de la gestión de la cartera (ganancias de capital) se destinarán al menos en un 50% a crear un fondo de fluctuación de valores, un 25% a la formación de reservas hasta alcanzar al 50% del capital, y el 25% se distribuirá a los accionistas si se creyera conveniente. Las primas de emisión de acciones deberán destinarse a incrementar la mencionada reserva. Los valores que formen el Activo deberán depositarse en una entidad autorizada.

Publicarán un balance semestral de situa-

ción, en que indiquen la composición de su cartera, tipo de los valores, fecha de adquisición, precio con que figuran en el Balance, y último valor bursátil. En caso de haber realizado ventas, la fecha de las mismas, y precios obtenidos.

Estas sociedades, podrán fijar en sus estatutos la política de inversión a seguir, y en caso de constituirse por suscripción pública, dicha política deberá figurar en el prospecto de emisión. Podrán también revaluar los títulos en cartera al precio medio del último trimestre en Bolsa, pero no podrán mantener acciones con precio superior a dicha cotización media.

De los beneficios de la empresa que excedan el 5% sobre el capital- excluidos los obtenidos por revaluación de acciones o venta de títulos en cartera - deberá destinarse un 10% para la formación o incrementación de reservas para regularización de dividendos.

Para obtener las exenciones y beneficios expresados, las sociedades deberán solicitar su inscripción como "de Inversión" al Ministerio de Hacienda.

Las acciones de éstas compañías podrán emplearse en la constitución de reservas matemáticas de compañías de seguros.

Deberán presentar al organismo oficial de control impositivo, copia de los balances y demás comprobantes que le sean requeridos, para demostrar que se encuadran dentro de las prescripciones de la ley para beneficiarse con las excenciones expresadas.

No podrán tener más de un tercio de sus inversiones en empresas de una misma industria o grupo, en caso de

transgresión, deberán modificar su cartera dentro del plazo que en cada caso se fije.

Las demás disposiciones son de forma.

Ley Mejicana de Sociedades de Inversión:

Establece que "son sociedades de inversión las "que se dediquen a operar con valores en la forma y términos señalados por esta ley" Deberán organizarse como sociedades anónimas y quedarán sujetas a las siguientes reglas:

- I- El capital mínimo totalmente pagado será de cinco millones de pesos.
- II- El capital estará representado por acciones ordinarias.
- III- Podrán mantener acciones en tesorería, que serán puestas en circulación en la forma y términos que señale el Consejo de Administración.
- IV- La suscripción de acciones del capital mínimo se hará siempre en efectivo.
- V- El capital podrá ser variable, pero las acciones que representen el capital mínimo serán sin derecho a retiro.
- VI- Su duración podrá ser indefinida.
- VII- El número de administradores no será inferior a cinco, que funcionarán constituidos en Consejo de Administración.

Sujeta a éstas sociedades a previa autorización del Gobierno Federal, para obtenerla es necesario presentar el programa de funcionamiento, indicando la política de venta de acciones, la manera de diversificar la cartera, y la forma de distribución de utilidades. Dentro de los sesenta días de otorgada la autorización se deberá presentar copia de la escritura de constitución

definitiva, y comenzar sus operaciones dentro de 90 días de aprobada dicha escritura, fecha en que deberá estar totalmente integrado el capital mínimo.

Respecto a la diversificación mínima establece "que por lo menos el 80% del activo total de la sociedad estará representado por efectivo o valores, en la inteligencia de que "la inversión en acciones con voto de una misma empresa emisora, no "excederá del 25% del capital pagado de la inversora, ni del 30% "del capital pagado de la propia emisora". Tratándose de títulos públicos la inversión en una sola especie podrá ser hasta del 30% del capital pagado y reservas. Solo podrán invertir en valores inscriptos en el Registro Nacional de Valores y los títulos emitidos por algún estado que no sea el Federal deberán ser "garantizados". Destinarán a reserva legal mínima el 10% de las utilidades obtenidas en cada ejercicio hasta que dicha reserva alcance una suma igual al capital social pagado.

Indica luego que no deberán las sociedades de inversión:

- I- Emitir obligaciones.
- II- Recibir depósitos de dinero.
- III- Hipotecar sus inmuebles.
- IV- Dar en prenda títulos o valores que mantengan en su Activo.
- V- Garantizar el servicio de valores.
- VI- Emitir acciones sin valor nominal.
- VII- Practicar operaciones activas de crédito, anticipos o futuros excepto sobre títulos emitidos por el Estado Nacional.
- VIII- Adquirir obligaciones de empresas comerciales.
- IX- Adquirir valores extranjeros de cualquier género. Se excep-

túan de esta prohibición aquellos que hayan sido emitidos para financiar una fuente de producción básica en el territorio nacional.

X- En general realizar lo que le está prohibido por ésta u otras leyes.

Estarán bajo la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores, y sujetas a las reglas que ésta dicte con aprobación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En cuanto al régimen fiscal, pagarán impuestos sobre inmuebles en la forma ordinaria, pero descontarán el importe íntegro de los ingresos obtenidos como intereses o dividendos. Los accionistas no pagarán el impuesto correspondiente a Cédula VI sobre las rentas de acciones de éstas compañías.

No pagarán impuesto sobre ingresos mercantiles, y los libros, contratos u operaciones bursátiles que realicen, así como los títulos o documentos que expidan estarán exentos de Impuestos de Timbre (sellos)

Prohíbe el uso de la denominación "sociedad de inversión" y otra equivalente a las personas que no tengan autorización para operar en tal carácter.

La autorización para operar como "sociedad de inversión" se revocará cuando:

- I- Operen con un capital inferior al mínimo legal.
- II- Reincida en realizar operaciones ajenas a su objeto, o prohibidas.-
- III- Se disuelva.
- IV- En los demás casos previstos por las leyes mercantiles.

Establece por último que "el cargo de síndico

y liquidador siempre corresponderá a alguna institución de crédito autorizada para operar como fiduciaria".

IX- Reglamentación y autolimitaciones de las Sociedades de Inversión

a) El Estatuto:

Como en toda sociedad, en las de inversión debe existir el cuerpo de normas contractuales que rijan las relaciones entre los socios y frente a terceros. El estatuto cumple dichas funciones y está sujeto a aprobación gubernamental similar a la de las sociedades anónimas en general, con los requisitos especiales para ésta clase de sociedades que fijan las diversas legislaciones.

El mismo debe versar sobre nombre, domicilio, capital, cuerpos directivos, Asambleas, órganos de contralor, distribución de utilidades, duración y forma de disolución. En especial, para éste tipo de empresas, deberá señalar la clase de que se trata, su política de inversión, los márgenes de endeudamiento, las relaciones con el garante, y en el caso de las sociedades de capital variable, indicar cual será el método de valuación de su Activo, como se realizará la emisión de sus acciones y el rescate de las ofrecidas, que deberá estar también y como es lógico de acuerdo a la legislación vigente.

El estatuto es pues el cuerpo de normas que rige la vida de la sociedad, y al que los socios se adhieren y aceptan por el sólo acto de ser accionistas. Veremos cómo el prospecto es una enunciación de las normas estatutarias y operatorias destinadas a lograr nuevos socios, sin carácter contractual, y el contrato de fideicomiso rige las relaciones entre la sociedad y su garante conforme al cumplimiento de las normas estatutarias. Es pues el estatuto la norma básica de la sociedad, y a la cual debe ajustar

sus operaciones, bajo responsabilidad de los directores, ejecutivos y síndicos señalada por el mismo estatuto y la ley.

b) El Prospecto:

El prospecto es el documento que las sociedades de inversión, de acuerdo con la ley norteamericana, deben emitir para ofrecer sus acciones al público. El mismo indica las características de la sociedad, su "modus-operandi" etc. Comentaremos el de una sociedad de capital variable, que sigue las formas clásicas de los mismos. Transcribiremos íntegramente algunos capítulos por considerarlo de sumo interés para la comprensión de la forma de operar de éstas entidades.

La primera parte está dedicada a detallar el tipo de compañía de que se trata, en éste caso: diversificada-capital variable "managed". Se indica el monto aproximado del Activo, el número de los accionistas y el nombre de los Directores con los cargos que ocupan en otras actividades. Se expresa también que las acciones son de un solo tipo, con igualdad de voto e iguales derechos respecto a utilidades, dividendos y activos, así como que son libremente transferibles.

Luego se explica cual será el precio de venta y rescate de las acciones, las comisiones de compra etc. Los capítulos siguientes establecen:

"Objetivos de inversión y procedimientos: El objetivo de la sociedad es obtener crecimiento a largo plazo del capital y renta para sus accionistas. La compañía no limita su inversión a ningún tipo particular de industrias, tipo de valor o región geográfica. La gerencia elige aquellas que a su juicio muestran tener un mayor inte

"rés dentro del precio a que pueden ser compradas y del tipo de em-
"presas de que se trata. La mayor parte del tiempo el Activo de la
"compañía está compuesto por acciones ordinarias de sociedades de
"primer orden en sana situación financiera. La gerencia estima que
"de los varios tipos de valores, las acciones ordinarias reúnen
"las mejores condiciones para alcanzar los objetivos de la socie-
"dad. El precio de las acciones ordinarias varía, y los dividendos
"cambian, pero la renta de éstas acciones es generalmente mayor a
"la de aquellas de rendimiento fijo. Más importante aún es el he-
"cho de que las acciones ordinarias pueden apreciarse y la entrada
"recibida en forma de dividendo deberá lógicamente aumentar con el
"crecimiento de la empresa.

"Cuando la gerencia cree que la oportunidad de ganancia por la te-
"nencia de acciones ordinarias es mayor que el riesgo de pérdida,
"puede contraer deudas con los límites que más adelante se deta-
"llan, y comprar acciones con ese dinero.

"Cuando la gerencia estima que los precios de las acciones están
"demasiado altos, puede invertir una porción del activo en bonos
"de primer orden. La oportunidad de realizar utilidades y el ries-
"go inherente crece cuando se contraen deudas y disminuye cuando
"se compran bonos de renta fija. Al presente la compañía no tiene
"deudas ni invierte en bonos, pero se reserva la libertad de hacer
"lo.

"Normalmente se mantiene una amplia diversi-
"ficación de inversiones industriales, sin embargo la compañía se
"reserva el derecho de concentrar sus inversiones en un determina-
"do tipo de industria sin limitación, en el caso de que dicha con-
"centración fuera conveniente para los intereses de la misma y de

"sus accionistas."

"Hubo épocas en que las mayores inversiones de la compañía fueron en acciones de petróleo e industrias químicas, a fines de 1949 por ejemplo, el 19 y el 10% respectivamente del Activo estaba invertido en éstas industrias. Un año después el 30% lo era en petróleo y el 16% en empresas eléctricas. A fines de 1951; 52; 53 y 54 las más grandes inversiones estaban en empresas eléctricas 18; 23; 22 y 15% respectivamente."

"La política de la compañía es cambiar de inversión según indiquen las condiciones económicas y los precios del mercado. La gerencia continuamente considera cada una de las acciones que tiene en cartera en relación con su precio, y continuamente estudia cientos de otras acciones en vista a lograr buenas posibilidades de inversión."

"Aclaraciones y restricciones a la política de inversión: La compañía ha adoptado las siguientes normas y restricciones en cuanto a su política de inversiones, las que no podrán ser cambiadas sin autorización de los tenedores de la mayoría del capital emitido:

"1 - No compra ni vende a término.

"2 - No contrae deudas al menos si no hay una cobertura del Activo igual al 400% del total adeudado por la compañía, aclarando sin embargo que esa cobertura puede ser menor si deriva del cambio del valor del activo de la compañía. En cualquier caso, se debe cumplir con lo que establece el Investment Company Act de 1940, o sea que las deudas solo pueden contraerse con Bancos y la cobertura debe ser al menos del 300%.

"3 - La compañía no puede ser garante de ninguna emisión, así como tampoco prestar dinero o acciones, caucionar o hipotecar su Ac

- " tivo por ninguna causa, o comerciar en propiedades, derechos
" o servicios."
- "4 - No puede invertir en acciones de otra sociedad de inversión,
" según lo dispuesto en el Investment Company Act. de 1940."
- "5 - No puede comprar acciones de un emisor, si como mínimo él o
" su predecesor no tienen tres años de antigüedad en sus opera-
" ciones.
- "6 - No puede comprar acciones de determinada empresa, si dicha
" compra coloca a la compañía en situación de tener más del 5 %
" de su activo calculado al costo, invertido en una misma acción
" o poseer más del 10% de las acciones de un mismo emisor-excep-
" to en obligaciones del gobierno."
- "7 - No puede poseer acciones de cualquier emisor, del que los di-
" rectores, socios de la entidad garante o gerentes posean dere-
" chos beneficiarios superiores al $\frac{1}{2}$ %."
- "8 - No puede realizar operaciones en valores con los garantes, ge-
" rentes, directores o firmas con las que ellos estén asociados,
" pero ésta limitación no se aplica con las acciones de la mis-
" ma compañía, o acciones que se le entreguen como derechos so-
" bre otras que ya posea, o en transacciones realizadas en un
" mercado de valores, sobre las que se cargue únicamente los de-
" rechos y comisiones de práctica."

"Gerencia: Las operaciones de la compañía están bajo la dirección
"de un Consejo de nueve directores elegidos por los accionistas. Pa-
"ra asesorar al directorio la Compañía emplea los servicios de la
"firma N.N. como gerentes de inversión, de acuerdo a un contrato re-
"novable anualmente con aprobación del Directorio o por voto de la
"mayoría del capital emitido por la compañía. El contrato puede

"ser rescindido sin indemnización por la compañía en cualquier momento, previa notificación por escrito con 60 días de anticipación, y termina automáticamente en caso de renuncia de la firma gerente. N.N. supervisa las inversiones de la compañía, le suministra los servicios de gerencia, y personal necesario, paga los honorarios de los directores y se hace cargo de algunos gastos, incluido el alquiler y expensas de oficinas."

"Por los servicios prestados y gastos a su cargo N.N. cobra un derecho de 1/4% anual sobre la porción promedio diaria del activo neto en exceso de u\$s. 100.000.000.-; 3/8 % de la porción en exceso de 50.000.000.- pero menor de 100.000.000.- y 1/2 % anual de la porción que no exceda de 50.000.000.- Por el año fiscal que terminó el 31 de Octubre de 1954 el total de derechos fué de u\$s.860.000.- o sea 3/10 % del activo promedio de la compañía en el año."

"Política de dividendos: La política de la compañía es pagar anualmente el total de sus entradas, esto evita a la misma el pago de impuestos a los réditos."

"Los ingresos percibidos como dividendos o rentas sobre la cartera de la compañía se pagan habitualmente cada trimestre en efectivo."

"En aquellos años en que resultan beneficios netos de la venta de acciones en cartera, los mismos se distribuyen al cierre del ejercicio anual o casi inmediatamente. Como la distribución se realiza como ganancia de capital, los accionistas tienen generalmente la opción a recibirla en acciones de la compañía a su valor de activo neto".

"Oferta de acciones: N.N. es el principal garante de la compañía, y

"como agente de la misma, distribuye sus acciones a través de su or
ganización de ventas."

"Los inversores pueden adquirir acciones de la com
pañía al precio que se indica en la primera parte de éste prospec-
to, colocando órdenes por medio de su comisionista habitual, o si ya
es accionista, por medio de "planes periódicos de inversión" los cu
ales son voluntarios y pueden cesar en cualquier momento sin penali-
dades."

"Bajo los "planes periódicos de inversión" el ac-
cionista puede girar sus pagos al Banco Z.Z. quien invertirá esos
fondos más los dividendos e intereses en acciones de la compañía".

"El precio de venta para órdenes colocadas des-
pués de las 16,30 hasta las 14 del día siguiente está basado en el
cálculo del activo neto al precio de cierre del mercado (habitual-
mente 15,30). Las órdenes colocadas entre las 14 y las 16,30 se
realizan al precio calculado en base a las cotizaciones del merca-
do a las 13 hs. La compañía se reserva el derecho de hacer aprecia-
ciones de precios más frecuentes, si tal cosa redunde en beneficio
de los accionistas o en salvaguarda de sus intereses. Generalmente
las órdenes cursadas por telegrama se ejecutan al precio del momen-
to en que se fechó el cable. En otras clases de órdenes las mismas
se cumplen al precio vigente en el momento de su recepción. En los
planes periódicos generalmente las inversiones se efectúan los
días 20 de cada mes, pero el Banco Z.Z. acredita intereses desde
que le llegan los fondos hasta que realiza la inversión. La comi-
sión del garante es la diferencia entre el precio de venta y el va
lor real del activo. La mayor parte de dicha comisión es cedida a

"los vendedores".

"Determinación del valor neto del activo: El valor del activo neto "por acción, se calcula al cierre del Mercado de Valores como sigue: "Los valores cotizados en las Bolsa o Mercados, a su último precio "de cotización, y si no hubiera habido transacciones al valor me- "dio entre su precio de oferta y demanda."

"Si la compañía posee algún valor no cotizado, el "mismo se tasa de acuerdo a normas contables que deberá dictar el "directorio. El efectivo, los valores a depositar y créditos se "calculan a su valor de libros".

"Del valor bruto así determinado, se deduce el "pasivo, incluido los gastos e impuestos devengados y toda reserva "técnica que se considere necesaria. El Saldo es el Activo Neto de "la compañía, que dividido por el número de acciones en circulación, "da el precio neto por acción."

"Rescate de acciones: El estatuto de la compañía otorga a los accio- "nistas el derecho a rescatar sus acciones al precio del valor ne- "to del Activo, calculado según se indicó, al día en el cual se so- "licita. Puede ser hecho con cualquier valor activo efectivo de la "compañía y si fuera necesario, ésta debe vender valores en carte- "ra para poder cumplir con las solicitudes."

"El pago del rescate debe efectuarse lo más "pronto que permitan las lógicas tramitaciones a que ésta opera- "ción da lugar, pero en ningún caso el período entre la solicitud y "el pago podrá ser mayor de siete días, salvo el caso de que la "compañía haya suspendido los rescates, o que no funcione el Merca- "do de Valores, o por emergencia declarada por la Comisión de Valo- "res. El pago puede ser efectuado en todo o en parte en acciones

"de la cartera de la compañía, a su precio de cotización en bolsa, "si el Directorio considera que la venta de las mismas podría perjudicar los intereses de los demás accionistas."

"La firma garante, mantiene comunmente un precio "de compra equivalente más o menos al del valor neto de activo por "acción. Este precio al cual adquiere todas las acciones que se le "ofrezcan sin más trámite y al contado, se establece para comodidad "de los inversores y vendedores, pero no es obligación mantenerlo "en todas las circunstancias. Queda sin embargo siempre firme el "derecho estatutario de los accionistas a exigir el rescate según "explicamos más arriba."

"Poseedores de acciones": En éste capítulo el prospecto indica la cantidad de accionistas de la compañía (en este caso 119.000) y la cantidad de instituciones y fiduciarios comprendidos en ésta cantidad. En la compañía cuyo prospecto comentamos son 2.600 según el siguiente detalle:

- 1681 - administradores privados.
- 219 - curadores.
- 173 - Bancos y "Trust Companies"
- 63 - Organizaciones religiosas.
- 30 - Hogares y hospitales.
- 29 - Colegios y Universidades.
- 88 - Clubs.
- 40 - Cementerios y Bibliotecas.
- 17 - Compañías de seguros.
- 23 - Compañías o fondos privados de inversión.
- 253 - Sociedades comerciales, fondos de pensiones y de participa
ción en utilidades.

"Resultados de operación": En éste capítulo se historian los dividen dos y "ganancias de capital" pagados por la sociedad.

En capítulos posteriores se insertan cuadros estadísticos sobre cambios en el valor de la acción a través del tiempo, cuadros de ganancias y pérdidas y balances con un detalle completo de las acciones poseídas por la sociedad divididas por ramos de industrias y detalle de la cantidad, precio de compra y valor de mercado a la fecha.

Por último se inserta el informe de auditoría que certifica la autenticidad de los datos consignados en el prospecto y el nombre de los garantes, fiduciarios, depositarios, auditores, sín dicos, etc.

c) El convenio de fideicomiso:

Es el que realizan las sociedades de inversión con la institución garante o fiscalizadora.

En él se establecen las normas que regirán el "modus-operandi" entre la compañía, la institución garante y todas las demás personas que contraten o tengan relación con las operaciones de la sociedad de inversión.

Adquiere así las características de un contrato de fiscalización que constituye una autolimitación a las operaciones que puede realizar la compañía, y a los poderes de sus directores y gerentes.

Dado el tipo de contrato de que se trata, y el objeto del mismo- dar las máximas garantías a los inversores- es de suma importancia la solvencia material y el prestigio moral de la institución fiscalizadora. Por lo general se trata de Bancos ó

grandes instituciones financieras.

Como dijimos antes, por el contrato se regulan todas las operaciones que la compañía puede efectuar, y la forma de hacerlas. En el mismo deben establecerse las bases sobre las que se hará la selección de los títulos a adquirir. Cuál será el encaje mínimo en efectivo, y en su caso el máximo. Cuál será la retribución de cada una de las personas o instituciones que actúan para la sociedad, y cual será la de la propia institución garante. Cómo se hará la emisión de las acciones de la compañía, cuándo se cobrará prima y cuál será su monto, la forma en que el garante emitirá las acciones de la compañía, qué recaudos deben cubrirse al emitir, cómo será la numeración de los títulos, si los mismos son nominativos, cuál será la institución que registrará la transferencia, cómo se llevarán los registros, etc. Cómo se ejecutarán las órdenes de movimiento de cartera de la compañía, contra qué documentos o comprobantes se abonarán las acciones compradas, y cómo se abonarán y coleccionarán los fondos de las vendidas. Cómo se atenderá el rescate de acciones de la compañía, cuál será el criterio de valuación, en qué oportunidad se realizará, cómo se pagará al accionista que se retira. Cómo se pagarán los dividendos a las acciones de la compañía, cuál será el criterio a adoptar, quién lo decidirá, cómo se pagarán las "ganancias de capital", cuál ha de ser el Banco o Institución depositaria de los valores de la compañía, cómo se pagarán los gastos de la misma. Cuándo y en qué condiciones se abonarán los honorarios a los directores. Qué incompatibilidades existen para ser director de la compañía, cómo se solucionará el caso cuando las incompatibilidades se presenten.

Cada uno de éstos puntos, y otros que varían de

acuerdo al tipo de compañía y legislación que la rige, están minuciosamente tratados y aclarados en el "contrato de fideicomiso" - trust agreement - así como la responsabilidad del garante cuando alguna operación se realiza sin encuadrarse en el mismo.

Vemos entonces que las compañías de inversión han encontrado la estructura funcional como para mover grandes capitales, invertir en enormes carteras, sin prácticamente realizar ninguno de los trabajos materiales que tal tarea supone. No son las compañías las que cobran las acciones vendidas, ni pagan las rescatadas, tampoco disponen del dinero para pagar las que adquieren para su cartera, ni guardan en su poder las que componen su Activo. Todas éstas operaciones están a cargo de la institución garante o administradora y reguladas por el contrato de fiscalización

Es una garantía muy grande para los inversores, y una modalidad a la que ha llevado la práctica y ciertos abusos cometidos por personas de mala fe.

El comentario de las disposiciones del contrato de fideicomiso, nos llevaría a repetir conceptos ya enunciados, y que surgen especialmente de las explicaciones dadas por el prospecto que comentamos en el punto anterior.

d) Publicidad:

Debido al tipo de sociedad de que se trata, que busca el apoyo y la contribución de la gran masa de la población, en los países en que han alcanzado gran desarrollo se ha estimado conveniente fijar ciertas condiciones a la publicidad, a fin de no inducir a error al público, obligar a operar en forma clara e informar veraz y frecuentemente al accionista.

Así, en los Estados Unidos ha reglamentado sobre la materia la Comisión de Valores, que obliga a ajustar la publicidad sobre sociedades de inversión a normas dictadas por la misma, especialmente en lo que se refiere a política de inversión, rendimientos, distribución de utilidades y control estatal.

Como éstas limitaciones tienden a dar seriedad a la publicidad, y ganar la confianza del inversor, las mismas han sido siempre respetadas por las compañías, pues promueven su desarrollo. El conocimiento periódico de estados financieros, balances, cuadro de utilidades y detalle de composición de la cartera, aumenta el interés por ésta clase de inversión.

Otro aspecto a considerar en éste punto es la necesidad de la publicidad para éstas empresas, como para todas aquellas que quieran ganar el favor del gran público. Dado el alto costo de la misma, hoy día se encaran en los países de gran desarrollo planes corporativos para divulgar las conveniencias, los rendimientos y el crecimiento de las sociedades de inversión. En éste sentido realiza una obra de gran aliento la Asociación de Sociedades de Inversión de Estados Unidos (N.A.I.C.), que aparte de la propaganda directa en periódicos y sitios convenientes, confecciona frecuentes "informaciones de prensa" que forman parte del material informativo de casi todos los periódicos de dicho país.

Se realiza así una sana tarea de convicción y divulgación de beneficios para todos, dentro del encuadre de la reglamentación estatal.

PARTE TERCERA.- Conveniencia de su legislación en nuestro país.

X - Necesidad de su reglamentación

a) En el orden jurídico:

Cuando hablamos de necesidad de legislar una nueva figura jurídica, nos encontramos generalmente ante el imperativo de la dinámica del desarrollo del pensamiento humano. Tal necesidad es siempre posterior a la creación de la figura, que como toda creación, no es espontánea sino la resultante de un conjunto de iniciativas, pruebas, fracasos y evoluciones, hasta que finalmente la forma jurídica se delinea con caracteres propios, que la diferencian de las que el hombre hasta ese entonces consideró clásicas e inamovibles. No cabe duda que el desarrollo de la inteligencia, la técnica y las transacciones humanas, imponen nuevas formas de relación, a las que el legislador debe dar el encuadre para incluirlas en la protección del derecho.

A veces la figura evoluciona dentro del Estado que la legisla, otras, las más, tienen origen foráneo y se reglamentan tratando de adaptarlas al medio, en vista del éxito alcanzado en los países donde funciona.

La oportunidad de la inclusión en la legislación, es también un punto importante a considerar, y lo trataremos "in extenso" en el punto siguiente, cuando hablemos sobre las necesidades económicas de legislar las sociedades de inversión.

La necesidad jurídica de legislar se basa principalmente en la imposibilidad de que la nueva figura actúe con éxito sin esa legislación. En el caso de las sociedades de

inversión, debemos considerar dos aspectos perfectamente diferenciados: el de las de capital fijo y variable. En el primero de los casos, llegamos pronto a la conclusión de que no sería necesaria una legislación especial para que funcionen las sociedades de capital fijo. Se adaptan perfectamente a la forma jurídica de las sociedades anónimas, y en nuestro medio existen desde hace años algunas sin inconvenientes. Tampoco los países en que tuvieron gran desarrollo debieron legislarlas, la necesidad surgió cuando evolucionaron hacia las de capital variable. La posibilidad de funcionamiento como anónimas se abona por el hecho ya mencionado, de que el reglamento de la Comisión de Valores, establece normas para autorizar la cotización de acciones de sociedades anónimas que revistan tal carácter.

En cambio, si consideramos a las sociedades de capital variable, la necesidad de legislación surge evidente, ya que no sería posible constituir las en el país, dada sus peculiaridades características, que no se adaptan a ninguna de las figuras sociales legisladas. Debemos pues establecer desde ya que las sociedades de inversión de capital variable, no son similares a las anónimas que legisla nuestro Código, tienen diferencias fundamentales que trataremos de puntualizar, y deben por tanto ser consideradas como una forma social distinta. Esta premisa facilitará la comprensión de la necesidad que se expone, ya que es común en nuestro medio considerar a las sociedades de inversión como una variedad de las anónimas, y se tratan de adaptar a la estructura jurídica de las mismas, desvirtuando de éste modo su función económico - social.

La principal diferenciación con la anónima común, es la variabilidad del capital. En nuestro país, la sociedad anónima debe tener capital fijo, las variaciones del mismo deben ser aprobadas por la Asamblea General, autorizarse por el Poder Ejecutivo, e inscribirse en el Registro Público de Comercio, previa publicidad similar a la del acta constitutiva. Si bien en los últimos años se trató de agilizar las normas a cumplir para la elevación del Capital, su variabilidad contraría el espíritu del legislador, que acuerda en el art. 354 de nuestro Código el derecho al accionista a separarse de la sociedad y exigir el reembolso de sus acciones, en caso de no estar de acuerdo con la reintegración o aumento del Capital, siendo necesario para que tal resolución sea válida la presencia de las tres cuartas partes del capital y el voto favorable de más del 50%.

Tenemos en cambio otra figura jurídica, la Sociedad Cooperativa, cuyo Capital es variable, según el art. 2° de la ley 11388 que establece como condición para denominarse "cooperativa". No poner límite estatutario al número de socios, ni al de las acciones, ni al capital social, ni a la duración de la sociedad".

Otra característica diferencial de las sociedades de inversión de capital variable, es la posibilidad de rescate de acciones, y la tenencia de tales acciones en poder de la sociedad. El derecho a dejar la sociedad a voluntad y al rescate, es también acordado por nuestra ley de sociedades cooperativas, cuyo art. 5° establece: "Los socios tienen derecho a salir de la sociedad en la época establecida en los estatutos y a falta de ésta, al fin de ca da año social", dando aviso con 10 días de anticipación".

Las anónimas en cambio no permiten la compra de ac

ciones, así el art. 343 del Código de Comercio establece: "Los administradores y directores no pueden adquirir acciones de la sociedad por cuenta de ésta, salvo el caso de que, mediante autorización de la Asamblea, la adquisición se haga con las utilidades realizadas y las acciones estén íntegramente pagadas".

Es necesario pues, que la legislación otorgue también a los accionistas de sociedades de inversión el derecho a redimir las acciones, y establezca la obligación de hacerlo por parte de la sociedad, en la forma y condiciones que protejan los justos intereses de ambas partes.

Aparte de éstos dos caracteres diferenciales fundamentales, es conveniente para el buen funcionamiento de éstas sociedades en general, y no ya para las de capital variable solamente, una legislación que proteja más eficientemente al inversor, ya que van a actuar en forma pública, buscando el apoyo del ahorrista, especialmente del mediano y pequeño, y es una tarea de buen gobierno proteger esos ahorros, que tanta importancia tienen para la capitalización de la economía y el mejoramiento del nivel de vida de los pueblos, en un sistema de desarrollo social y limitaciones políticas.

Tal aspecto de la legislación debería tratar sobre el nombre, obligando a individualizar el tipo de sociedad mediante el agregado de "sociedad de inversión" y en su caso también el de tipo de sociedad o sea "Capital Fijo o variable" y la política básica de inversión que adoptan sus estatutos: "Valores públicos" "acciones ordinarias" "acciones preferidas" "balanceada" etc. Esta disposición tendría antecedentes en la ya mencionada ley de Sociedades Cooperativas.

En cuánto al Capital, se debería fijar una

cantidad mínima inicial en forma similar a la que hacen otras legislaciones. Dadas las características de éstas empresas, deben o frecer las máximas garantías de seriedad y responsabilidad, por lo que conviene al interés general que sus iniciadores aporten un capital de importancia, cosa que va a contribuir también a poder diversificar desde el comienzo su cartera de títulos. También sería conveniente fijar el mínimo de capital con que podría actuar una sociedad de capital variable, y la obligación de liquidarla en forma sumaria y en especie, en caso de que tal mínimo se alcance. Este capital mínimo deberá ser necesariamente menor que el inicial obligatorio, y podría fijarse en un porcentaje adecuado de éste.

↳ El capital deberá estar totalmente integrado a la fecha de iniciación, de lo contrario, y si se adopta para éstas sociedades la norma de nuestras anónimas, se desvirtuaría fácilmente el precepto sobre capital mínimo. Se debe establecer que la única forma de aportes en especie, será en acciones o valores similares a los que serán objeto de la sociedad a constituir, y su valuación se realizará en la misma forma que indican los estatutos para la cartera social. La fecha de valuación de los aportes en especie deberá ser la misma de iniciación de las operaciones de la sociedad, a fin de facilitar la incorporación de nuevos capitales, en igualdad de condiciones. Esta norma requerirá alguna fórmula especial para su aplicación práctica, que deberá ser lo más simple posible.

El número mínimo de socios para la constitución de éstas sociedades no creemos que sea necesario fijarlo, ya que en la práctica las de capital variable tienen como origen una

cartera particular o de una institución. Sin embargo, para no contrariar principios de nuestra legislación, en caso de hacerlo tal número debería ser el más reducido posible. Hacerlo así sería reconocer la experiencia recogida en toda sociedad de capital con acciones al portador, y aún nominativas; la norma de número mínimo de socios es inoperante, fácilmente eludible, y de difícil control.

Se deberá requerir que los estatutos establezcan claramente los límites de endeudamiento de éste tipo de sociedades, siendo quizá conveniente que la ley establezca un máximo, para protección de los accionistas, ya que el fin de las mismas no es especulativo. La inversión en valores mobiliarios en base a créditos es altamente aleatoria, y conviene de todo punto de vista limitarla a tasas de amplia seguridad. También los estatutos deberán establecer obligatoriamente la política de inversión, y la de distribución de utilidades, y formaciones de reservas, las que no podrán ser cambiadas por decisión de los directores o ejecutivos. Esto es de la esencia de la sociedad de inversión de capital variable, ya que el accionista no aporta a ella para ser participe de un patrimonio común, distinto al propio, sino lo hace con el propósito de realizar en común una inversión que le sería dificultoso hacer individualmente. Si el reparto de las utilidades quedaría librado a la opinión de la mayoría, o la política de inversión cambiar de acuerdo al parecer de los directores, el inversor no recibiría el resultado real de su inversión, y correría riesgos ajenos a aquellos que aceptó asumir.

Dejamos bien aclarado que a nuestro entender, la legislación deberá exigir que los estatutos fijen dichas polí-

ticas, pero deberá dejar el más amplio margen posible de elección a las empresas.

Será conveniente que establezca cuando una so ci dad se llamará "diversificada" y las condiciones que deberá reunir para mantenerse en esa denominación, y deberá también establecer la prohibición de compra por una sociedad de inversión, de acciones de otra sociedad de inversión. Esta disposición será necesaria para evitar la posibilidad de controles de compañías o grupos de industrias por medio de sociedades de éste tipo, lo que daría lugar al posible aprovechamiento de los ahorros populares para el interés de los directivos de la misma. No siempre es reprobable la unificación de dirección o de intereses en un grupo industrial o comercial, pero en general, ello redundaría en perjuicio del consumidor al desaparecer la competencia que ayuda a mantener los precios del mercado, dentro de términos económicos.

Dentro del propósito de amparo al pequeño in versor que la legislación deberá tener, es necesario que legisle sobre la publicidad de los contratos, actos y documentos de las so ci dades, para asegurar de éste modo la eficiente y correcta infor mación, que será a la postre la mejor defensa contra la mala admi nistración, o los actos que no se encuadren dentro de la corrección necesaria para administrar éstas empresas. Los balances deberían ser publicados trimestralmente con el detalle completo de la cartera de inversión, y rentas cobradas, y el prospecto y literatu ra de venta, debería sujetarse a la aprobación de algún ente espe cializado, que podría ser la Comisión de Valores, o la Bolsa donde la acción se cotea ó negocia, ya que por tratarse de acciones que se ofrecen a público ajeno al manejo diario de éstos valores, po-

drían prestarse a maniobras que conviene evitar en bien de la institución.

La legislación deberá establecer los organismos de control que deberá tener la sociedad. La sindicatura como se conoce en nuestro medio para las sociedades anónimas, no satisface en éste caso, ya que por el carácter esencialmente dinámico de las operaciones, las sociedades de inversión pueden cambiar la fisonomía total de su patrimonio en forma normalmente más rápida que las anónimas comunes. Es necesario establecer una sindicatura más ágil, efectiva y responsable, y para hacerlo, creemos que sería conveniente establecer que la sindicatura sólo podría ser ejercida por firmas auditoras reconocidas al efecto por los Consejos Profesionales, y en caso de decidirse por síndico personal, el mismo debería ser Contador Público Nacional.

Por último, la legislación debería señalar las condiciones que deberán reunir los directores de la sociedad. No creemos que sea útil en éstas sociedades repetir las normas de las anónimas en el sentido de que deberán ser accionistas. Será mucho más interesante que la condición de accionista, la de conocedor del mercado, de versación financiera reconocida, y de honestidad probada, condiciones que si bien no será conveniente establecer por ley, serán valoradas por los accionistas que los elijan. Sobre éste punto, será conveniente establecer las incompatibilidades para ejercer cargos directivos o ejecutivos en las sociedades de inversión, e incompatibilidades entre el ejercicio de dichos cargos, y la compra de acciones o valores de sociedades en las que tengan manifiestos intereses.

Creemos pues que la necesidad de la legislación

sobre sociedades de inversión se basa en dos circunstancias diferentes: la posibilidad de su funcionamiento y la defensa del inversor, como poseedor del ahorro necesario para el desarrollo económico del país. En cuanto a la posibilidad de funcionamiento, tal necesidad se manifiesta en lo que respecta a las sociedades de capital variable. En cuanto a las normas de defensa y amparo, su vigencia va a ser útil para todas las formas sociales, y contribuirán sin duda a darle arraigo y eficacia.

No se nos escapa que en la consideración de ésta necesidad y en la enunciación de las normas que a nuestro entender contribuiría a colmarla, nos hemos alejado un tanto de los principios de nuestro derecho positivo, y nos hemos basado en legislaciones de distinta raíz que la nuestra. Sin embargo, tenemos otros ejemplos de figuras jurídicas legisladas en nuestro país, cuyo origen no es tradicional, y que no han nacido de los usos y costumbres nuestros, sino de la visión del legislador, que introdujo instituciones a nuestro derecho para enriquecerlo y favorecer nuestro desarrollo económico, copiándolas de países extranjeros en donde habían dado ya los frutos que se esperaba cosechar en el nuestro. Tal el caso de nuestra ley de Debentures, y de Warrants y Certificados de Depósito.

Podemos decir con Rivarola, que "Ningún estudio jurídico, sobre todo en materia que afecta las actividades comerciales e industriales, puede realizarse prescindiendo del aspecto económico. Una nación joven, con corrientes inmigratorias y financieras más

"o menos importantes y provenientes de todos los rumbos, no puede seguir de cerca una sola legislación extranjera. La orientación que de éstas corrientes reciban y la manera en que las actividades se realicen, son los elementos inmediatos para la formación paulatina del propio régimen legal. Por más que el uso no pueda crear derechos, este principio no tiene otro alcance que el de eliminar la posibilidad de atribuir a los usos el carácter de fuente de las obligaciones; es el principio de derecho privado, que nada tiene que ver con las fuentes de la legislación, de entre las cuales jamás podrá proscribirse el uso o la costumbre. Si la ley se aleja de éstos, será siempre una ley inadecuada aunque por sí misma pueda ser fuente de obligaciones, y la necesidad de su reforma será la consecuencia inmediata de ese alejamiento. Recíprocamente, si la costumbre se aparta de las normas de la ley, por evolución natural y paulatina, podrán los hechos contrarios a ésta ser calificados de ilícitos, o desconocidos total o parcialmente por la ley, pero se impondrá tarde o temprano la necesidad de una sanción que legalice la costumbre y al reglamentarla prevenga el hecho ilícito pero dé estabilidad legal a la manifestación económica".

b) En el orden económico:

Para juzgar la necesidad de una institución en el orden económico, creemos que debemos considerar con prelación el régimen económico que se aplica en el país donde dicha necesidad se evalúa.

Las instituciones económicas no pueden actuar por sí ni en forma aislada, forman parte del engranaje en que se mueve la producción, la industria y el comercio de los países, y

su utilidad depende de la forma en que se desarrolla dicha producción, industria y comercio, puede tratarse de la más importante rueda dentro de la maquinaria que mueve una economía liberal, pero sólo, o en una economía colectivizada ser absolutamente inútil.

Queremos con ésto demostrar nuestra comprensión de que no es posible el transplante liso y llano de procedimiento o formas de un país a otro, sin un estudio exhaustivo de las similitudes y diferencias entre los mismos.

Hay sin embargo conceptos, realidades que superan las instituciones, y de las cuales el hombre no puede prescindir. Así al concepto del valor puede distinguírsele en diversas formas, pero en todas expresará finalmente lo mismo: medición de esfuerzo. A ese esfuerzo podrá retribuírsele de muchas maneras para obtenerlo, pero siempre estaremos dentro del concepto del precio. Así también, cuando deseamos reservar algo del precio que hemos obtenido por nuestro esfuerzo una vez cubiertas nuestras necesidades primarias, para con ese algo adquirir un medio, o realizar un sistema que nuestra inventiva crea, para disminuir nuestro esfuerzo, estamos materializando los conceptos de ahorro, inversión y capital.

Existe sin embargo en nuestros tiempos una corriente de opinión que trata de mutar éstas realidades, y crear sistemas económicos basados en teorías que no se avienen a la condición humana. Cambian los nombres, creyendo de éste modo poder cambiar los conceptos, Así, claman contra el capital como culpable de los males que aquejan al desarrollo económico, como si el capital fuera algo por quien se pudiera estar a favor o en contra. No captan quien así piensan que el capital como concepto que signifi-

ca inversión de ahorros para producir nuevos bienes a través de nuevas máquinas, equipos, etc., o como base del acopio de mercaderías que han de servir al comercio o intercambio, ha de tener siempre como base el esfuerzo que valoriza los bienes.

Podrá estar dicho capital en manos del individuo que ahorró el precio de su esfuerzo, como ocurre en las economías individualistas, o en el del Estado que se apropió del ahorro del esfuerzo de sus ciudadanos, en caso de economías colectivistas, pero siempre deberá existir para que sea realidad el desarrollo económico y por ende el adelanto social. Cuanto más adelantada sea una economía - de cualquier tipo que fuere - más necesidad de inversión tendrá. Este continuo aumento tiene como causas, el crecimiento vegetativo, el desgaste de los materiales y el descubrimiento de nuevos métodos. Así, en las economías estables de la Edad Media, las inversiones de capital no eran de gran cuantía. Los ahorros se atesoraban, al no existir incentivos para la creación de nuevos bienes que cubran nuevas necesidades. La revolución industrial, cambió el panorama económico mundial, y al surgir la fábrica y la máquina de alto costo y largo período de instalación y amortización, alentó la inversión de ahorros en capitales productivos, pero originó también el nacimiento o rejuvenecimiento de las ideas que antes mencionamos.

La realidad es que cuanto más rápido es el desarrollo de un país, cuanto más moderno su equipo industrial, mayores son los requerimientos de capitales. En una economía individualista, dichos capitales serán invertidos por los poseedores de ahorro, es decir por los individuos, en países colectivistas, el estado deberá arbitrar los medios para obligar a ahorrar a sus habitantes,

es decir imponerles que gasten menos de lo que producen, a fin de subvenir a las necesidades de nuevos capitales.

Planteadas las cosas en éstos términos, para significar la necesidad de que en nuestro país exista una legislación que permita el funcionamiento de las sociedades de inversión -entidades que reúnen los ahorros de un gran número de individuos-sería necesario analizar previamente cual es el tipo de economía que rige nuestro desarrollo.

No cabe duda que en los últimos años hemos caído en un régimen intermedio, que como tal, suma los males de los extremos. En qué manos está el ahorro nacional? El individuo dispone en forma libre de sus ingresos? Los utiliza como él desea? Veamos que ocurre. Del esfuerzo que realiza cada individuo (fuente de valor) recibe un salario (precio), del que una parte importante le obliga el Estado a ahorrar, (ahorro forzoso) por medio del sistema de previsión. En la mayoría de los casos éste porcentaje alcanza al 25 % es decir, que del esfuerzo que el hombre argentino realiza, debe ahorrar (no consumir directamente) una cuarta parte. Con el resto debe afrontar su subsistencia- en la que cada día inciden más los artículos imprescindibles - pagar los impuestos necesarios para abonar los gastos del Estado, y tratar de apartar una suma para eventualidades, (ahorro voluntario) ya que del ahorro forzoso, no puede disponer como propio, sino una vez cumplidos requisitos de edad, años de servicio, etc.

La economía se capitaliza con los ahorros forzosos en manos del estado, y los voluntarios en manos de los particulares. El ahorro se halla pues en dos manos el Estado y el individuo. El individuo dispone en forma libre sólo de una parte de sus ingre

sos, ya que una parte debe entregarla al Estado para que cubra sus gastos, y otra para que lo invierta como ahorro, y utiliza libremente aquella parte de ahorro voluntario que pueda realizar con el remanente una vez cubierta sus necesidades.

Pero qué ocurre con los ahorros forzosos? El Estado debería invertirlos como tales, es decir capitalizarlos para que produzcan nuevos bienes, de acuerdo con el adelanto técnico y los nuevos materiales descubiertos. La realidad es muy otra, y está impuesta por el mismo sistema, ya que el Estado para organizarlo y vigilarlo debe emplear cada vez más fondos en gastos en lugar de inversiones, y como los impuestos actuales no le alcanzan, utiliza los ahorros, a los que entrega promesas de pago futuras a un módico interés, absorbiendo de éste modo la totalidad de los ahorros forzosos. Y aún hay más, ésta forma de ahorro forzoso es la visible, hay otra invisible que el estado obliga por medio de la Caja Nacional de Ahorro Postal, donde deben ingresarse parte de los salarios de menores, donde todos los escolares deben tener su cuenta etc. Además, trata de apropiarse de los ahorros voluntarios en competencia con los particulares que buscan capital, y cotiza valores que sólo son viables cuando se es el emisor monetario, y para sus industrias crea la más diversa variedad de bonos y títulos que encarecen el dinero sin producir nuevos bienes.

Parecería ser entonces que el país debe capitalizarse con el pequeño ahorro voluntario que el individuo invierte sabiamente. Así es, y esa es la causa del bajo y lento crecimiento de nuestra economía. Se podría argumentar en éste punto que bastaría dejar libres los ahorros forzosos que el Estado utiliza, o exigirle que los invierta bien, para que todo el panorama cambie y el

país entre por una senda de real adelanto. Sin embargo no es así. Si el Estado dejara los ahorros forzosos libres, debería tomarlos como impuestos, ya que ni aún con el empleo de aquellos logra nivelar su presupuesto. Ante una situación de hecho como la descrita, sólo cabe reducir o estacionar los gastos públicos en continuo crecimiento, cuidar la inversión del ahorro real (voluntario) de la población, y tratar de aumentar al máximo el ingreso nacional por la creación y valorización de bienes y no por métodos monetarios.

La elevación del ingreso es tarea que no se ha de conseguir si no se alteran fundamentalmente los pilares de la estructura económica actual, los que llevan ya en sí el germen de la decadencia. Hay que dar al individuo el pleno dominio sobre el fruto de su esfuerzo, crear la competencia en la búsqueda de ahorro, dentro de un mercado bien provisto de fuentes sanas del mismo, y hay que cuidar como premisa importantísima, que dicho ahorro se canalice hacia la producción, industria y comercio en manos particulares, ya que en poder del Estado ha demostrado su fracaso. Las sociedades de inversión cumplen un fin de primer orden en una economía con las condiciones indicadas, la inversión individual según hemos expresado reiteradamente en el curso de ésta obra carece generalmente de la especialización necesaria, que aparte del tiempo que insume para adquirirla tiene un costo material de importancia, y sobre todo, individualmente es difícil alcanzar los índices de diversificación posibles en éstas empresas.

La inversión realizada con seriedad, y el debido contralor, acercará a nuestro mercado de capitales ahorros

de otras partes, apresurando el proceso de capitalización que hoy día se hace imprescindible. En países como el nuestro, con innumerables recursos naturales y población en rápido crecimiento, y dentro de la tónica mundial de adelanto tecnológico, el desarrollo se hace con capitales, ya que sería imposible desechar el concurso de maquinaria moderna y costosa.

El ejemplo del desarrollo de éstas empresas en otros países, abonan nuestros argumentos sobre la necesidad económica de su implantación entre nosotros. El rápido desarrollo de las naciones que tradicionalmente siguen una economía individualista, y aún el de otras que sólo en los últimos años optaron por ellas, bastarían para no dudar de su utilidad, porque el desarrollo de esos países se ha hecho fundamentalmente en base al esfuerzo de sus habitantes que unieron sus intereses en sociedades anónimas para desarrollar los más ambiciosos proyectos industriales. El aumento de los ingresos que tal actividad provoca, faculta al individuo para reservar cantidades crecientes de sus entradas para capitalizarse, y vemos como poco a poco los privilegiados capitalistas que quitaban el sueño a los teóricos de antaño, se convierten en masa, y se confunden con cada uno de los obreros que obtienen sus ingresos en las fábricas que sus propios capitales permiten levantar, cada vez con menor esfuerzo y con mayor rendimiento.

El beneficio económico se confunde aquí con el social. Las sociedades de inversión permiten que los ahorros de menor importancia entren a trabajar en el desarrollo comercial e industrial del país, en paridad con el gran capital. Existen hoy día grandes sumas depositadas en Cajas de Ahorro, bancarias y otras

instituciones que pagan un magro interés fijo. Quién se perjudica con ello? El pequeño ahorrista. Ya no podemos hablar de perjuicio para la economía, puesto que dicho dinero ingresa en el proceso productivo a través de préstamos que los bancos otorgan a las empresas. Pero cual es la diferencia? en el caso de financiar la empresa con pasivo, la economía ve limitadas sus posibilidades de expansión, mientras el empresario tiene una utilidad extra de doble origen, una parte por la diferencia entre el interés bancario y la utilidad que consigue de su capital, y otra por la desvalorización monetaria que le permite devolver cada vez con menos bienes la misma cantidad de dinero. En cambio, si el empresario encontrara un fácil mercado de capitales, ampliaría sus actividades, le sería conveniente incorporar nuevos métodos, produciría más, y el pequeño ahorrista recibiría el justo interés por su dinero aparte de cubrirse el de la desvalorización monetaria.

La oportunidad de legislar sobre sociedades de inversión la consideramos propicia en nuestro país, ya que existe una notoria falta de capitales, y una enorme posibilidad de desarrollo. Sería difícil desconocer la importancia de la sociedad anónima en el desarrollo de la economía mundial en los países de economías individualistas. No cabe duda que con sus métodos ágiles, su limitación de responsabilidad, y fácil cesibilidad de cuotas, ha jugado un papel importante al permitir unir pequeños capitales para la realización de grandes empresas- empresas que siempre superan la capacidad individual de los accionistas. No nos cabe duda que las sociedades de inversión cumplirán respecto a las sociedades anónimas una función paralela a las que éstas han cumplido en la economía, al permitir su desarrollo, y especialmente su popularización,

cumpliendo así la etapa que falta para su total aceptación y afianzamiento.

La popularización de las inversiones en capitales de industrias tendrá un efecto beneficioso en las relaciones entre capital y trabajo, al despertar nuevas inquietudes en el individuo respecto a los problemas propios de la empresa, aparte de afianzar su sentido de responsabilidad, condición básica para todo adelanto social. Será sin lugar a dudas un medio práctico, directo y efectivo para destruir los conceptos de luchas de clases que hemos recibido en nuestro país como funesta e inmerecida herencia de otros pueblos con condiciones económicas y sociales totalmente distintas.

La necesidad económica de legislar sobre sociedades de inversión, surge pues de la facilidad que éstas empresas otorgan para capitalizar la economía, de la conveniencia de promover la inversión en la producción, industria y comercio por parte de los pequeños ahorristas, de la facilidad que otorga a las mismas instituciones estatales para invertir en empresas productivas los ahorros que obligan a realizar a los ciudadanos, y por fin del objetivo económico-social de brindar a todos la posibilidad de contribuir y gozar del desarrollo económico del país, destruyendo supuestas desigualdades en el reparto de los beneficios.

c) En el orden Impositivo:

Todas las legislaciones modernas diferen cian el tratamiento impositivo de los ingresos, según el sujeto que los percibe y la fuente que los produce. Tal diferenciación se basa en consideraciones económico-sociales y tiene enorme importancia para lograr los fines que la política de cada país persigue. Nos toca pues considerar la necesidad de que nuestras normas fiscales contemplen el caso especial de las rentas y utilidades percibidas por sociedades de inversión de los diversos tipos descritos en éste trabajo.

Sentaremos un principio al que se debe adecuar la legislación: El inversor en una sociedad de inversión, debe encontrarse en la misma situación impositiva que el inversor individual. Esta norma ha sido seguida en aquellos países en los que las sociedades de inversión han tenido amplio desarrollo, y es la única que permite su arraigo y difusión. El tratamiento impositivo es un factor que pesa siempre en la inversión, y muchas veces es el factor preponderante que la alienta o la aleja, por tanto no sería posible la existencia de inversores en sociedades de éste tipo, si el hecho de serlo constituye un aumento de la carga fiscal.

Es necesario entonces diferenciar los tipos de utilidades, aquellas que provienen de rentas de inversión deberán estar exentas de impuesto, tal como ocurre actualmente con los dividendos percibidos por Sociedades Anónimas sobre acciones que mantengan en cartera, y las "ganancias de capital" serán gravadas de acuerdo a lo que señale la legislación sobre impuesto a las ganancias eventuales para ésta clase de utilidades, pero el sujeto

del impuesto, para éstos ingresos deberá ser el accionista y no la sociedad.

También se deberá contemplar la exención de pago de impuesto de sellos a los actos constitutivos y de emisión de capital, y liberar del recargo que pagan las sociedades anónimas sobre el Impuesto Municipal o Provincial a las Actividades Lucrativas.

Actuar en la forma propuesta sería imitar lo establecido por otras legislaciones, según hemos visto al estudiar las leyes que rigen a éstas sociedades en diversos países.

No creemos pues necesario que se exima de impuesto a éstas empresas, pero que sí, dado las conveniencias de su funcionamiento, se las coloque en un pie de igualdad con el inversor privado.

La legislación impositiva ha servido en otros países para asegurar el éxito de ciertas sociedades de inversión. Así, en Canadá se han formado las llamadas NRO "non resident owned"-propietarios no residentes- que han logrado ciertas ventajas en la legislación local, y ser reconocidas para la venta en los Estados Unidos, donde cuentan con la preferencia de los grandes inversores. Su política es no distribuir dividendos, de esta forma los residentes en los EE.UU. no están sujetos a la doble imposición sobre las ganancias, y sólo pagan el impuesto sobre la utilidad que realizan cuando venden las acciones, gravada con un máximo del 25%. Esta, u otra variante similar, sería sin duda una forma práctica de lograr inversiones en nuestro país, cuyo mercado de capitales está ávido del aporte de nuevos fondos que permitan el desarrollo de sus potenciales riquezas.

XI- Ventajas de su funcionamiento

a) Para la economía del país:

Al diferenciar las ventajas del funcionamiento de las sociedades de inversión, en aquellos factores que benefician a la economía del país, y a los inversores, no nos mueve el ánimo de señalar una división, sino sólo facilitar la exposición.

Hemos creído necesario la aclaración anterior, pues las conveniencias para la economía de un país, no pueden ser otras que la suma de las que obtienen sus habitantes, en éste caso inversores. Se confunde a menudo en nuestros tiempos el bien social con el bien del Estado. Esta confusión crea distorsiones a principios económicos basados en la realidad de la naturaleza humana, que producen graves consecuencias de orden político- social; y lesionan por último los principios de libertad que la humanidad ha consagrado a través de su milenaria lucha en busca de pacífica convivencia.

Señalamos ya que las sociedades de inversión ayudan a capitalizar la esfera productiva de los países, llevando a sus mercados de capitales masas de ahorro que en otra forma entrarían en el ciclo económico como préstamos. Al dar seguridad a éste ahorro lo defienden de pérdidas que a la larga afectan al conjunto. Las conveniencias sociales surgen evidentes ante el señalado hecho de que las inversiones industriales defienden de la desvalorización monetaria, y cuando ésta inversión es realizada por un número grande de pequeños ahorristas, llevan a la popularización o demo

cratización del capital. Es notorio que en los países más conocidos por su régimen o sistema económico capitalista, las acciones de las grandes empresas están en manos de un número elevado de personas. Las ventajas de ésta división del capital son indudables, ya que crea en el ciudadano común la conciencia empresaria, y deja de ser fácil campo de cultivo para las ideas demagógicas, que en los últimos años tanto daño han causado con el fácil expediente de colocar a los asalariados contra los empresarios. El inversionista industrial encuentra un incentivo en interiorizarse de los problemas económicos del país, va formando su verdadera conciencia social al comprender los problemas desde los diversos ángulos que poseen, y éste fenómeno repetido en un gran número de personas a través de la facilidad que otorgan éstas sociedades para el ingreso de poseedores de pequeñas sumas de ahorro, facilita a la larga la solución de las naturales luchas entre los factores principales de la riqueza.

Podemos concluir pues que las ventajas para la economía del país, que supone el funcionamiento de las sociedades de inversión, consisten en que facilitan el ingreso de los ahorros al ciclo productivo; permiten la sana capitalización de las empresas; concurren a la popularización o democratización del capital de las grandes industrias, tendiendo a repartir la propiedad de los bienes de producción; defienden a los ahorros colectados de la inflación monetaria, al invertirlos en bienes que conservan su valor intrínseco; distribuyen la renta y plusvalía de la producción nacional entre mayor número de personas; difunden informaciones y conocimientos sobre la actividad empresaria, que crean conciencia

real en gran número de personas, sobre importantes problemas económico-sociales.

b) Para los inversores:

Las sociedades de inversión permiten el acceso de los inversores a los Mercados de Valores en condiciones óptimas de seguridad, solidez y liquidez.

Esta función es trascendente, ya que la enorme mayoría del público, por estar alejados de los problemas económicos o bursátiles, sólo podrían realizar una inversión individual con escasas probabilidades de éxito, mientras encuentran en éstas sociedades la posibilidad de ingresar a formar parte de una "cuenta de inversión" convenientemente dirigida, diversificada y controlada.

Es digna de mencionar también la conveniencia para aquellas personas que deseen formar su propio fondo jubilatorio, o quieran dejar una pensión a sus sucesores a cubierto de los riesgos de desvalorización monetaria. Los planes de reinversión de rentas y/o ganancias de capital constituyen ideales a éstos fines, ya que al conocido poder del interés compuesto, se une la valorización de los activos industriales y comerciales.

La liquidez de las inversiones en acciones de sociedades de inversión, las hace también convenientes para aquellos grupos sociales que deseen formar su propio fondo de previsión. Confiar al Estado la administración de fondos ahorrados, en forma voluntaria o forzosa, ha quedado demostrado que no es lo más conveniente. Cuando los fondos colectados por Cajas de Jubilaciones o previsión son usados por el Estado para la realización de

obras productivas, y dicho Estado cuida el valor adquisitivo de la moneda con la debida preocupación, no da motivo a objeciones. Pero conocemos perfectamente la avidez fiscal y su propensión a aumentar los trabajos improductivos y servicios más allá de lo que permite la riqueza de los países, propensión que trae como lógica e inevitable consecuencia el uso de fondos de previsión- ahorros forzosos- para destinos que no son los enunciados. Los deficit temporales se convierten en crónicos y sabemos adonde lleva esa política. La desvalorización monetaria y la inflación incontenible son su resultado, y esa inflación inutiliza los cálculos de aportes y beneficios perjudicando al conjunto de afiliados y a la sociedad. Cuando los fondos destinados a financiar una renta, pensión, institución educativa o religiosa se confían a las sociedades de inversión con buenos planes y cartera bien diversificada, se consiguen los objetivos de rentabilidad y liquidez que esas inversiones deben tener, y se los protege de la desvalorización monetaria, concurriendo al proceso económico en forma más conveniente. El ejemplo que en éste sentido nos dan las sociedades de inversión en los Estados Unidos, donde colectan los fondos de numerosas e importantes instituciones, tales como fundaciones, universidades y sindicatos, abonan en forma práctica nuestros conceptos. Estas instituciones que de acuerdo a los clásicos cánones invertían sus fondos en bonos del Estado, vieron reducidas radicalmente sus entradas y en peligro la existencia de sus capitales por las siguientes causas que podríamos aplicar a la generalidad de los países: disminución de la tasa de interés; aumento de los impuestos sobre las rentas; y

disminución del valor adquisitivo de la renta cobrada, y por ende del valor del capital, que se mantenía fijo en la inversión. La necesidad de colocar esos fondos en valores que defendieran contra éstos factores se hizo sentir, y algunas instituciones comenzaron a desarrollar sus propios planes de inversiones, pero el costo de seleccionar, diversificar y atender una cartera industrial, aparte de la especialización y capacidad que ésta tarea requiere, decidió finalmente a la mayor parte a invertir en acciones de sociedades de inversión por las indudables ventajas que ofrecen: Seguridad como medio de inversión, protección contra la desvalorización monetaria y liquidez por la diversificación y selección de su cartera. Los cuadros insertos al final de éste trabajo señalan por sí sólo la importancia de ésta clase de inversiones.

Las acciones de estas sociedades también constituyen colocación recomendable para capitales de menores e incapaces; en que el tutor o curador pone en manos de personas de reconocida capacidad el manejo de los fondos confiados a su custodia, como así también para la cartera de Bancos y Compañías de Seguros, dada su liquidez.

Las sociedades de inversión facilitan pues la acción de los inversores, unifican convenientemente el título poseído, simplifican la administración de patrimonios, realizan publicidad adecuada de sus actos, y otorgan a sus accionistas - especialmente en el caso de las sociedades de capital variable- absoluta liquidez y total participación en las utilidades.

BIBLIOGRAFIA

- ARGENZIANO Ricardo.- L'Investment Trust- Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari- Giuffré Milano 1952.-
- ATKINS Edwards & MOULTON.- The Organization of the Securities Markets The Brookings Institution- 1950.-
- BLUMSTEIN.- Trust de placement en Angleterre- Riga- Berlin- 1930.-
- CARTER William.- Mutual Investment Funds "Harvard Business Review" Novembre 1949.-
- COTTLE AND WHITMAN.- Formula Plans Institutional Investors- Harvard Business Review- Julio 1950.-
- DOUGLAS REPORT.- The origin, scope and conduct of the study, nature and classification of the investment trust- Washington 1939.-
- EICHER REPORT.- Control and influence over industry and economic significance of investment trust- Report of the SEC- Washington 1939.-
- ENGEL Louis.- How to buy stocks.- Ney York- Pocket Books- 1953.-
- FRANCESCHELI Remo.- Il trust nel diritto inglese- Padova 1935.-
- FRANK Jerome.- Fixed and semi-fixed investment trust SEC Report- Washington 1940.-
- FRANK Jerome.- Investment trust in Great Britain- SEC Report Washington 1939.-
- FRANK Jerome.- Abuses and deficiencies in the organization and operation of Investment trust and investment companies- SEC Report Washington 1939.-
- GRAYSON Theodore J.- Investment Trust, their origin, development and operation- New York- J. Wilby and sons; 1928.-
- JOHNSON Hugh A. - Making Money with Mutual Funds- Buffalo- New York 1955.-
- JOUBERT .- Les sociétés de placement a long terme- Paris 1932.-
- LINHARDT Hans- Die Britische Investment Trust- Berlin 1935.-
- LOFTUS John A. - Investment Management: An analysis of the Experiences of American Management Investment Trust Series LIX- The Johns Hopkins University Studies

- LOFTUS John A. - (Cont.) in Historical and Political Science.- Baltimore.- John Hopkins Press 1941.-
- PORTEUS.- Retail Salesmanship of Mutual Investment Funds- Lectures given at New York Institute of Finance.- 1949.-
- RICHARDSON Dorsey.- The Investment Companies in 1955:Their relationship to the Nation's Securities Markets- A Statemen before the U.S. Senate Comitee on Banking and Currency- Ney York:N.A.I.C. 1955.-
- RIDDLE GILBERT.- The investment Policy of Trust Institutions.- Chicago 1934.-
- ROBINSON Leland Rex-Investment Trust Organization and Management- New York Ronald Press- 1926 and 1929.-
- ROSSET Paul Rene.- Les holding companies- Paris 1931.-
- SIMONS A. J.-Holding Company.- London 1927.-
- STEINER William H.- Investment Trust, American Experiences.- Ney York Adelphi Academy.- 1929.-
- STEVENSON Alec B.- Shares in Mutual Investment Funds-Nashville- Vanderbilt University Press.- 1947.-
- STEVENSON Alec B.- Investment Trust and Investment Companies in "Fundamentals of Investment Banking" Inv.Bankers Ass.of America N.Y. 1950.-
- STRALEY John A. - What About Mutual Funds?-Harpers Bros. 1954.-
- TOMLINSON Lucille Editor- Investment Companies- Annual Edition- New York Arthur Wiesenberger & Co. to 1956.-
- WALKER C.H.- Unincorporated Investment Trust in 19th Century Economic History,in "Economic History" Febrero 1940.-
- WEISSMAN R.L.- The Investment Company and the Investor- New York- Harper Bros- 1951.-
- Comitee on Banking and Currency,U.S. Senate,Staff Report to Institutional Investor and the Stock Market 1953-55.-Washington D.C.- Goverment Printing Office- 1956.-
- Securities and Exchange Commission,Report of the Investment Trust and Investment Companies,pursuant to section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935-Washington D.C. Goverment Printing Office- 1939-42.-
- Informe anual de prensa de la National Association Of Investment Companies- New York.-

Bolsa de Comercio de Buenos Aires- Proyecto de Ley de Sociedades de Inversión y comentario al mismo.- Buenos Aires.- 1956.-

C U A D R O S E S T A D I S T I C O S

Cuadro N° 1.-A C T I V O N E T O

de las Sociedades de Inversión en Estados Unidos de Norteamérica

(miles de dólares)

Años	<u>Capital Fijo</u>		<u>Capital Variable</u>		Total
	<u>N°.Cías.</u>	<u>Activo</u>	<u>N°.Cías.</u>	<u>Activo</u>	
1940	43	613.589	68	447.959	1.061.548
1941	43	523.489	68	401.611	925.100
1942	43	557.264	68	486.850	1.044.114
1943	43	708.683	68	653.653	1.362.336
1944	40	739.021	68	882.191	1.621.212
1945	37	970.683	73	1.284.185	2.254.868
1946	37	851.409	74	1.311.108	2.162.517
1947	37	771.053	80	1.409.165	2.180.218
1948	39	744.728	87	1.505.762	2.250.490
1949	39	794.371	91	1.973.547	2.767.918
1950	38	843.462	98	2.530.563	3.374.025
1951	36	942.459	103	3.129.629	4.072.088
1952	34	978.096	110	3.931.407	4.909.503
1953	32	928.458	110	4.146.061	5.074.519
1954	30	1.188.204	115	6.109.390	7.297.594
1955	26	1.199.085	125	7.837.524	9.036.609
1956	25	1.264.495	135	9.046.431	10.310.926
1957	24	1.210.316	143	8.714.143	9.924.459

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión.- EE.UU.

Cuadro N° 2.-

A C C I O N I S T A S

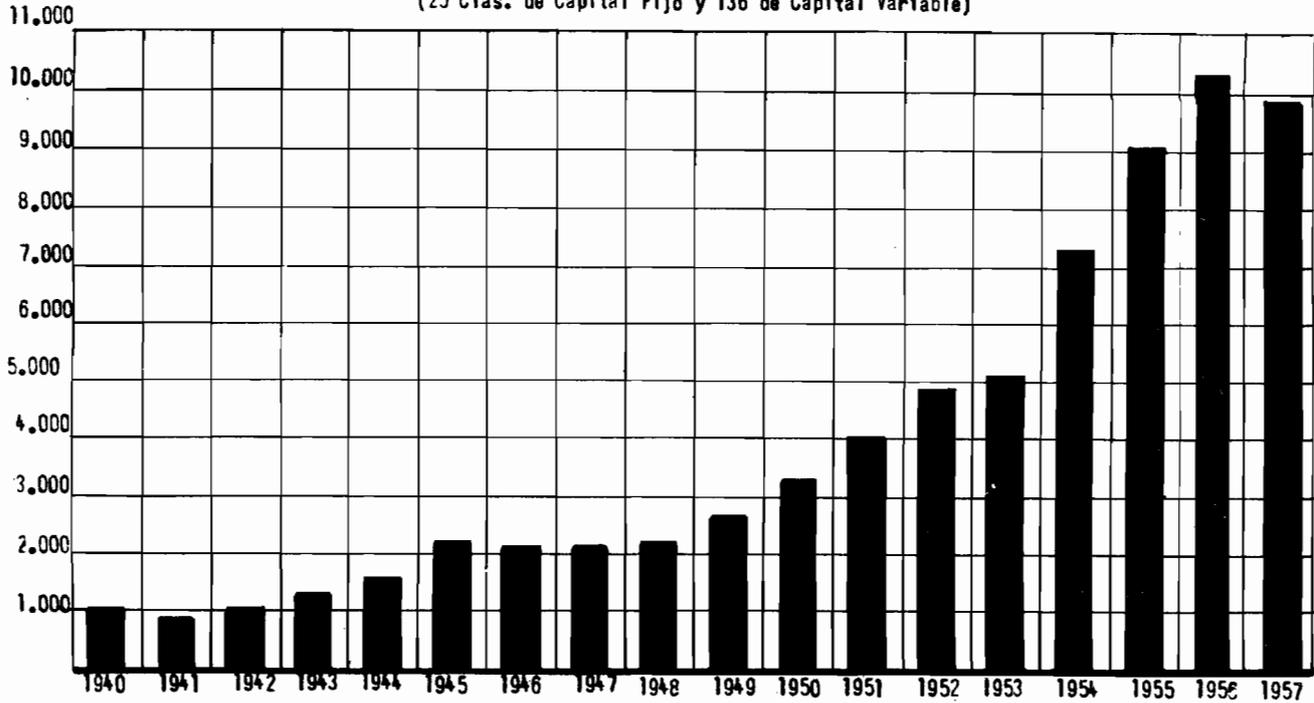
de las Sociedades de Inversión en Estados Unidos de Norteamérica.-

Años	Capital Fijo		Capital Variable		Total
	N°.Cías	N°.Accion.	N°.,Cías	N°.Accion.	
1940	43	466.144	68	296.056	762.200
1941	43	449.670	68	293.251	742.921
1942	43	436.955	68	312.609	749.564
1943	43	419.316	68	341.435	760.751
1944	40	370.219	68	421.675	791.894
1945	37	367.396	73	497.875	865.271
1946	37	335.323	74	580.221	915.544
1947	37	317.675	80	672.543	990.218
1948	39	309.087	87	722.118	1.031.205
1949	39	285.982	91	842.198	1.128.180
1950	38	283.567	98	938.651	1.222.218
1951	36	261.682	103	1.110.432	1.372.114
1952	34	216.996	110	1.359.000	1.575.996
1953	32	214.931	110	1.537.250	1.752.181
1954	30	207.647	115	1.703.846	1.911.493
1955	26	187.224	125	2.085.325	2.272.549
1956	25	194.643	135	2.530.049	2.774.692
1957	24	253.681	143	3.110.392	3.364.073

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión.- EE.UU.-

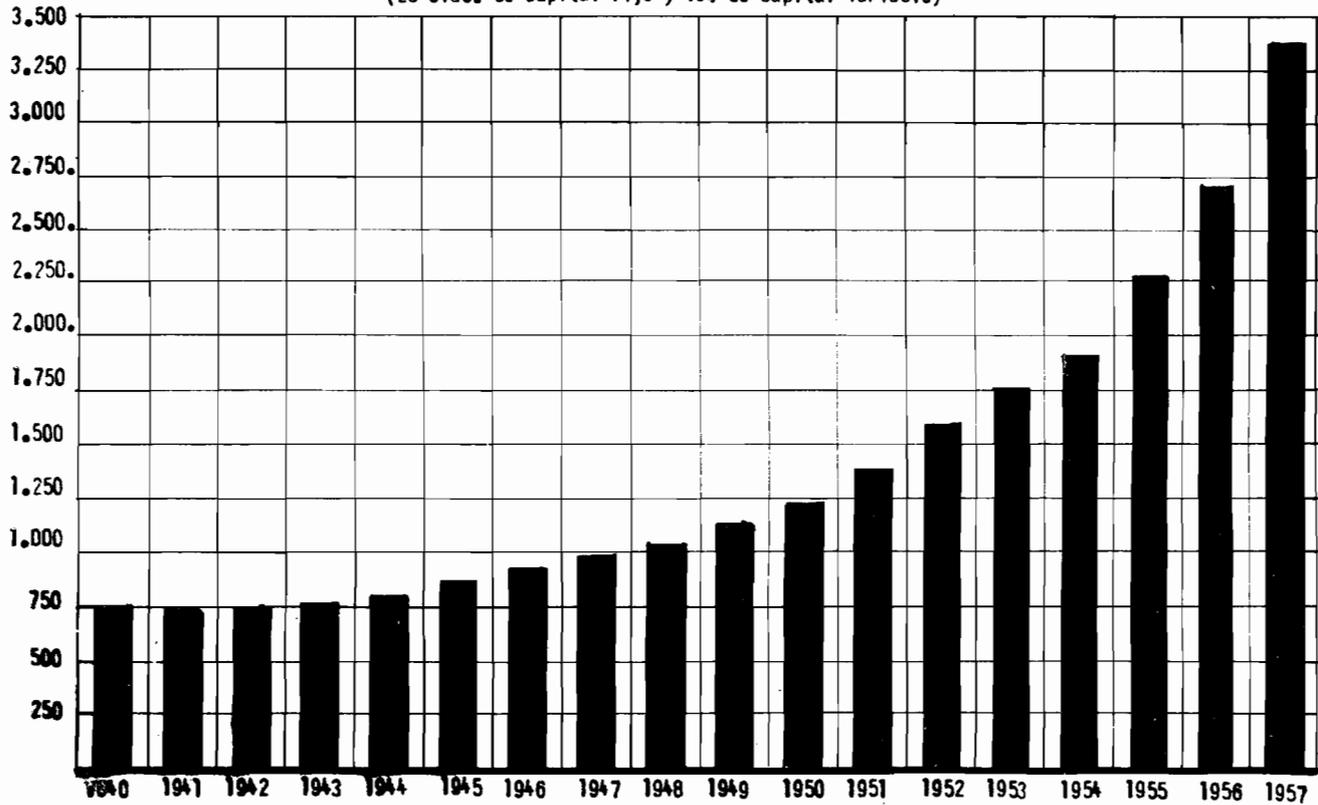
Millones de dólares

ACTIVO NETO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSION NORTEAMERICANAS
(25 Clas. de Capital Fijo y 136 de Capital Variable)



Miles de accionistas

NUMERO DE ACCIONISTAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSION NORTEAMERICANAS
(25 Clas. de Capital Fijo y 136 de Capital Variable)



VARIACION DEL CAPITALde las Sociedades de Inversión de CAPITAL FIJO en los EE.UU.

(miles de dólares)

<u>Años</u>	<u>N°.Cías</u>	<u>Nuevo Capital</u>	<u>Capital retirado</u>	<u>±Incremento o -Disminución</u>
1941	43	3.892	23.362	- 19.470
1942	43	271	15.054	- 14.783
1943	43	1.256	20.793	- 19.537
1944	40	16.830	60.502	- 43.672
1945	37	23.758	37.520	- 13.762
1946	37	5.725	74.219	- 68.494
1947	37	2.762	33.047	- 30.285
1948	39	29.525	26.032	+ 3.493
1949	39	1.710	19.200	- 17.490
1950	38	12.040	14.900	- 2.860
1951	36	12.606	5.280	+ 7.326
1952	34	344	3.263	- 2.919
1953	32	4.325	6.989	- 2.664
1954	30	6.391	17.041	- 10.650
1955	26	39.005	27.516	+ 11.489
1956	25	48.538	2.344	+ 46.194
1957	24	21.103	1.399	+ 19.704

Resumen 1941/1957

Nuevo Capital.....u\$s.	230.081
Capital retirado....."	<u>388.461</u>
Disminución.....u}s.	<u>158.380</u>

VARIACION DEL CAPITALde las sociedades de inversión de CAPITAL VARIABLE en los EE.UU.

(miles de dólares)

<u>Años</u>	<u>N°.Cías</u>	<u>Venta acciones</u>	<u>Compra acciones</u>	<u>Incremento</u>
1941	68	53.312	45.024	8.288
1942	68	73.140	25.440	47.700
1943	68	116.062	51.221	64.841
1944	68	169.228	70.815	98.413
1945	73	292.359	109.978	182.381
1946	74	370.353	143.612	226.741
1947	80	266.924	88.732	178.192
1948	87	273.787	127.171	146.616
1949	91	385.526	107.587	277.939
1950	98	518.811	280.728	238.083
1951	103	674.610	321.550	353.060
1952	110	782.902	196.022	586.880
1953	110	672.005	238.778	433.227
1954	115	862.817	399.702	463.115
1955	125	1.207.458	442.550	764.908
1956	135	1.346.738	432.750	913.988
1957	143	1.390.557	405.716	984.841

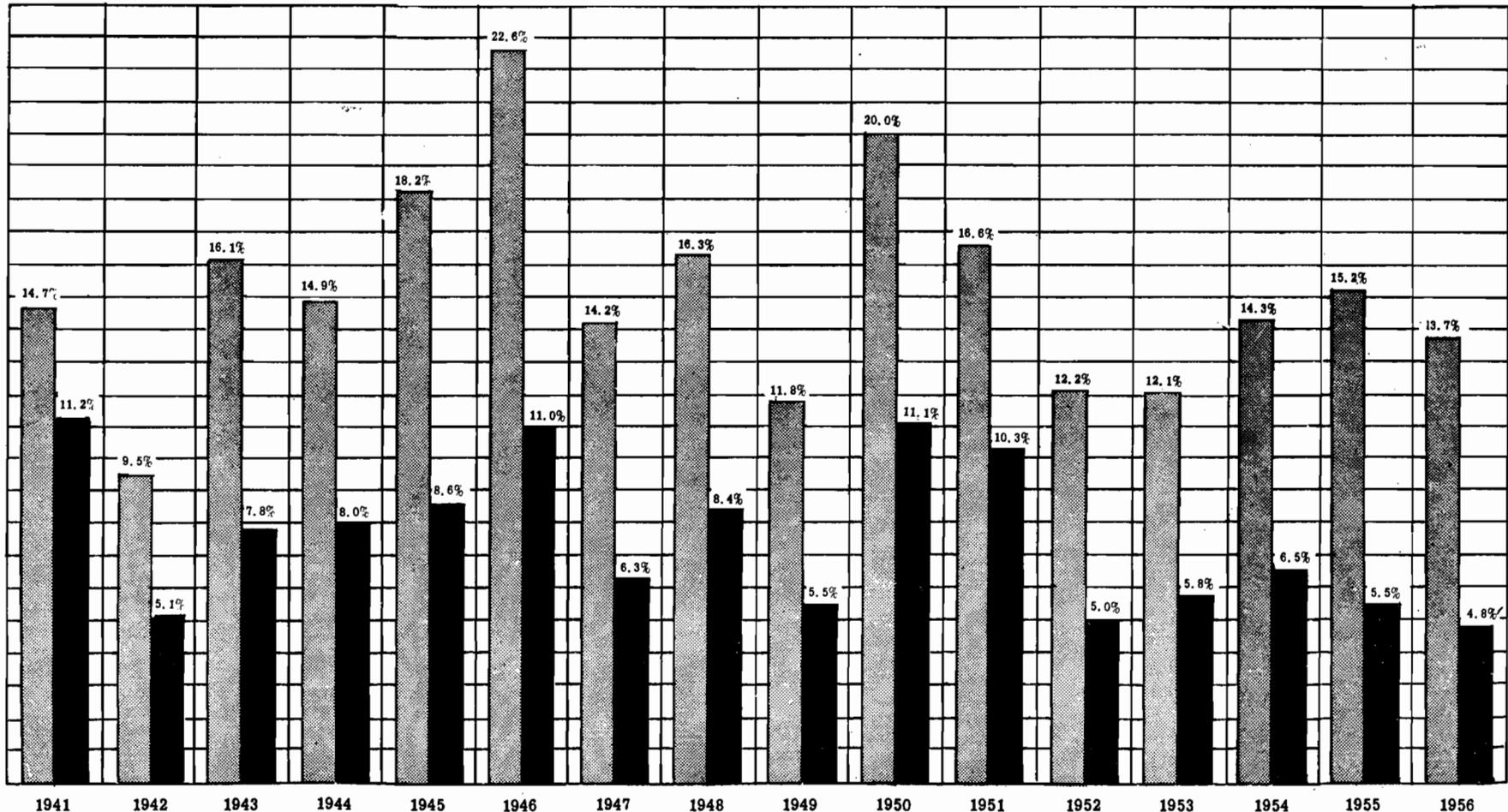
Resumen 1941/1957

Venta de propias acciones.....u\$s.	9.456.589
Compra " " " "....." "	<u>3.487.376</u>
Incremento	<u>u\$s. 5.969.213</u>

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión.- EE.UU.

TASA ANUAL DE RESCATE DE LAS ACCIONES DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE
 Y
 TASA ANUAL DE COTIZACIÓN DEL CONJUNTO DE ACCIONES EN EL MERCADO DE VALORES DE NUEVA YORK

■ Tasa del "New York Stock Exchange" (1)
 ■ Tasa de rescate de las acciones de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (2)



(1)-Valor de las acciones negociadas en por ciento sobre el valor total de las acciones cotizadas al final de cada año.

(2)-Valor de las acciones rescatadas en por ciento sobre el valor del Activo Neto al final de cada año.

Fuente: Estadísticas del Mercado de Valores de Nueva York y de Asociación Nacional de Sociedades de Inversión.

RETRIBUCION A LOS ACCIONISTAS

de las sociedades de inversión de CAPITAL FIJO en los EE.UU.
(miles de dólares)

<u>Años</u>	<u>Intereses</u>	<u>Acciones Preferidas</u>		<u>Acciones Ordinarias</u>	
		<u>Renta neta</u>	<u>Ganancias de capital</u>	<u>Renta neta</u>	<u>Ganancias de capital</u>
1953	787	5.897	93	26.017	15.748
1954	783	6.654	2.243	25.963	23.244
1955	738	4.199	64	26.937	43.200
1956	750	3.347	55	29.544	57.239
1957	824	3.120	90	41.535	56.513

RETRIBUCION A LOS ACCIONISTAS

de las sociedades de inversión de CAPITAL VARIABLE en los EE.UU
(miles de dólares)

<u>Años</u>	<u>Fuentes de rédito</u>		
	<u>Renta neta</u>	<u>Ganancia de capital</u>	<u>Otras fuentes</u>
1953	173.645	63.621	144
1954	200.102	129.933	552
1955	241.036	222.018	160
1956	284.694	292.994	20
1957	322.381	283.451	100

PLANES PERIODICOS DE INVERSION

de las sociedades de inversión de CAPITAL VARIABLE en EE.UU.

<u>Años</u>	<u>Planes de pagos periódicos</u>			<u>Planes de reinversión de utilidades</u>
	<u>Nuevos Planes</u>	<u>Planes en vigencia</u>	<u>Valor aprox. miles de u\$s.</u>	
1954	-----	208.295	334.000	133.876
1955	114.974	316.213	576.000	213.068
1956	173.964	464.235	684.000	268.000
1957	220.897	639.002	814.000	359.000

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión.- EE.UU.

INSTITUCIONES ACCIONISTAS

de sociedades de inversión de CAPITAL VARIABLE en E.E.U.U.

(Septiembre 1957)

	Número	Por ciento
Total de Instituciones accionistas	89.559	100.0
Fiduciarios (Bancos y particulares que actúan como "Trustees", curadores ó administradores	68.511	76,5
Sociedades comerciales	4.474	5,0
Fondos de pensiones y de participación en utilidades	2.111	2,3
Compañías de Seguros y Financieras	518	0,6
Sindicatos	93	0,1
Total de Instituciones lucrativas	7.196	8,0
Iglesias y Organizaciones religiosas...	3.987	4,5
Asoc. fraternales y de bien público ...	3.566	4,0
Hospitales, sanatorios y Orfanatos	1.727	1,9
Escuelas y Colegios	1.384	1,5
Total de Inst.no lucrativas y fundaciones..	10.664	11,9
Otras Instituciones no clasificadas	3.188	3,6

Notas: 1) - El estudio está basado en 93 compañías que representan el 79,7 % de los activos de las 136 sociedades de capital variable miembros de la Asoc. Nac. de Soc. de Invers. de E.E.U.U. al 30 de Septiembre de 1957.

2) - El valor total de las 89.559 cuentas de instituciones, se estimaba al 30 de Septiembre de 1957 en u\$s.- 624.508.000.-

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión-E.E.U.U.

INSTITUCIONES ACCIONISTASde sociedades de inversión de CAPITAL FIJO en Estados Unidos de N.A.

(Junio 1956)

	Número	Por ciento
Total de Instituciones Accionistas	<u>2,280</u>	<u>100,0%</u>
Fiduciarios (Bancos y particulares que actúan como "trustees", curadores ó administradores).	<u>1.899</u>	<u>83,3</u>
Sociedades Comerciales	49	2,1
Fondos de Pensión y participación en utilidades	2	0,1
Cías. de seguros y financieras	<u>17</u>	<u>0,7</u>
Total de Instituciones Lucrativas	<u>68</u>	<u>2,9</u>
Iglesias y organizaciones religiosas...	62	2,7
Asoc. fraternales y de bien público.....	54	2,4
Hospitales, sanatorios y orfanatos	30	1,3
Escuelas y Colegios	<u>56</u>	<u>2,5</u>
Total de Inst. no lucrativas y fundaciones..	<u>202</u>	<u>8,9</u>
Otras Instituciones no clasificadas	<u>111</u>	<u>4,9</u>

Notas: 1) - El estudio está basado en 9 compañías que representan el 29,3% de los activos de las 26 sociedades de capital fijo afiliadas a la Asoc. Nac. de Soc. de Inversión-E.E.U.U. al 30 de Junio de 1956.-

2) - El valor de las 2.280 cuentas de instituciones se estima ba al 30 de Junio de 1956 en u\$s 51.265.000.-

Fuente: Asociación Nacional de Sociedades de Inversión-E.E.U.U.-

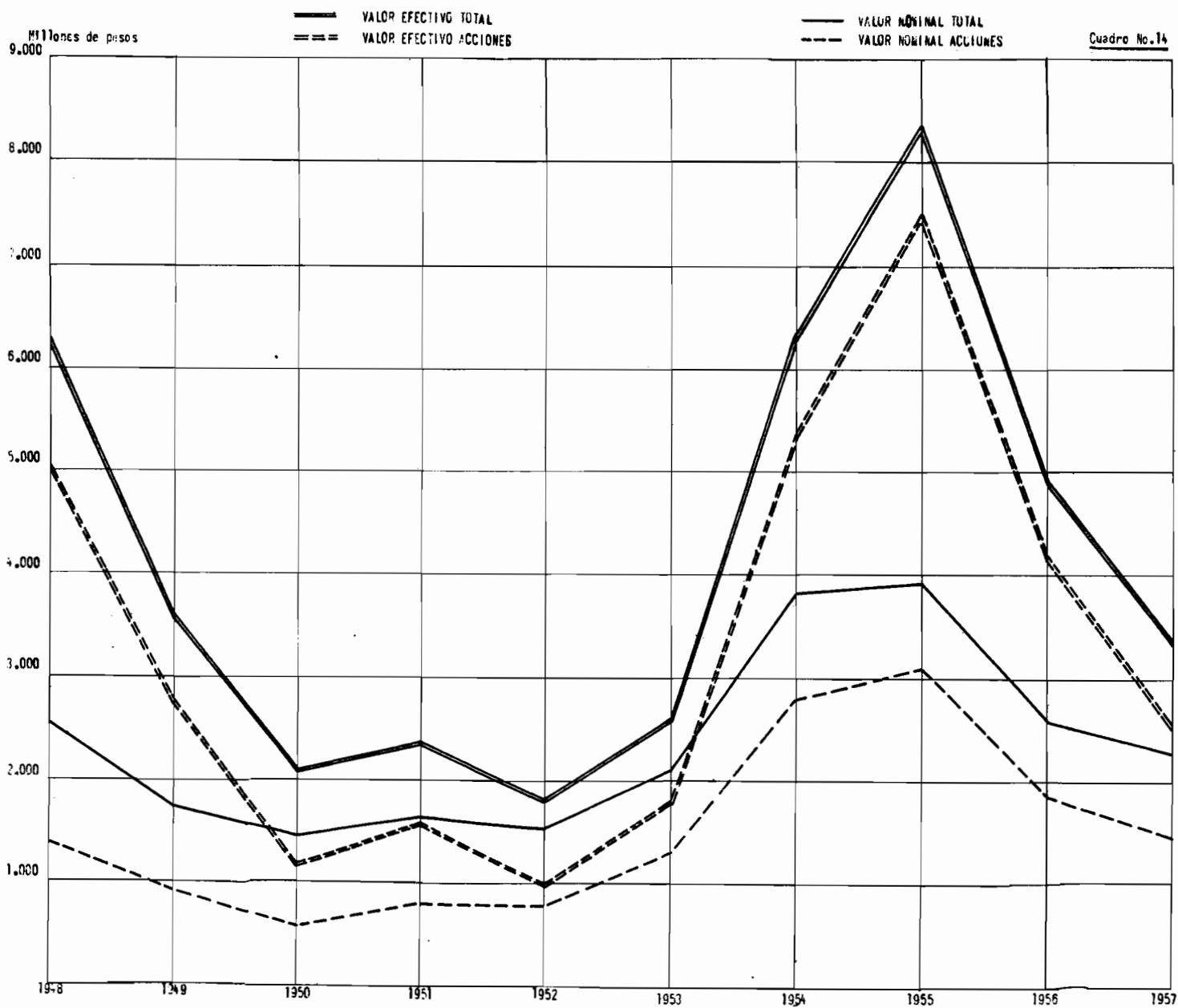
TOTAL OPERADO

en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en los últimos diez años.
(millones de m\$n)

	Valor Nominal		Valor Efectivo	
	<u>Total</u>	<u>Acciones</u>	<u>Total</u>	<u>Acciones</u>
1948	2.567,3	1.360,3	6.295,7	5.155,3
1949	1.860,6	940,3	3.697,2	2.810,3
1950	1.588,0	629,6	2.142,1	1.257,6
1951	1.759,8	846,2	2.479,4	1.617,0
1952	1.608,0	796,3	1.802,5	1.039,1
1953	2.176,0	1.378,7	2.607,5	1.846,5
1954	3.841,0	2.716,1	6.496,8	5.411,8
1955	3.917,8	2.934,5	8.445,3	7.503,8
1956	2.689,5	1.922,0	4.983,3	4.252,3
1957	2.355,3	1.593,9	3.470,5	2.757,8

Fuente: Anuario Estadístico 1957-Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

MONTO OPERADO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES
 -Pesos Corrientes-



RELACION DEL MONTO EFECTIVO OPERADO

en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con el valor adquisitivo del peso moneda nacional.

Años	Valor Efectivo	Valor adquisitivo del peso 1944 = 100	Valor efectivo en pesos de valor adquisitivo 1944=100
1944	2.837,1	100,0	2.837,1
1945	2.908,2	83,6	2.431,2
1946	3.966,7	71,0	2.816,3
1947	4.387,2	62,6	2.746,3
1948	6.295,7	55,3	3.481,5
1949	3.697,2	42,2	1.560,2
1950	2.142,1	33,6	719,7
1951	2.479,4	24,6	609,9
1952	1.802,5	17,7	319,4
1953	2.607,5	17,0	443,2
1954	6.496,8	16,4	1.065,4
1955	8.445,3	14,6	1.233,0
1956	4.983,3	12,9	642,8
1957	3.470,5	10,3	357,4

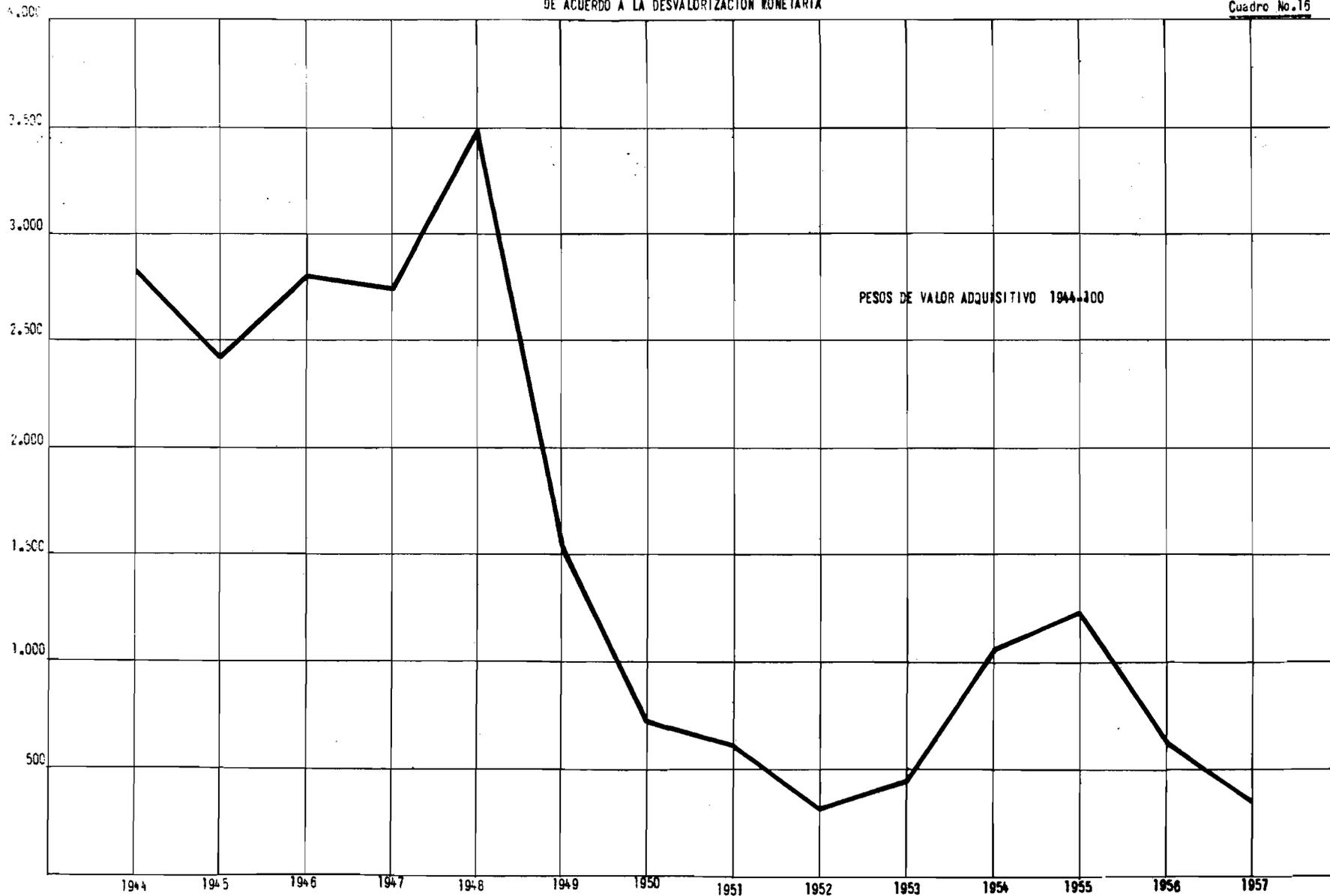
Fuente: Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Memoria 1957-Bco. Central de la República Argentina.

Millones

AJUSTE DEL MONTO EFECTIVO OPERADO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES
DE ACUERDO A LA DESVALORIZACION MONETARIA

Cuadro No. 15



RELACION DEL MONTO EFECTIVO OPERADO

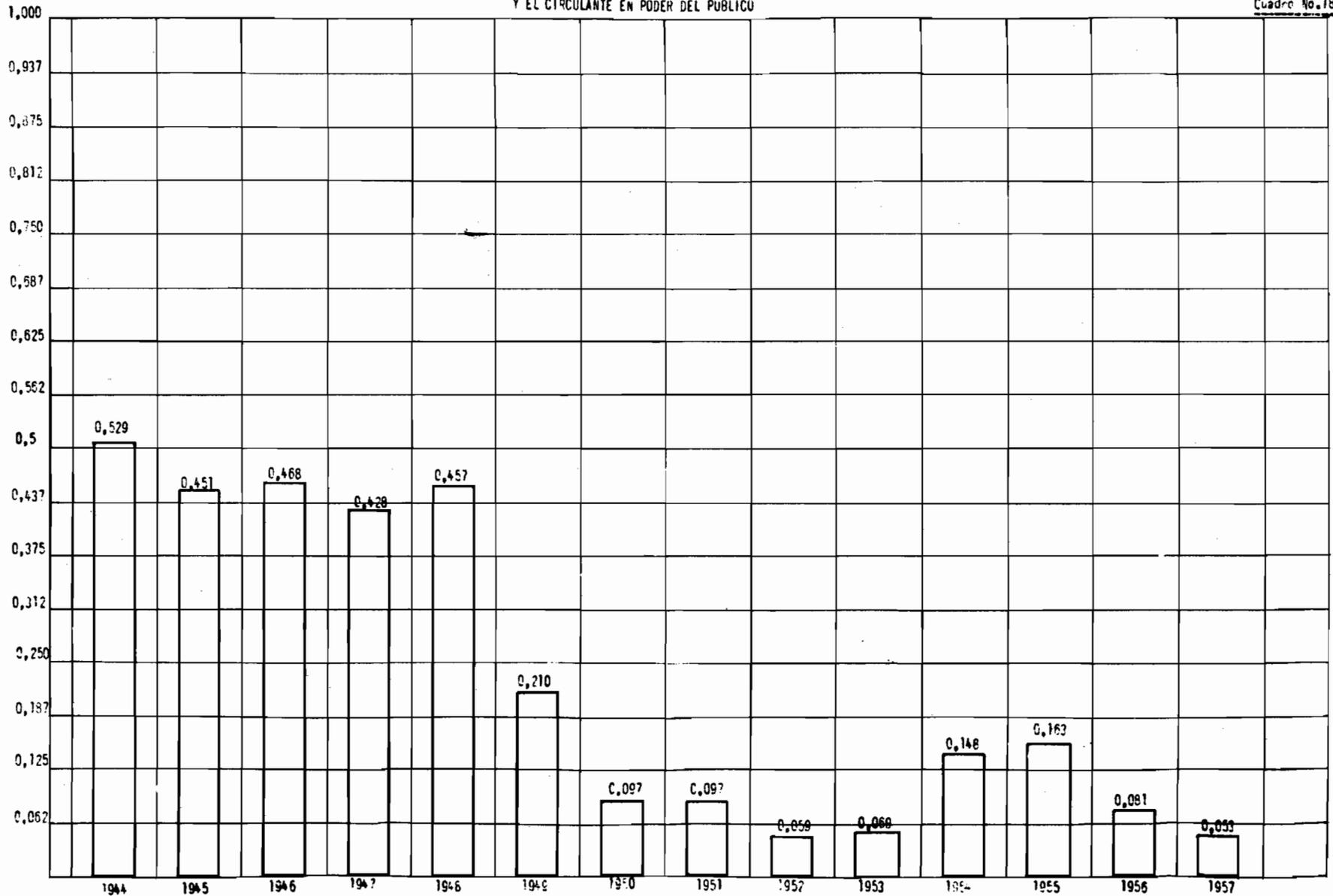
en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con los medios de pago en poder del público.-

Años	Valor efectivo (millones de \$)	Medios de pago del público (millones de \$)	Relación
1944	2.837,1	5.355.	0,529
1945	2.908,2	6.445.	0,451
1946	3.966,7	8.461.	0,468
1947	4.387,2	10.241.	0,428
1948	6.295,7	13.767.	0,457
1949	3.697,2	17.574.	0,210
1950	2.142,1	22.047.	0,097
1951	2.479,4	26.742.	0,097
1952	1.802,5	30.429.	0,059
1953	2.607,5	37.720.	0,069
1954	6.496,8	43.869.	0,148
1955	8.445,3	51.624.	0,163
1956	4.893,3	60.221.	0,081
1957	3.470,5	65.000.	0,053

Fuente: Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Cifras del Ministerio de Hacienda de la Nación.-

RELACION ENTRE EL MONTO OPERADO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES
Y EL CIRCULANTE EN PODER DEL PUBLICO

Cuadro No. 18



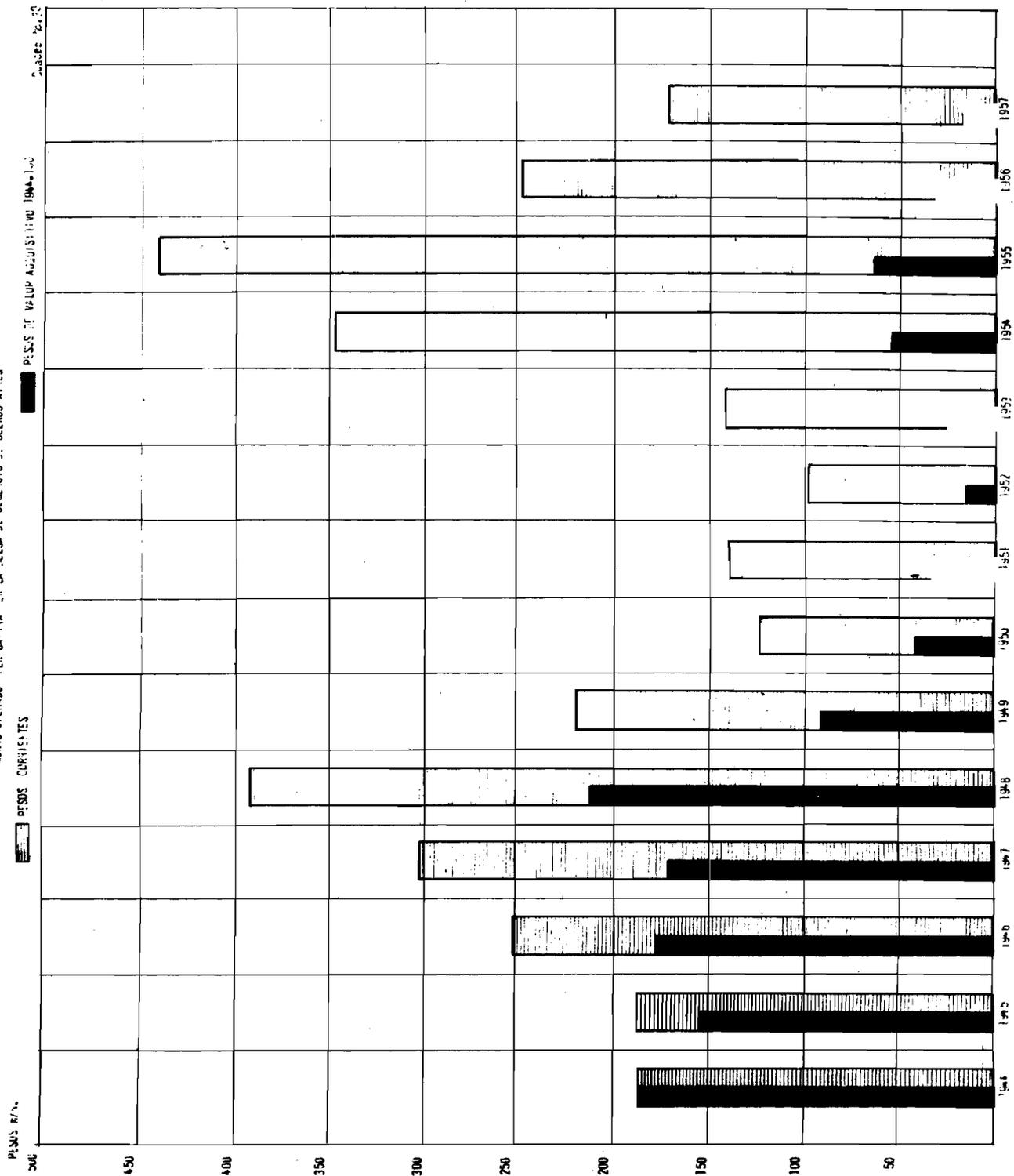
RELACION DEL MONTO OPERADO

en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con la población del país,
en pesos corrientes y pesos de valor adquisitivo 1944=100.-

Años	Población (millones de Habit)	Valor efectivo mill. de pes.corr.	Valor efectivo mill.de pes. 1944=100	Monto oper. por habit. pesos corr.	Monto operado por habit. pesos 1944=100
1944	15,129	2.837,1	2.837,1	187,52	187,52
1945	15.390	2.908,2	2.431,2	188,97	157,96
1946	15.653	3.966,7	2.816,3	253,41	179,93
1947	15.942	4.837,2	2.746,3	303,43	172,27
1948	16.306	6.295,7	3.481,5	386.-	213,50
1949	16.737	3.697,2	1.560,2	220,90	93,21
1950	17.188	2.142,1	719,7	124,62	41,87
1951	17.635	2.479,4	609,9	140,59	34,53
1952	18.040	1.802,5	319,4	99,91	17,70
1953	18.398	2.607,5	443,2	141,72	24,08
1954	18.748	6.496,8	1.065,4	346,51	56,83
1955	19.110	8.445,3	1.233,0	441,92	64,52
1956	19.685	4.893,3	642,8	248.-	32.-
1957	20.060	3.470,5	357,4	172.-	17,70

Fuente: Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Banco Central de la Rep.Arg.- Memoria 1957
Boletín estadística Nacional.-

IGUALDAD OPERADA "PER CAPITAN" EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BIENOS AIRES



I N D I C E

PARTE PRIMERA-Características y Funcionamiento

I - <u>Introducción</u>	Pag.	1
a)-Definición	Pag.	1
b)-Objeto	"	2
c)-Utilidad	"	4
II - <u>Antecedentes</u>	"	7
a)-Históricos	"	7
b)-Actuales	"	10
III - <u>Tipos de Sociedades</u>	"	12
a)-Fines para los que se constituyen	"	12
b)-Conformación del capital	"	14
c)-Política de Inversión	"	16
d)-Sociedades de capital fijo y variable	"	16
IV - <u>Constitución, Manejo y Funcionamiento</u>	"	21
a)-Formas de constitución	"	21
b)-Organismos directivos	"	22
c)-Organismos técnicos	"	26
d)-Organismos de supervisión y control	"	27
e)-Gastos de operación	"	29
f)-Utilidades, clases y tratamiento	"	30
V - <u>Sociedades de Capital Fijo</u>	"	33
a)-Características	"	33
b)-Política de inversión y distribución	"	37
c)-Emisiones, compra y venta de acciones	"	38
d)-Influencia de la especulación	"	39
VI - <u>Sociedades de Capital Variable</u>	"	41
a)-Características	"	41
b)-Emisión de acciones-Oblig. de rescate	"	44
c)-Fijación del valor de la acción	"	49
d)-Renta y ganancias de capital	"	51
e)-Política de inversión	"	52
f)-Balance, formación, valuación	"	58
VII - <u>Los Bancos y las Sociedades de Inversión</u>	"	60
a)-Generalidades	"	60
b)-Servicios como fideicomisarios	"	61
c)-Servicios como depositarios	"	61
d)-Servicios como emisores y agentes de rescate	"	62
e)-Servicios como agentes de pago de dividend.	"	62

PARTE SEGUNDA - Reglamentaciones Gubernativas y Estatutarias

VIII - <u>Regulaciones Gubernativas</u>	Pag.	64
a)-Procedencia	"	64
b)-Finalidad	"	66
c)-Conveniencias	"	69
El Investmente Company Act de 1940	"	70
Ley Española de sociedades de inversión	"	72
Ley Mejicana de sociedades de inversión	"	75
IX - <u>Reglamentación y Autolimitaciones de las so-</u>		
 <u>ciudades de Inversión</u>	"	79
a)-El estatuto	"	79
b)-El prospecto	"	80
c)-El convenio de fideicomiso	"	88
d)-Publicidad	"	90
<u>PARTE TERCERA</u> - Conveniencias de su legislación en nues-		
 <u>tro país.-</u>		
X - <u>Necesidad de su Reglamentación</u>	"	92
a)-En el orden jurídico	"	92
b)-En el orden económico	"	101
c)-En el orden impositivo	"	110
XI - <u>Ventajas de su funcionamiento</u>	"	112
a)-Para la economía del país	"	112
b)-Para los inversores	"	114
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	"	117
<u>CUADROS ESTADISTICOS</u>	"	120

PAUTA DE LOS CUADROS ESTADISTICOS

SERIES NUMERICAS

ACTIVO NETO de las Sociedades de Inversión en Estados Unidos de Norteamérica	Cuadro Nº	1
ACCIONISTAS de las Sociedades de Inversión en Estados Unidos de Norteamérica	" "	2
VARIACION DEL CAPITAL de las Sociedades de Inversión de Capital Fijo en Estados Unidos de Norteamérica	" "	5
VARIACION DEL CAPITAL de las Sociedades de Inversión de Capital Variable en Estados Unidos de Norteamérica..	" "	6
RETRIBUCION A LOS ACCIONISTAS de las Sociedades de Inversión de Capital Fijo en los Estados Unidos de Norteamérica.....	" "	8
RETRIBUCION A LOS ACCIONISTAS de las Sociedades de Inversión de Capital Variable en los Estados Unidos de Norteamérica	" "	9
PLANES PERIODICOS DE INVERSION de las Sociedades de Inversión de Capital Variable en los Est. Un. de N.A. ...	" "	10
INSTITUCIONES ACCIONISTAS de Sociedad de Inversión de Capital Variable en los Est. Unidos de N. A.	" "	11
INSTITUCIONES ACCIONISTAS de Sociedades de Inversión de Capital Fijo en los Estados Unidos de N.A.	" "	12
TOTAL OPERADO en la Bolsa de Comercio de Bs. As.	" "	13
RELACION DEL MONTO EFECTIVO OPERADO en la Bolsa de Comercio de Bs.As. con el valor adquisitivo del peso m/n.	" "	15
RELACION DEL MONTO EFECTIVO OPERADO en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con los medios de pago en poder del público	" "	17
RELACION DEL MONTO OPERADO en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con la población del país, en pesos corrientes y pesos de valor adquisitivo 1944-100	" "	19

G R A F I C O S

ACTIVO NETO de las Sociedades de Inversión Norteamericanas	" "	3
NUMERO DE ACCIONISTAS de las Sociedades de Inversión Norteamericanas	" "	4

///...

TASA ANUAL de RESCATE de las Sociedades de Inversión de Capital Variable en E.E.U.U. y tasa anual de cotización del conjunto de acciones cotizadas en el Mercado de valores de Nueva York	Cuadro Nº	7
MONTO OPERADO en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires-	"	" 14
AJUSTE DEL MONTO EFECTIVO OPERADO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES de acuerdo a la desvalorización monetaria	"	" 16
RELACION ENTRE EL MONTO OPERADO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES y el circulante en poder del público	"	" 18
MONTO OPERADO "PER CAPITA" en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires	"	" 20