



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



Contribución al estudio de los fondos de inversiones mobiliarias en la Argentina

Cobelas, Vicente Américo

1961

Cita APA: Cobelas, V. (1961). Contribución al estudio de los fondos de inversiones mobiliarias en la Argentina.

Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

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

DIRECTOR DE TESIS

Prof. Dr. HECTOR R. BERTORA

ORIGINAL

CONTRIBUCION AL ESTUDIO
DE LOS

FONDOS DE INVERSIONES MOBILIARIAS
EN LA ARGENTINA

TESIS PARA OPTAR AL TITULO DE DOCTOR EN CIENCIAS ECONOMICAS

PRESENTADA POR

VICENTE AMERICO COBELAS

ABREVIATURAS

- esq. previo.....: Esquema Previo al proyecto de Ley sobre Fondos Comunes de Inversión - Dec. P.E. N° 2333, del 7/3/1960, Impresión de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1960.
- proy.Comisión Hon.....: Anteproyecto de la mayoría de la Comisión Especial Honoraria designada e integrada por decretos 10025 y 16245/57.
- proy.Colegio Grad.....: Anteproyecto base del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas, conforme al dictamen de la Comisión Especial de esta Corporación, (nombrada por Resolución del 23/9/1959), aprobado por la A. C. D. en sesión del 11/4/1960.
- proy.Decreto 2333.....: Proyecto de la Comisión designada por Decreto N° 2333 del 7/3/1960, y elevado por el Poder Ejecutivo al H. Senado de la Nación el 10/6/1960.
- I.M.I.M.....: Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias.

PROLOGO

1.- Especialmente en el curso de estos tres últimos años se observa en nuestro país una corriente de opinión tendiente a la regulación legal de los denominados "Investment Trusts", con el doble objeto de eliminar el obstáculo de la superimposición que dificultaría su funcionamiento en condiciones económicas, y de proteger el interés del pequeño o mediano inversor.

La denominación mencionada es la usual en Europa para esta clase de entidades, y se indica como aclaración en la mayor parte de los títulos de las obras que se refieren a este tema, para orientar al lector sobre el tipo de organismo estudiado. Hasta hay autores que se oponen a una adaptación o cambio de denominación, fundándose en que ha sido impuesta por la costumbre y no hay motivos para sustituirla por otra.

Sin embargo se presta a confusiones, tanto por el sentido económico del segundo término de la expresión, como especialmente por su significado jurídico, que no puede aplicarse a cualquier tipo de instituciones de las consideradas, sin incurrir en una inexactitud de carácter técnico.

Se utiliza corrientemente en Inglaterra, por ser bajo la fórmula jurídica del "trust" que se constituyeron las primeras organizaciones, y subsiste en la actualidad, no obstante que la mayoría de éstos adoptaron la forma societaria. En uso en Estados Unidos hasta la promulgación de la "Investment Company Act" de 1940, fue sustituida por la expresión que emplea este cuerpo legal "Investment Companies", no obstante que involucra no solamente a los organismos constituidos como sociedad, sino a los que adoptan la forma de "trust". Por último, en los países del conti-

nente europeo, se aplica a organizaciones basadas en la noción jurídica de la copropiedad.

Por las razones expuestas, preferimos denominar a los organismos objeto de este estudio: "fondos de inversiones", que comprende a tales entidades cualquiera sea la forma jurídica adoptada para su constitución, y no da origen a confusiones como las ya señaladas.

De los fondos de inversiones conocidos, sólo consideraremos los dedicados a colocaciones mobiliarias, eliminando aquellas entidades con distinta especialización técnica, como las que se dedican en Suiza y países anglosajones a inversiones inmobiliarias, por lo que cuando en el curso del presente trabajo se hable de fondos de inversión, debe entenderse que nos referimos a los que colocan sus capitales en valores mobiliarios.

Además, si bien tendremos en cuenta los principios generales del sistema, nuestro análisis se centrará en especial en los denominados "fondos comunes de inversión", basados en el principio de la copropiedad, que son los únicos que hasta la fecha se constituyeron en nuestro país.

Durante el curso de este trabajo deberemos apelar contra nuestros deseos, a numerosas expresiones extranjeras, consagradas por el uso en una institución de carácter internacional como ésta, pero trataremos en lo posible de aclarar debidamente su equivalente en el sentido etimológico, jurídico o económico, en nuestro idioma, y utilizar esta última acepción.

2.- Las cualidades generalmente reconocidas de una inversión conveniente para el mediano o pequeño inversor son la segu-

ridad, rentabilidad, valorización (para compensar pérdidas en períodos de inestabilidad monetaria o más propiamente de inflación), liquidez (posibilidad de convertir la colocación, en dinero efectivo en forma rápida), y facilidad de administración.

Las inversiones mobiliarias poseen varias de esas cualidades, pero para que los valores adquiridos las reúnan son necesarias varias condiciones fuera del alcance del inversor modesto o de medianos recursos: concentración de capitales proporcionada a la importancia del mercado financiero, que permite la limitación de los riesgos inherentes a tales inversiones por su diversificación efectiva y real, y reducción del costo de los gastos administrativos; y una gestión técnica y prudente para la que se requieren amplios conocimientos teórico-prácticos en todas las ramas de la actividad económica.

Por otro lado, las necesidades siempre crecientes de disponibilidades de crédito a largo y mediano plazo, para cubrir las exigencias de la actividad industrial, obligan a buscar nuevos medios de financiación, recurriendo al ahorro privado, por insuficiencia del crédito bancario para satisfacer aquellas necesidades.

Se señalan también como ventajas de estos organismos, que son factores de equilibrio y regularización del mercado bursátil, pues como operan generalmente a largo plazo, compensan los efectos de la especulación a corto plazo, amortiguando las oscilaciones por colocación de sus disponibilidades en períodos de baja de precios, y por prudentes ventas para consolidar la cartera, en épocas de alza. Además estimulan el mercado de valores, incorporando capitales de personas no habituadas a operar con valores

mobiliarios, y liberando en tal forma fondos que actúan en bolsa, para financiar empresas nuevas con buenas perspectivas futuras. Se les critica que pueden bloquear gran cantidad de valores de primer orden, restringiendo las transacciones bursátiles, lo que no ha sido confirmado en la práctica, pues sería necesaria la acción conjunta de circunstancias excepcionales; además las adquisiciones de los fondos de inversión están limitadas legal, estatutaria o contractualmente, a ciertos porcentajes; no todos los fondos siguen la misma política de inversiones; y la importancia de tales adquisiciones aun en los países donde alcanzaron mayor grado de desarrollo estas entidades, no representa un porcentaje relativamente elevado del monto total de operaciones. Otra objeción es la que les atribuye el interponerse como un intermediario oneroso e inútil entre el inversor y las empresas emisoras, no produciendo nuevas riquezas; en realidad, estos fondos prestan un "servicio" como los bancos, compañías de seguros y otras organizaciones; el aportante obtiene la máxima seguridad de su inversión compatible con el rendimiento esperado, obtenida mediante los estudios técnicos del fondo, en pago de la cual abona los gastos de gestión; y por otra parte, las empresas pueden acudir a una fuente de capitales a la que no hubieran tenido acceso en forma directa.

De ahí las ventajas de los fondos de inversiones mobiliarias como cooperadores entre el ahorro en busca de colocación y las empresas necesitadas de capitales para su expansión y financiamiento (únicamente indirecto por intermedio de la bolsa), y que justifican el desarrollo que han tenido en otros países, y el

interés que han despertado en el nuestro.

3.- Es nuestro propósito al encarar el presente estudio, exponer en forma clara y sencilla la experiencia extranjera y argentina en esta materia, para de acuerdo con sus lecciones y la legislación comparada, tratar de establecer las condiciones económico-financieras y jurídicas en que han de desenvolver su acción, para que ésta sea beneficiosa para los inversores por una sana orientación del ahorro; para las empresas productoras al allegarles capitales para su evolución; y en definitiva, para la colectividad en general.

No queremos concluir estas líneas sin manifestar nuestro agradecimiento a los Profesores de nuestra Facultad; al Director Titular de la Tesis, Prof. Dr. Héctor R. Bértora por su orientación y valioso consejo; y a todos los funcionarios de reparticiones oficiales, entidades privadas, y otras personas que con su colaboración han hecho posible este trabajo.

- - o O o - -

En el capítulo primero (sección A), se estudian en primer término las definiciones más conocidas y que mejor se adaptan a los fines del presente trabajo; los criterios operativos fundamentales de estas organizaciones; sus diferencias con otros tipos de entidades cuya actividad principal o secundaria es la gestión de una cartera de valores mobiliarios; y por último, se propone una definición propia adecuada para caracterizar a los fondos de inversiones mobiliarias, independientemente de su forma jurídica. En el segundo punto de esta sección se consideran las distintas clasificaciones de los fondos, de conformidad con diversos criterios generales, señalándose las ventajas e inconvenientes de cada tipo de organismo; y se concluye agrupándolos en un cuadro de clasificación general -adoptando los dos criterios principales de diferenciación: forma legal o contractual; y gestión de la cartera de valores, de tipo rígida, semi-rígida, y libre o flexible- indicando además la denominación corriente de cada tipo de fondo considerado, según la costumbre o la legislación, en el país donde se ha difundido con mayor amplitud.

Se pasa luego a estudiar en el primer punto de la sección B, el origen de la institución y qué entidades pueden considerarse como precursoras de las actuales; y en el punto siguiente, cómo han desenvuelto su acción los fondos de inversiones mobiliarias; las causas de su progreso; períodos de crisis del sistema y sus motivos; tipos de fondos más difundidos; legislación vigente en la materia; y un resumen de la situación actual e importancia comparativa de estas organizaciones, en los distintos

países.

El capítulo segundo se subdivide en dos secciones, consi
derándose en la sección A, en primer lugar, las dos formas princi
pales que pueden adoptar los fondos de inversiones mobiliarias de
capital variable, o abiertos (open-end), o sea la forma legal y
la contractual; un rápido esbozo de la fórmula jurídica del
"trust"; su aplicación a esta clase de organismos en los países
de derecho angloamericano; y su comparación con la forma societa-
ria. Se examina luego en el segundo punto de dicha sección, cómo
se adaptó la forma externa de las entidades constituídas sobre la
base de aquella fórmula, en los países de Europa continental, pa-
ra lograr bajo distinto ordenamiento jurídico, los mismos resultata
dos desde el punto de vista de la posibilidad de la emisión contini
ua de certificados de participación y su rescate; y obviar el in
conveniente de la doble imposición fiscal; particularizándose es-
pecialmente con los fondos comunes suizos que fueron los precurso
res en tal sentido, y señalándose luego las diferencias existen-
tes con los de los demás países europeos, que tomaron como modelo
a aquéllos.

Procedemos a continuación a estudiar la experiencia ar-
gentina en la materia, dedicando el primer punto de la sección B,
a analizar la organización, estructura y funcionamiento de las
cuentas especiales para participación en valores mobiliarios del
I.M.I.M., señalando las diferencias y analogías con las entidades
en estudio, y la acción desarrollada desde la implantación del
sistema hasta la fecha. El segundo punto de esta sección se refie
re a la incipiente experiencia de los fondos comunes de inversio-

nes en nuestro país, estudiándose los antecedentes aplicables en materia de fiscalización oficial; comparándose las disposiciones fundamentales de los reglamentos de gestión de los fondos existentes; su forma de operar; y grado de difusión alcanzado hasta el presente.

En el capítulo tercero se agrupan por principales conceptos, las normas económico-financieras y jurídicas que -teniendo en cuenta la evolución y experiencia recogida de la actividad de estos organismos en los países donde es mayor su desarrollo, la opinión de los autores que se ocuparon de estas cuestiones, la legislación comparada, y los antecedentes en nuestro país, de otras empresas que recurren al concurso del ahorro público - son necesarias a nuestro juicio para asegurar la protección de los derechos del pequeño y mediano inversor, y el desenvolvimiento sin inconvenientes, de estas entidades. En cada uno de los puntos en que se divide el capítulo, y a continuación de las normas referidas, se analizan las disposiciones previstas en los proyectos argentinos de regulación legal de estas organizaciones, sus concordancias y divergencias, y cuáles son las más adecuadas para conformarse a las premisas señaladas en cada apartado precedente.

Por último, en las conclusiones se recapitulan los resultados del estudio, tratando de establecer cuál es el tipo de fondo más adecuado para nuestras necesidades (de capital fijo o variable); las distintas soluciones dentro de nuestro ordenamiento jurídico y sus inconvenientes; posibilidad del desarrollo de estos organismos en nuestro país y necesidad de su regulación le

gal; determinar la conveniencia de estructurar estas actividades sobre la base de sociedades de capital variable o de fondos comunes de inversión constituídos bajo la fórmula del condominio; y finalmente, las previsiones fundamentales que a nuestro entender, debe contemplar la ley especial reguladora de estas entidades.

- - o O o - -

CAPITULO PRIMERO

Antecedentes Extranjeros y Tipos de Fondos de
Inversiones Mobiliarias

- - o O o - -

S E C C I O N A

- 1- Definiciones
- 2- Clasificación

- - o O o - -

Las definiciones más conocidas son de carácter más bien descriptivo (lo que atribuimos a su primitiva formulación anglosajona) y como muy bien observa BARRETO FILHO (1), deben considerarse como meros conceptos, pues no guardan las leyes de la lógica, describiendo la institución definida por los atributos secundarios; no hacen entrar en la definición la idea principal; o definen a aquélla por oposición a la contraria.

Para ROBINSON (2) el "Investment Trust" es un organismo (puede ser una corporación, un "common law trust", un "trust fund" establecido bajo condiciones contractuales, o un "investment fund" constituido sin formalidades especiales), gracias al cual los fondos recogidos de diferentes participantes, se invierten en la adquisición de distintos valores (mobiliarios), seleccionados conforme al principio de la distribución de riesgos, de tal modo que la seguridad y razonable rendimiento de los capitales reunidos, quedan alcanzados por la diversidad de inversiones, sin que éstas impliquen responsabilidades de control, financiación, dirección o intereses especiales, que a veces están ligadas a estas inversiones".

Esta extensa definición está además complementada en cada frase con aclaraciones de carácter secundario, del tipo de la empleada al principio para determinar el sentido del tér-

(1) Oscar Barreto Filho, "Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos ("Investment Trusts") ed. Max Limonad, São Paulo, 1956, p. 55.

(2) Leland Rex Robinson, "Investment Trust Organization and Management", ed. The Ronald Press Co., New York, 1929, p. 13.

mino "agency", traducido por nosotros como organismo.

No difieren de ésta en sus elementos esenciales, las definiciones de LANDER Y STEINER (citado por ARGENZIANO) (1).

MOULTON (2) lo define como un "organismo que se dedica a la compra y venta en común, de valores con destino al grupo de los inversores asociados. Reune fondos por la venta de sus propios valores, los que pueden ser acciones u obligaciones, e invierte estos fondos en la compra de valores de otras sociedades, o de títulos públicos, tanto nacionales como extranjeros".

En el "Financial Handbook" (3) se glosa en realidad la definición de Robinson, despojándola de las aclaraciones a que nos hemos referido.

La Investment Company Act de 1940 dedica la sección 3, con veintiún párrafos, a la determinación de qué se entiende por "Investment Company", y cuáles son las emisoras, entidades o personas no comprendidas en tal acepción.

Según LIBONATI (4) el "Investment Trust" es un organismo financiero que, a través de la emisión de sus propios títulos, reúne el capital de varias personas y les asegura la gestión lucrativa de una cartera invertida en títulos de crédito u otros

(1) Riccardo Argenziano, "L' "Investment Trust". Aspetti caratteristici della gestione degli Investimenti Mobiliari", ed. Dott. Giuffrè, Milano, 1952, p.27.

(2) Harold G. Moulton, "La Organización Financiera y el Sistema económico", (Trad. Miguel de Hernani), Editorial Sudamericana, Buenos Aires, 1944, s/ed. Mc. Graw Hill Book Co., 1938, p.244.

(3) "Financial Handbook", Robert H. Montgomery, Second Edition, The Ronald Press Co., New York, 1937, p.1225.

(4) Berardino Libonati, "Holding e Investment Trust", Ed. Dott. A. Giuffrè, Milano, 1959, p. 459.

bienes".

Por su parte, ARGENZIANO (1) define al "Investment Trust" como la "empresa que opera con los capitales recogidos de una gran masa de ahorradores individuales, en inversiones en aquellos títulos de crédito generalmente adoptados para la financiación a largo plazo, con el fin de evitar el correlativo riesgo económico, ejercitando una vigilancia permanente sobre la selección de las empresas así financiadas, y operando en la escala más vasta posible, una consciente diversificación de inversiones".

Para GAEL FAIN (2), por "institución de inversión debe entenderse una organización financiera cuyo objeto exclusivo (o al menos esencial), consiste en adquirir y administrar, por cuenta de sus asociados o de las personas que aportan sus capitales, una cartera de valores mobiliarios, aplicando los principios de la división y de la limitación de riesgos y eliminando o reduciendo al mínimo, todas las operaciones de carácter especulativo o exageradamente aleatorio".

Opina MOLLET (cit. por Servien) que se trata de una entidad que invierte en títulos los recursos de varios inversores, y los administra como fiduciaria, para mantener el valor del capital y obtener un rendimiento, sin ejercer influencia en las entidades emisoras. NEUHAS (cit. por Libonati), agrega el principio de la distribución de riesgos, omitido por el primero.

(1) Argenziano, ob. cit., p. 25.

(2) Gaël Fain, "Investment Trusts", Investment Companies et Sociétés d'Investissement", Rev. "Banque", Paris, N° 30 Diciembre 1948, p. 756.

BARRETO FILHO (1) define a la sociedad de inversión excluyendo los medios de acción, (como por ejemplo la sustitución de títulos) que son comunes a las sociedades financieras, género próximo a definir; y la caracteriza por la finalidad interna de la sociedad (limitación de riesgos por la diversificación de inversiones): "Es la que tiene por objeto la aplicación de los fondos sociales a la compra de valores mobiliarios, seleccionados de acuerdo con los criterios de limitación de riesgos financieros, para distribuir entre los socios los dividendos y beneficios provenientes de su gestión"

SENN (2) propone una definición amplia y de carácter descriptivo, la que adopta con escasas modificaciones SERVIEN (3): "Un fondo de inversión es un organismo financiero que, por medio de la emisión de sus propios títulos, concentra los capitales de numerosas personas en vista de asegurarles -en condiciones financieras y técnicas superiores a las de una gestión directa- seguridad y rendimiento, por su empleo en valores mobiliarios, siguiendo una política de división y limitación de riesgos, excluyente de propósitos de especulación, financiación o control de empresas".

(1) Barreto Filho, ob. cit., p. 56.

(2) Jean-Patrice Senn, "Les Sociétés d'Investissement en Droit Français et Comparé", ed. Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, R. Pichon et R. Durand Auzias, Paris, 1958, ps. 2/3.

(3) Louis M. Servien, "Les Fonds de Placement Collectif en Suisse", ed. H. Jaumin S.A., Lausanne, 1958, p. 11.

En el proyecto de ley elevado al Poder Ejecutivo en 1956 por la Comisión de Estudios de Sociedades de Inversión de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se expresa que las "investment trusts (sociedades de inversión) son instituciones financieras constituídas en sociedades que tienen por finalidad la gestión de carteras de valores mobiliarios, mediante emisión 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". Una descripción similar se reproduce con pequeñas diferencias en los anteproyectos de la Comisión Especial Honoraria designada e integrada por decretos números 10.025 y 16.245/57, y de la Comisión Especial del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas (11 de abril de 1960).

En la definición de Senn se observa la enunciación de los criterios operativos de tales organizaciones, a saber:

- a) Concentración de capitales de numerosos inversores;
- b) Gestión y supervisión de las inversiones por especialistas, que suplen con ventajas de orden técnico la administración directa del pequeño y mediano inversor;
- c) Empleo de los fondos siguiendo una política de división de riesgos (que conduce a la limitación de éstos al máximo compatible con las condiciones de la coyuntura económica), sólo posible mediante la unión de los dos factores precedentemente enunciados (a y b).

La circunstancia de interponerse el fondo de inversión entre los adherentes y las entidades emisoras de los valores ad-

quiridos por aquél, ha hecho pensar que su actividad es la de "intermediario" entre los adherentes y las empresas así financiadas (v.gr.: Senn, ob. cit., Esq. previo, etc.), pero preferimos utilizar más precisamente la frase "cooperador del inversor en la colocación de su capital" (1), ya que el fondo en realidad es intermediario únicamente entre la oferta y la demanda de capitales por el medio indirecto de la bolsa, y sólo se sustituye al inversor ocupando su lugar como accionista, excluyéndose por definición otros propósitos (control, dirección, etc.). Tal concepto de la función de intermediario o cooperador que desempeña el fondo de inversión, es el fundamento de uno de los requisitos esenciales para posibilitar su desenvolvimiento económico: la eliminación de cargas fiscales que supongan una doble imposición.

La participación en otras empresas obliga a recurrir al proceso de la "sustitución de títulos", ya que los emitidos por el fondo de inversión se sustituyen a los de las entidades emisoras que integran el activo de aquél, constituyendo para el adherente una inversión única indirecta.

La limitación de riesgos (consecuencia de una correcta diversificación de inversiones) es uno de los principios fundamentales de los fondos de inversión y que sirve para su caracterización. Siguiendo la terminología corriente en los autores europeos, la división de riesgos (que conduce a la limitación de éstos), puede presentarse bajo cuatro aspectos diferentes:

- 1) Aspecto económico, que presupone diversificación

(1) Libonati, ob. cit., p. 463 y nota 8.

de inversiones entre los distintos sectores de la actividad económica (industrias metalúrgicas, textiles, etc.), y dentro de éstos, en las diversas empresas que operan en cada sector;

2) Aspecto financiero, atendiendo a la distribución de los recursos del fondo en múltiples participaciones que abarquen una variedad de valores de diferentes empresas, ya sean privadas o estatales; de títulos públicos, etc.;

3) Aspecto jurídico, cuando la cartera se compone de títulos de renta fija y de dividendos variables (acciones ordinarias y preferidas, obligaciones, títulos públicos, etc.); y

4) Aspecto geográfico, que implica inversiones en empresas de distintas zonas económicas de un país, y de distintos países.

Como dice DE RAVEL (1), podría objetarse que la dispersión de riesgos puede llevar a la compensación de éstos en forma tal que se equilibren los buenos y los malos, volviéndose de tal manera al punto de partida, pero debe recordarse que la selección practicada por un equipo especializado, disminuye al máximo la posibilidad de tomar de los segundos, eliminando dentro de ciertos límites, la parte de azar implícita en estas inversiones.

Esta característica de compensación de riesgos ha llevado a algunos autores a comparar los fondos de inversión con las compañías aseguradoras, llegándose a afirmar que son sociedades de seguros contra los riesgos financieros o bursátiles, lo que no

(1) Robert Rolland De Ravel, "Les Sociétés d'Investissement-Etude Juridique, Economique et Financière", ed. Sirey, Paris, 1959, ps. 18/9.

es del todo exacto si se piensa que el seguro está basado en la ley de los grandes números y en la imposibilidad de la generalización de los siniestros, o sea el principio de la independencia de los acontecimientos inciertos. Por motivos de orden práctico, la cantidad de distintos valores que puede adquirir un fondo de inversión, no logra alcanzar una magnitud que haga posible el funcionamiento de la ley de los grandes números; y por su parte, como las cotizaciones de valores mobiliarios están unidas solidariamente por movimientos generales de gran amplitud, la compensación de estos riesgos por el mecanismo del seguro, sería irrealizable, como en cualquier evento de riesgos de carácter general, como una guerra, huelga, etc. (LUTFALLA G., cit. por SENN (1)).

Asimismo la exclusión de los propósitos de especulación, financiación o control, de la política de inversión que deben desarrollar estos fondos (a que se refiere la parte final de la definición del autor últimamente citado), ha servido en doctrina para distinguir a éstos de los demás organismos financieros cuya actividad principal es igualmente la de gestión de una cartera de valores mobiliarios. Esta distinción, por otra parte, es muy difícil de precisar en la práctica, dada la gran variedad de formas intermedias.

La ausencia de finalidades de especulación los diferencia de las "trading companies", sociedades que también operan sobre la base de riesgos divididos, pero que aprovechan los movimientos de cotizaciones a corto o largo plazo, sin tomar en

(1) Senn, ob. cit., p. 7.

consideración los dividendos, política inconciliable con la seguridad y rendimiento estable que el inversor espera del fondo.

Difieren de las sociedades financieras en que éstas se organizan para promover y financiar nuevas empresas, por cuyo motivo tales operaciones implican un factor de especulación sobre las posibilidades futuras de los negocios a que se dirige su actividad, y además no observan (por lo menos necesariamente), el principio de la división y limitación de los riesgos.

Se funda generalmente en la ausencia de propósitos de control, la diferenciación entre los fondos de inversiones mobiliarias y las "holding companies", pero cabe advertir que no siendo indispensable para los fines de estas últimas, detentar el control de las empresas emisoras (debiendo considerarse asimismo los fenómenos del llamado "control minoritario"(1), el criterio de la división y limitación de riesgos permite distinguirlas con mayor claridad, ya que las inversiones del "holding" se circunscriben a un grupo determinado de entidades afiliadas.

También existen sociedades que poseen carteras importantes de valores, y que pueden administrarlas siguiendo el principio de la división y limitación de riesgos, pero en las que tal actividad es accesoria o consecuencia de la principal, por lo que no existe confusión posible con las entidades en estudio (por ejemplo compañías de seguros, y de ahorro y capitalización).

En otro orden de ideas, debemos hacer notar que no puede haber confusión alguna entre los fondos de inversiones mobiliarias

(1) Ver especialmente Libonati, ob. cit.

rias y las denominadas en nuestro país "empresas de inversión" (1), que en realidad son únicamente "empresas intermediarias de dinero".

Estas empresas recurren al concurso del público (en general pequeño inversor) para reunir capitales que emplean en distintas operaciones (préstamos, compra de inmuebles, participaciones en negocios, financiación de industrias, etc.), abonando al inversor un interés fijo, y reservándose el libre manejo de los capitales confiados a su gestión. Esta organización y funciones no se ajustan bajo ningún concepto a las ya señaladas para los fondos de inversión, limitándose todo a una simple similitud de denominación.

Las definiciones transcriptas prueban la dificultad (diríamos imposibilidad), de determinar con precisión las características esenciales de esta clase de empresas, que permitan distinguirlas de las demás de tipo financiero, sin recurrir a los elementos secundarios, ni proceder por eliminación de los diferentes propósitos que persiguen estas últimas.

Tratando de salvar, aunque sea en parte, las objeciones formuladas al comenzar este punto, refiriéndonos por exclusión únicamente a las operaciones de carácter especulativo (para precisar la diferenciación con las demás entidades financieras); y procurando que se adapte a cualquier tipo de fondo de inversiones mobiliarias, con independencia de su forma jurídica, (ya sean de ti

(1) F. Mario Moroni, "Las Denominadas Empresas de Inversiones Frente al Ahorro Popular", La Prensa, Buenos Aires, 1º de Abril de 1958.

po legal o contractual), propondremos la siguiente definición:

Los fondos de inversiones mobiliarias son organizaciones que tienen por objeto la formación de una cartera de títulos con los capitales que aportan los participantes, aplicando un criterio racional de limitación de riesgos, excluyente de todo propósito de especulación, para distribuir entre aquéllos, las utilidades que eventualmente se obtengan de la gestión de dicha cartera.

- - o O o - -

Los autores encaran la clasificación de los fondos de inversiones mobiliarias desde distintos puntos de vista, como puede observarse en la de ROBINSON (ob. cit. pág. 32); del Keane's Manual of Investment Trusts (1); MOULTON (2); SERVIEN (3); SENN (4); etc.; pero considerando que debe abarcar a toda clase de entidades de inversión - con independencia de que adopten la forma societaria (tipo legal o estatutario); o de "trust" en su formulación angloamericana o en transposiciones de éste adecuadas al ordenamiento jurídico de países que no admiten esta institución (tipo convencional o contractual)- estimamos que la división más importante debe atender a su estructura jurídica: de capital variable, también denominados de capital "indeterminado", "abierto", "con puerta de salida", "open end" o de "auto-liquidación"; y de capital fijo, "determinado", "cerrado" o "sin puerta de salida" (closed end).

La estructura de los fondos de inversión de capital variable permite la emisión sucesiva de las acciones (tipo legal), o de certificados de participación (tipo convencional), de acuerdo con la demanda de los inversores, pudiendo éstos asimismo, solicitar en cualquier momento el reembolso de sus títulos, determinándose el valor de emisión o de rescate, de acuerdo con el precio de cotización de los valores en cartera, al día de la operación. Obsérvese que estas dos condiciones deben darse conjunta-

(1) Financial Handbook, ps. 1225 y ss.

(2) Ob. cit., ps. 244 y ss.

(3) Ob. cit., p. 57.

(4) Ob. cit., p. 49.

mente, pues al limitarse sólo a la facultad de realizar nuevas emisiones, se le quitaría al sistema la necesaria flexibilidad que le permite ajustarse a los pedidos de rescate.

Esta segunda posibilidad constituye la característica esencial de este tipo de fondos, pues permite al suscriptor el retiro de su inversión en un término breve (en Estados Unidos, a pesar de preverse en la Investment Company Act - sección 22, ap. e) - un plazo facultativo de hasta siete días desde la fecha del pedido, el reembolso se practica generalmente a la vista), lo que acuerda a esta inversión un alto grado de liquidez, el que constituye uno de los principales alicientes para el inversor. Además, éste tiene la seguridad de percibir por tal medio, el valor real de su participación (obtenido mediante el cálculo de la cartera del fondo, a las cotizaciones del día, de los títulos que la integran); y no está expuesto a las fluctuaciones de la oferta y la demanda, y a la influencia externa de los factores generales sobre el nivel de precios del mercado bursátil. Teóricamente podría obtenerse una diferencia positiva con respecto al valor real ("premium"), pero en la práctica se ha observado que por lo general, la diferencia es de signo negativo ("discount"), lo que llama la atención si se piensa que el valor de la cartera a los precios del día es el principal elemento que debe tenerse en cuenta para determinar la cotización de las cuotas del fondo; y que el valor de liquidación de éste no difiere de su valor de empresa en marcha, como ocurre tratándose de establecimientos industriales o comerciales. Se explica tal diferencia en sentido negativo, por la influencia del peso del servicio de intereses fijos

de las acciones preferidas, obligaciones, etc., en los fondos de tipo "leverage"; o por la política de limitar la distribución de beneficios a los participantes, con el correlativo refuerzo de las reservas con la parte no distribuída (caso de los "investment trusts" ingleses); y se propugna como medida para contrarrestar ese "descuento", la publicación frecuente del valor real del título de conformidad con su capitalización bursátil (1).

En cuanto a la facultad de nuevas emisiones se perciben sus ventajas en forma más amplia, cuando las actividades del fondo de inversión están en período de desarrollo, pues el capital se adapta al curso de los negocios, pudiendo alcanzar rápidamente su dimensión económica adecuada.

Por otra parte, al organizar este tipo de entidades su propio mercado de títulos, atrae al inversor poco familiarizado con las transacciones bursátiles, cumpliéndose así uno de los objetivos fundamentales de estos fondos de inversiones, que es el de promover la movilización del ahorro ocioso, contribuyendo así a ensanchar el mercado bursátil.

Existen fondos de capital variable constituídos bajo la forma de "trust", o similares, que fijan un límite a la emisión de nuevas participaciones, cerrándose el fondo una vez logrado éste; luego puede reabrirse (reopened) admitiendo nuevos suscriptores, y posteriormente cerrarse nuevamente conforme a las disposiciones contractuales; todo ello, sin perder su carácter de fondo "abierto".

(1) Senn, ob. cit., ps. 178/9.

En el caso de fondos de inversión de capital fijo, éste permanece invariable (o por lo menos sujeto a formalidades legales o estatutarias que no permiten la elasticidad suficiente para efectuar las operaciones sucesivas y en todo momento, de emisión y rescate), debiendo los tenedores de las acciones emitidas recurrir a su realización en Bolsa, con los inconvenientes ya expuestos.

Debemos señalar que tanto en la doctrina como en la práctica, se admiten uniformemente las ventajas que presentan los fondos de inversiones mobiliarias de capital variable, que alcanzaron un extraordinario desarrollo especialmente en Estados Unidos y Suiza, conservando los de capital fijo cierta preeminencia sólo en Inglaterra.

Otra gran división de los fondos de inversiones mobiliarias, ya sean de capital fijo o variable, de tipo legal o convencional, ha sido formulada por los autores atendiendo a la mayor o menor amplitud de los poderes de administración de la cartera de títulos: fondos "general management" o de gestión libre, en los que se deja amplia libertad a los administradores para seleccionar los valores que integran la cartera; y fondos "fixed", o sea aquellos en que la composición de la cartera es rígida o fija: se determina su estructura en el momento de la constitución del fondo, y luego permanece immutable, salvo raras excepciones previstas también en el contrato, como en los casos de que un título determinado no produzca dividendos; si éstos no sobrepasan un valor medio ya previsto durante varios ejercicios consecutivos, etc.

Como hace notar BARRETO FILHO (1), el fondo "managed" o de gestión libre, es bastante raro en su forma pura, pues se establece siempre algún género de limitaciones a dicha gestión, ya sea la exigencia de la antigüedad de la empresa emisora; de haber distribuido ésta dividendos durante un número determinado de ejercicios; la fijación de porcentajes máximos de diversificación de inversiones, etc. Aún la sola exigencia de adquirir títulos cotizados en bolsa, importa cierta restricción a la libertad de gestión de la cartera. A los fondos de inversión que prevén cualquier clase de restricciones en cuanto a la administración de la cartera, los denomina este autor, de "gestión limitada" (limited management) o "semi-fijos".

Sin embargo, y siguiendo una corriente más general en la materia, incluiremos a éstos en los del tipo "managed" o de gestión libre, distinguiendo la forma intermedia como fondos "semi-fixed" o "semi-flexibles", cuya diferencia esencial con los de gestión rígida ("fixed"), consiste en la posibilidad de la sustitución de los valores indicados en la lista principal, por otros de una lista secundaria. Una idea de la confusión existente sobre este punto la da el hecho de que ARGENZIANO denomina "flexible investment trusts", a los "semi-fixed", y cita como ejemplo al fondo suizo AMCA (2), que para otros autores (con quienes coincidimos), es del tipo "managed" (con ciertas restricciones contractuales). Estos tipos intermedios de fondos de inversión son difí-

(1) Ob. cit., p. 93, y siguiendo a JANIN, JOUBERT Y SCHWOB.

(2) Argenziano, ob. cit., p. 101 y nota 5.

ciles de definir, por los distintos grados que admiten en la gestión, empleándose estos términos en la práctica, conforme a las designaciones más o menos arbitrarias de los promotores del fondo.

La concepción de los fondos del tipo de cartera rígida ("fixed"), se apoya en la teoría de que la inversión permanente en determinados títulos, resulta beneficiosa a largo plazo y que se ha revelado independiente de los cambios industriales o financieros. Tienen a su favor la ventaja de que los valores en cartera son perfectamente conocidos por el suscriptor, y su objeto es eliminar el azar en la elección de aquéllos, no permitiendo el discrecionalismo en la gestión de la cartera por los administradores. Su principal desventaja reside en el hecho de que la dirección no puede adaptar la composición de la cartera a las condiciones cambiantes del mercado. Además, como los especuladores conocen las condiciones requeridas por el contrato para la venta de títulos que no producen dividendo alguno, o que no alcanzan la media preestablecida durante determinado número de ejercicios, venden también esos mismos títulos, provocando bajas anormales en estos papeles, que redundan en perjuicio de los suscriptores del fondo.

También atendiendo a su política de inversión pero teniendo en cuenta el criterio seguido para la división de los riesgos, se clasifican en "generales", cuya cartera se compone de valores de renta fija y dividendos variables (acciones ordinarias, preferidas, obligaciones, etc.), lo que implicaría una correcta distribución en el aspecto jurídico; en valores representativos

de todas las ramas de la producción (división económica); en valores nacionales y extranjeros (aspecto geográfico); en diversidad de valores de empresas privadas y estatales, títulos nacionales, etc. (división financiera de riesgos); pudiendo abarcar uno, todos, o algunos de estos aspectos.

Por el contrario, "especializados" son aquéllos que limitan su gestión a una sola clase de valores; ya sean de un país determinado, títulos de renta fija, inversiones en un sector dado de la industria, etc.; y se fundan en el principio de que el participante en estos fondos, diversifica su inversión por sí mismo, distribuyéndola entre varios fondos seleccionados conforme a sus preferencias, delegando en éstos y en una segunda etapa, la división de riesgos correspondiente a cada aspecto en que se especializan. Estos fondos operan de acuerdo con la presunción de que ciertas esferas de la actividad económica ofrecen más seguridad de buenos rendimientos que otras, especialmente si la administración del fondo está a cargo de dirigentes con experiencia en dichos sectores (por ejemplo en bancos, aviación, industrias petroquímicas, etc.) Ofrecen como principal inconveniente que si aprovechan la fluctuación a corto plazo de un sector determinado, en caso de llegarse a la sobrecapitalización de éste, con rendimiento decreciente de la inversión marginal, puede producirse un retroceso violento en el mercado de esos valores, ocasionando serias dificultades financieras al fondo que no tiene distribuídas sus inversiones en otros sectores económicos, para permitir una adecuada compensación de rentabilidad.

Hay autores que opinan que el tipo de fondos especializados

en una rama determinada de la economía, puede tener gran importancia para la financiación y desarrollo de nuevas industrias; pero debe hacerse la salvedad de que por definición, tal propósito está excluido de los fines del fondo, además de implicar un carácter especulativo, que debe rechazarse por igual razón.

Finalmente, debemos mencionar otro criterio de clasificación basado en la distinta composición de los ingresos cuya distribución autoriza el contrato; si se reparten todos los ingresos, cualquiera sea su origen (dividendos de otras empresas, beneficios por compraventa de títulos, venta de derechos de suscripción, etc.), estamos en presencia de un fondo "distributive"; si en cambio reemplazan en valores mobiliarios las utilidades consideradas como ahorro recuperado, se denominan fondos "cumulative". Los fondos del tipo de gestión rígida (fixed"), pertenecen a la primera categoría indicada, pues por disposición contractual no debe variar la composición inicial de la cartera (1).

A continuación se transcribe un cuadro de clasificación general adecuado a los fines de este estudio, tomando como base la estructura jurídica de los fondos de inversiones mobiliarias; la forma que adoptan (legal o contractual); y el tipo de gestión de la cartera; indicándose además la denominación usual o legal en cada país (2):

(1) Servien, ob. cit., ps. 46/7.

(2) Ver Senn, ob. cit., p. 49; Robinson, ob. cit., p. 32; Servien, ob. cit., p. 57.

CLASIFICACION GENERAL
DE LOS FONDOS DE INVERSIONES MOBILIARIAS

ESTRUCTURA JURIDICA	FORMA	GESTION DE LA CARTERA	PAIS	DENOMINACION
CAPITAL FIJO (CLOSED-END)	SOCIETARIA	LIBRE (o sujeta a disposiciones legales o estatutarias especiales - fondos "managed")	Canadá Closed-end Investment Company. España Sociedades de Inversión Mobiliaria. Estados Unidos Closed-end Investment Company. Francia Sociétés d'Investissement. Holanda Beleggingsmaatschappijen. Inglaterra Investment Trust (o Investment Trust Company). Italia "Invest".	

ESTRUCTURA JURIDICA	FORMA	GESTION DE LA CARTERA	PAIS	DENOMINACION
CAPITAL VARIABLE (OPEN-END)	SOCIETARIA	LIBRE (Idem ut supra)	Canadá	Open-end Fund - Mutual Fund.
			Estados Unidos	Open-end Investment Company - Mutual Fund.
			Francia	Société d'Investissement à Capital Variable.
			México	Sociedades de Inversión.
	TRUST (o equivalentes en otros países)	RIGIDA	Canadá	Fixed Trust.
			Estados Unidos	Unit Investment Trust.
			Holanda	Beleggingsdepot.
			Inglaterra	Unit (Fixed) Trust.
			Suiza	Fonds de Placement.
		SEMI-RIGIDA	Inglaterra (y otros países) ...	Semi-Fixed o Semi-Flexible Trust.

ESTRUCTURA JURIDICA	FORMA	GESTION DE LA CARTERA	PAIS	DENOMINACION
CAPITAL VARIABLE (OPEN-END)	TRUST (o equivalentes en otros países).	LIBRE (o FLEXIBLE)	Argentina Alemania Brasil Bélgica Canadá Chile Estados Unidos Francia Holanda Inglaterra Suiza	Fondos Comunes de Inversión. Sondervermögen Fundos de Participação Dépôt Collectif - Fonds Communs de Placement. Open-end Fund - Mutual Fund. Fondo para inversiones mobiliarias. Mutual Fund (Common Law trust). Fonds Communs de Placement. Beleggingsdepot. Unit (Flexible) Trust. Fonds de Placement.

S E C C I O N B

- 1.- Reseña de su origen.
- 2.- Evolución, estado actual e importancia en los distintos países.

- - o O o - -

Algunos autores hacen remontar el origen de las primeras manifestaciones de inversiones colectivas a ciertas operaciones practicadas en la antigua Grecia, o por las casas bancarias de los Fugger o de los Médici.

Una corriente de opinión más generalizada (a partir de Grayson), atribuye la creación de la primera sociedad de inversión al Rey Guillermo I de Orange, al fundar el 18 de agosto de 1822, la "Allgemeene Nederlansche Maatschappij ter Begunstiging van der Volksvejt" (Sociedad General de los Países Bajos para favorecer la Industria Nacional), con las funciones de banqueros del gobierno y emisores de moneda; y para promover el desarrollo agrícola, comercial e industrial en las Provincias del Sur. Luego de la separación de Bélgica y Holanda, cambió su nombre por el de "Société Générale de Belgique", y existe aún en la actualidad.

Sin embargo, a la luz de las últimas investigaciones sobre su funcionamiento, se puede afirmar que tuvo primordialmente carácter de institución bancaria, si bien con posterioridad asumió funciones de compañía financiera y de control (holding company), y presenta hoy en día ciertas características de las sociedades de inversión. Las actividades que desarrollaba tenían cierta semejanza con las prácticas desaconsejables de muchos "investment trusts" norteamericanos antes de la crisis de 1929. Su filial "Société de Capitalistes Réunis dans un But de Mutualité Industrielle", que tenía en su estatuto algunas de las disposiciones que reglan el funcionamiento de los actuales fondos de inver-

sión, tuvo existencia efímera y desapareció en 1850.

Otros autores ven el origen de este tipo de sociedades en las "Administratie Kantooren" (que podría traducirse algo libremente por "Agencias de gestión de títulos extranjeros"), aparecidas en Holanda en 1804; que si bien presentaban una estructura exterior similar a las de las entidades en estudio, diferían en su objeto, pues sólo tenían por fin, facilitar la introducción de títulos extranjeros en el mercado local, emitiendo en representación de éstos, certificados negociables que se colocaban en el público.

No tenían libertad en la elección de los títulos, limitándose a una gestión pasiva; y no realizaban operaciones de ninguna naturaleza, pues aquéllos permanecían en custodia bajo rigurosos recaudos.

Otros precedentes, siempre en la parte continental de Europa, creen verse en la fundación de la "Omnium Sociétés Civile Genèveoise d'Emploi de Fonds" en 1849, y de la "Sociétés Générale de Crédit Mobilier", creada por los banqueros "Frères Pereire" en 1852, que desempeñaban funciones de sociedades financieras (la última citada se especializaba en inversiones ferroviarias).

En Gran Bretaña se organizó en 1863 la "International Financial Society of London", con la asistencia financiera del "Crédit Mobilier de Paris", que como las demás nombradas, no presenta características definidas de sociedad de inversión, hasta muchos años después. Lo mismo puede decirse de la "London Financial Association", fundada en 1863, y de la "Continental Union", registrada en 1864.

Según BULLOCK (1), -que por otra parte no lo afirma en forma categórica,-podría decirse que la entidad precursora de las actuales sociedades de inversión fué "The Foreign and Colonial Government Trust", fundada en Londres en 1868, cuyo prospecto informaba que sus propósitos eran hacer accesibles al inversor de modestos recursos, las facilidades de que podían disfrutar los grandes capitalistas, disminuyendo los riesgos de la inversión al distribuir ésta en cierto número de distintas clases de valores; y que se comprometía a no financiar operaciones bancarias. En algunos aspectos recuerda lo que actualmente se denomina "fixed trust" o "unit trust", si bien su gestión presentaba cierta flexibilidad. No era de la forma de capital variable o de "auto-liquidación", pero mediante un sistema de "sinking-fund", se rescataban a la par los certificados emitidos. Como dato curioso (explicable por la orientación de los capitales británicos en aquella época), diremos que en su cartera original figuraban títulos del Empréstito Argentino de 1868, además de otros títulos de estados sudamericanos (Brasil, Chile y Perú).

En el año 1873 se funda el primero de los famosos "investment trusts" escoceses: "The Scottish American Investment Trust", por Robert Fleming, tenedor de libros de una importante firma textil de Dundee, y nacido en esta ciudad en 1845. En 1870 viajó a Estados Unidos por negocios de su principal, y volvió impresionado por las posibilidades de inversiones en ese país, que se estaba recobrando de la guerra civil. A su regreso formó

(1) BULLOCK, Hugh: The Story of Investment Companies, N.Y. 1959, p. 2.

el 1º de febrero de 1873 el "trust" ya nombrado, para efectuar inversiones en "American railroad bonds", cuidadosamente seleccionados y ampliamente distribuídos, no debiendo exceder la inversión en cada valor, de un décimo del capital" (1).

No debe confundirse este "investment trust" con la Scottish American Investment Co. Ltd.", fundada por William J. Menzies el 29 de marzo de 1873 en Edimburgo, cuya similitud de denominación, añadida al registro del "trust" de Fleming conforme a las Joint Stock Companies Acts de 1862 y 1867, motivó el cambio de nombre de este último, por el de "First Scottish American Investment Co. Ltd."

- - o o o - -

(1) Bullock, ob. cit., p. 6.

EN LOS DISTINTOS PAISESInglaterra:

En la evolución de los "investment trust" británicos pueden distinguirse tres períodos que marcan distintas etapas de su desarrollo: hasta 1880; desde esta fecha hasta 1920; y el período actual a partir de este año.

En 1875 se habían formado ya alrededor de 18 fondos de inversiones mobiliarias, constituidos casi en su totalidad bajo la fórmula jurídica del "trust". De ahí su denominación de "Investment Trust" que persiste actualmente en Gran Bretaña, (y difundida por los comentaristas del continente), y que se aplica aún en el caso de fondos que adoptan la forma societaria.

En 1879 fueron declarados ilegales por constituir asociaciones de más de veinte personas y no estar registrados en las condiciones establecidas por las "Companies Acts" de 1862 y 1867. Si bien esta decisión fue posteriormente revocada en apelación, todos los "trusts" (con excepción del "Submarine Cables Trust"), fueron convertidos en "Limited Company", o liquidados.

La característica principal de los primeros "trusts", era la diversificación geográfica de sus inversiones (consecuencia lógica de la amplitud de esfera de la influencia de Inglaterra), no observándose una correcta división de riesgos en el aspecto económico, ya que en general, se especializaban en un solo sector de la industria, como era el caso de los valores emitidos por empresas ferroviarias.

Los inversores recibían un certificado de rendimiento fijo, rescatable en un determinado número de años, y que repre-

sentaba su cuota en la masa de títulos administrada por el "trust", correspondiendo a cada certificado una cantidad preestablecida de los títulos integrantes del haber colectivo (estructura de capital fijo ("closed-end"), y cartera de composición rígida ("fixed trust").

Desde aquel año, y en especial hasta 1914 se advierte un amplio desarrollo de este tipo de inversiones (que únicamente se vió algo frenado por la crisis provocada por la quiebra de la firma bancaria Baring Brothers en 1890), creándose hasta este último año, 47 nuevos "Investment Trusts", y otros tantos hasta el año 1929 (1).

Paralelamente se fué abandonando la concepción de la rigidez de la gestión de la cartera, elaborándose en forma gradual la primera forma clásica de los fondos de inversión: "Management Investment Trust", o de gestión libre.

La crisis de 1890 fué la primera prueba de fuego para estas instituciones, habiéndose calculado que en 1893, la baja en las cotizaciones de los valores poseídos por los 30 "investment trusts" más importantes, representaba alrededor del 30% de su valor de emisión (2). De los cincuenta y cinco "trusts" existentes, varios fueron disueltos, otros se vieron imposibilitados de distribuir dividendos, y los menos consiguieron capear el temporal con una fuerte reducción en sus utilidades (3).

(1) Bullock, ob. cit., gráfico p. 9.

(2) Joubert, Marc: Les Sociétés de Placement a Long Terme en Valeurs Mobilières ou "Investment Trust", 1931, p.30.

(3) Bullock, ob. cit., p. 10.

Los efectos devastadores de esta crisis pusieron en descubierto las deficiencias de todo orden en la organización y política de inversión de estos fondos, especialmente en cuanto a:

1) Diversificación insuficiente de las inversiones, en particular en el aspecto geográfico, habiéndose observado del mismo modo, una fuerte especialización en el aspecto económico (por ejemplo, preferencia por los valores emitidos por empresas ferroviarias). En algunos casos la diversificación se reducía a un simple fraccionamiento de las inversiones, que nada tiene que ver con la selección ordenada y racional de los valores en cartera;

2) Muchos "investment trusts" se habían comprometido en operaciones de financiación, apoyando emisiones de empresas nuevas;

3) Principalmente los fondos de inversión que habían formado su cartera a los altos precios de bolsa de los años inmediatamente anteriores, que eran superiores al valor intrínseco de los papeles adquiridos, se vieron arrastrados por la corriente especulativa, y los que no habían formado prudentes reservas por detracción de las utilidades en el período de expansión, sufrieron más fuertemente el impacto del "pico" inferior de la curva de cotizaciones;

4) Confusión de intereses entre los organismos bancarios promotores de los fondos de inversión, y los directores y administradores de éstos, lo que posibilitó la "descarga" de valores mediocres en poder del banco, a cotizaciones sobrevaluadas.

Las lecciones de la crisis Baring no fueron desaprovechadas por los dirigentes británicos, que se trazaron en el futuro severas reglas de administración, que les permitieron recobrar la confianza de los inversores. La eficacia de las medidas adoptadas por aquéllos se puso a prueba durante el período que abarcó los años de la segunda guerra mundial, en el que consiguieron mantener la estabilidad de los dividendos y constribuyeron al esfuerzo bélico británico.

En la década transcurrida desde 1921 a 1930 se constituyeron 79 nuevos "investment trusts", es decir, que de los fondos existentes, más de la mitad fueron organizados en los años que precedieron a la crisis de 1929. Pero no obstante que por tal circunstancia, no habían tenido oportunidad de constituir suficientes reservas; y que habían efectuado sus inversiones en un período de relativa alza de cotizaciones en los distintos mercados internacionales, por lo que al golpear la crisis simultáneamente a estos mercados, se hizo imposible la compensación de riesgos; no se produjeron liquidaciones masivas, sufriendo solamente pérdidas de capital y reducción de dividendos; y debiendo adoptarse en algunos casos medidas de reorganización.

Como débil reacción a las consecuencias relativamente moderadas de la crisis, se introdujo de Norte América en 1931, la fórmula del "fixed trust" (cartera de composición rígida), habiéndose organizado más de setenta hasta el año 1936, con importes suscriptos que alcanzaban a ochenta millones de libras esterlinas, pero luego decayó el impulso inicial -no obstante un ligero repunte después de la última guerra hasta 1958- predominando

actualmente los fondos de gestión libre y capital fijo (management closed-end). El monto global de los activos de los fondos de capital fijo es diez veces mayor que el de los "Unit-Trusts", de los cuales se citan recientemente treinta y ocho en el "Investors Chronicle". Debemos advertir que la acepción de los términos "Unit Trust", difiere actualmente en Inglaterra de la corriente de Estados Unidos. Como se verá al estudiarse la evolución del instituto en este último país, el "Unit-Trust" es una sub-clase de los "fixed", en cambio, en Gran Bretaña evolucionó hacia un tipo de gestión flexible, y hoy en día se incluyen bajo tal denominación, todos los fondos de inversiones constituídos bajo contrato de "trust" (de capital variable), aunque su flexibilidad impide la constitución de las "units" (o lotes) que caracteriza a la forma americana.

Si bien los fondos de inversión de tipo clásico (managed closed-end) no fueron sometidos a legislación especial, con motivo de la aparición de los "unit-trusts" se originó un movimiento de opinión concretado en los informes del "Anderson Committee" (designado por el Board of Trade), y de una comisión surgida del Stock Exchange, además de un proyecto de la "Unit Trusts Association". Como resultado de todo ello, y para asegurar eficaz protección a los participantes, se articuló una reglamentación particular para los "Unit Trusts", sometiéndolos al contralor del Board of Trade, y a las disposiciones de la "Prevention of Fraud (Investments) Act" de 1939, completada por la "Board of Trade Requirements under the Prevention of Fraud Act" de 1939. Además, existen disposiciones especiales del Stock Exchange para admitir la

cotización en Bolsa, de certificados de "Unit Trusts".

El cuarto período de prueba para los fondos de inversión ingleses fue la última guerra mundial, pero no obstante que las dificultades a que se vieron sometidas las instituciones fueron superiores a las de la guerra anterior, no sufrieron mayores consecuencias, por su sólida posición, mayor experiencia y consolidación de fuertes reservas.

El total de los activos netos de los fondos de inversión británicos ascendía al 31 de diciembre de 1958 a mil millones de libras esterlinas, de las cuales cerca de cien millones correspondían a los "Unit Trusts". Siete de los fondos existentes poseen activos superiores a diez y siete millones de libras, siendo el promedio de todos los fondos de alrededor de cinco millones de libras (1).

Estados Unidos:

Recién comienza la difusión de los fondos de inversiones mobiliarias en este país, durante el período que abarcó los años subsiguientes a la primera guerra mundial, (especializándose en inversiones de títulos extranjeros), si bien se conocía anteriormente un principio de diversificación de cartera en algunas compañías de seguros, de hipotecas rurales, o de construcciones, como en el caso de la "Massachusetts Hospital Life Insurance Co.", que fué gradualmente tomando ciertas características que la asemejaban a aquel tipo de entidades.

Algunos autores piensan que el primer fondo norteameri-

(1) Bullock, ob. cit., p. 142.

cane fué el "New York Stock Trust", fundado en 1889, siendo el "Boston Personal Property Trust", creado bajo las disposiciones de la Massachusetts Common Law en 1893, el más antiguo aún existente en aquel país.

No obstante, hasta los años 1927 a 1929 no comienza el rápido desarrollo de la institución, que elevó el número de empresas, de 17, con activos totales de 15 millones de dólares en 1924, a 254 al 31 de diciembre de 1929, con un total de 3.019 millones de dólares, clasificadas en la siguiente forma: 193 "management investment companies" con un monto global de activos de 2.782 millones de dólares; 52 "fixed y semi-fixed trusts" con 163 millones; distribuyéndose los 74 millones restantes entre nueve "common trust funds" e "instalment certificate companies" según el exhaustivo informe de la Securities and Exchange Commission (1). Debemos señalar que corresponde tomar con reservas las cifras citadas por algunos autores (extraídas presumiblemente de aquel informe), que hacen ascender el número de "investment trusts" a cerca de 700 a tal fecha, pues esta cifra comprende no sólo estos fondos, sino también 45 "holding companies" y 376 compañías no clasificadas.

Las razones de este rápido desarrollo deben buscarse en el creciente poderío industrial en los años posteriores a la guerra de 1914, pasando este país a ser al mismo tiempo, el principal acreedor del mundo; lo que unido a la abundancia de capitales pendientes de colocación, el auge de las "holding companies",

(1) Bullock, ob. cit., p. 41.

y la gran amplitud de los empréstitos extranjeros, produjo una vasta actividad en el mercado financiero norteamericano, difundándose entre el mediano y pequeño inversor, el interés por las inversiones mobiliarias. La misión enviada en esos años por el gobierno estadounidense a Inglaterra, para estudiar la organización de los "investment trusts" en este país, llegó a la conclusión de que estas organizaciones eran un medio idóneo para consolidar en empréstitos extranjeros las deudas del exterior, y para servir de intermediarios entre estos deudores y los capitalistas norteamericanos.

Esta rápida expansión suscitó cierta inquietud en las esferas públicas y privadas, que se hizo visible en la encuesta del "Attorney General" Ottinger del año 1927, a la que siguió en 1928 la promulgación de las dieciocho Reglas del Estado de California, y las recomendaciones de la Investment Bankers Association; y en 1929 el informe de la National Association of Securities Commissioners y el establecimiento por el Stock Exchange, de las condiciones de admisión en bolsa de las acciones de los "investment trusts", que produjo la reducción del número de fondos que cotizaban.

La crisis de 1929-30 puso de manifiesto las desviaciones en que habían incurrido los administradores de los fondos de inversión durante esos años de euforia bursátil, con las consecuencias de arrastrar a la quiebra a gran parte de ellos, y de fuertes pérdidas para los suscriptores.

Alguna parte del desastre financiero debe atribuirse al hecho de que las acciones en cartera, adquiridas a precios supe-

riores a su valor intrínseco, habían sufrido fuertes bajas en su cotización. Además, el valor bursátil de las acciones emitidas por los fondos, había descendido sensiblemente, y era aún inferior al valor resultante del cálculo de las acciones poseídas, a cotizaciones ya por debajo de niveles normales; (en el informe de la Securities and Exchange Commission se estimaba que la desvalorización alcanzó al 35% del valor real de inventario; y en el año 1932 las acciones de algunos "investment trusts" correctamente administrados se vendían a menos de la mitad de su valor de capitalización bursátil).

Pero las principales fallas tuvieron por origen el haberse desvirtuado los principios en que debía basarse la gestión prudente y racional de la cartera: a) en lugar de procurar la dispersión de riesgos, se adquirieron valores que significaban por el contrario una concentración de aquéllos; b) la interdependencia con grupos bancarios y financieros; que favoreció la absorción por el fondo, de acciones de difícil mercado, y la desviación hacia tomas de control en las empresas emisoras y manejo del curso de las cotizaciones; c) la alta proporción de acciones ordinarias en la composición de la cartera, que sufrieron más el impacto del descenso de las cotizaciones que los valores de renta fija.

Asimismo, contrajeron deudas de importancia, con las mismas consecuencias, por el peso de la carga fija de los intereses, que sufrieron los fondos con alto grado de "leverage" (para aprovechar el margen diferencial entre el interés del capital prestado o la renta de acciones u obligaciones, y el rendimiento de

las propias inversiones), pues en períodos de depresión el margen se invierte, por cuya causa soportaron mejor la crisis, los fondos de estructura de capital simple (que sólo emitían acciones ordinarias).

Por último, también influyó el débil porcentaje de disponibilidades con la consiguiente carencia de una adecuada masa de maniobra, y la mayor incidencia de la baja de las cotizaciones en la parte invertida, pues a mayor inversión, aumentaba la pérdida; y que gran parte de los beneficios provenía de diferencias por compraventa de acciones (que deben ser ocasionales y de carácter accesorio), en lugar de mantener una adecuada proporción de tales ingresos en relación a los dividendos e intereses.

La consecuencia inmediata fué el descrédito de la institución entre el público inversor; y su desfavorable reacción al principio de la gestión libre de la cartera (managed), que se había tomado de la experiencia inglesa.

Para recuperar la perdida confianza de los suscriptores, y tratando de eliminar en lo posible la influencia del elemento personal en la administración de los fondos, se lanzó la idea de los llamados "Fixed Trusts", por la rigidez que imponían a la gestión de los directores. Estos fondos se constituían bajo la forma jurídica del "trust", y las inversiones se efectuaban en valores cuya lista estaba predeterminada en el contrato del "trust", agrupados en lotes de igual composición ("units", de ahí su nombre "Unit-Trusts"). En cada lote se incluían por ejemplo 30 acciones del Banco X.X.; 20 acciones de la Empresa Telefónica Z.Z.; etc., y el participante tenía derecho directo de

propiedad a la o las "units" equivalentes al número de certificados o partes del fondo que poseían, y podían reclamar el reembolso, que se hacía en dinero o mediante entrega de las acciones que formaban el o los lotes respectivos, sin recurrir a la intermediación de la bolsa.

El año 1932 marca el principio de la amplia aceptación por los inversores, de la fórmula que se conoce como "mutual fund", al experimentarse los inconvenientes de los "fixed trusts", que no permitían adecuar la gestión de la cartera a las fluctuaciones del mercado bursátil. Los "mutual funds" son de capital variable y de gestión libre; y desplazaron rápidamente del mercado financiero a los de cartera de composición rígida y a las compañías de capital fijo (closed-end) del tipo "managed".

La primera vez que el término "mutual fund", -cuya difusión obedece en gran parte a la influencia psicológica sobre el público inversor por la idea implícita que encierra- se introduce en el léxico oficial, es en la Revenue Act de 1936. Pero recién hasta que la Investment Company Act de 1940 clasifica a los fondos de inversión en closed-end y open-end, se comienza a denominar a éstos "Mutual Investment Companies" o "Mutual Funds". Se trata pues de "Management Open-end Companies", y son en su mayor parte "corporations", si bien algunos fondos importantes, como el Massachusetts Investors Trust, se constituyeron bajo las disposiciones de la "common law trust".

Se atribuye al "trust" citado (uno de los tres más conocidos creados en Boston entre los años 1924 y 1925), el origen de

esta fórmula, pero según BULLOCK (1), éste presentaba algunas diferencias con los "mutual funds" creados en 1932.

Con la sanción de la Investment Company Act de 1940, hecho trascendental en la historia de los fondos de inversión en Norte América, y como consecuencia de un exhaustivo estudio llevado a cabo por una comisión designada en 1936 por la Securities and Exchange Commission -que abarcó aproximadamente los años 1927 a 1936- se observa el comienzo de una nueva fase del desarrollo de estas entidades en aquel país, en especial de las del tipo de capital variable.

Desde 1945 hasta la fecha, acreció aún más la difusión entre el público de los fondos de inversión, al influjo de las disposiciones de la ley de 1940, y por simple acto de presencia del contralor de la Securities and Exchange Commission, que sólo debió intervenir en forma drástica, en cinco o seis casos.

Según las estadísticas de la National Association of Investment Companies, los fondos de capital variable con 73 afiliados y 1284 millones de dólares de valor global de activos en 1945, pasaron en 1958 a 151, con 13.242 millones, en tanto que los de capital fijo se redujeron de 37 a 24 en el mismo período, con sólo un aumento de valores de activo de 971 a 1633 millones de dólares. El número de cuentas descendió para estos últimos, de 367.000 en 1945 a 285.000 en 1958; aumentando para los de capital variable, de 498.000 a 3.630.000 en los mismos años.

Considerando además la forma de gestión y la composi-

(1) Ob. cit., p. 71.

ción de la cartera, se advierte que de los 485 fondos de inversión registrados al 31 de diciembre de 1958 conforme a las disposiciones de la Investment Company Act, y de acuerdo con la clasificación de las secciones 4 y 5, 12 son del tipo "Face Amount Certificate Companies", 102 "Unit Trusts", y 371 de la forma de gestión libre (managed); estos últimos se distribuyen en 120 de capital fijo y 251 de capital variable; por la composición de la cartera 262 son diversificados, y 109 no diversificados.

Según el informe de la Securities and Exchange Commission, al 30 de junio de 1958 se hallaban registradas 453 compañías con un total de activos estimados a valor de mercado, de 17.000 millones de dólares. Las diferencias entre la estadística oficial y la de la National Association of Investment Companies, se explican por el distinto criterio de tabulación; además, alrededor de 40 open-end de menor importancia, 85 closed-end, y los "Unit Investment Trusts" y "Face Amount Certificate Companies" no forman parte de la Asociación; por lo demás, se incluyen en el informe oficial muchas "holding-companies", como la conocida "Christiana Securities Co." que controla el poderoso grupo químico "Du Pont de Nemours" y a través de éste, interviene en forma preponderante en la "General Motors" (1)

Por su parte, Wiesenberger (2) clasifica las "Open-end Companies" (Mutual Funds), en la siguiente forma, con cifras al

(1) Cifras estadísticas de ps. 142, 159, etc., y lista de "companies" registradas, de ps. 237 a 249, de Bullock, ob. cit.

(2) Wiesenberger, Arthur, Investment Companies, 19a. Edición, N.Y., 1959.

31 de diciembre de 1958:

FUNDS	ACTIVO NETO MILES U\$S	PORCENTAJE S/EL TOTAL
Diversified Common Stock Funds (Cartera de acciones ordinarias; diversificada)	7.369.744	53%
Balanced Funds (de difícil delimitación con el anterior)	3.685.814	27%
Industry Specialized C. Stock Funds (Cartera de acciones ordinarias, especializada en determinadas industrias)	810.680	6%
Income Funds (objeto: alto rendimiento)	925.511	7%
Bond and Preferred Stock Funds (cartera compuesta de valores de renta fija y acciones preferidas)	193.796	1%
Canadian Funds (vendidos en U.S.A.) (especializados en acciones canadienses)	443.644	3%
Canadian Funds (vendidos en Canadá) (también especializados en acciones canadienses)	<u>437.450</u>	<u>3%</u>
	13.866.639	100%

Por último, mencionaremos algunas interesantes adaptaciones de las distintas fórmulas de inversiones colectivas, que se han difundido en este país merced al ingenio de los promotores para ofrecer al inversor planes que se amolden a sus distintas preferencias.

Una de estas innovaciones se conoce con el nombre de "Accumulation Plans" (planes de acumulación), que pueden ser voluntarios o contractuales. En el primer caso, el inversor puede retirarse en cualquier momento sin incurrir en multa u otras erogaciones; deposita una módica suma que luego se aumenta, para

adquirir acciones del fondo a que se suscribe. En los planes contractuales el suscriptor se obliga a colocar determinada suma de dinero durante un número prefijado de años, y a semejanza de las compañías de seguros, si se retira, especialmente en los primeros años, pierde el importe de las cargas que se imputan en el primero o dos primeros años de vigencia del plan, aún cuando su duración sea de diez o quince años. Mientras en el plan voluntario se opera con una determinada "Investment Company", por intermedio de una sociedad financiera ("underwriter"), en el contractual actúa una organización independiente que representa a varios "mutual funds", pudiendo el interesado optar por el de su preferencia. Estos planes prevén la reinversión de las utilidades; y tienen cierta similitud con una fórmula de existencia anterior, los "certificados de valor nominal" emitidos por las "Face Amount Certificate Companies" (una de las tres categorías en que clasifica la Sección 4 de la Investment Company Act, a los fondos de inversión).

En este caso el suscriptor efectúa pagos periódicos (instalment type), o abona un importe global único (fully paid type), que se invierte en valores mobiliarios, y tiene derecho a percibir sumas fijadas o a fijar, en una o más fechas determinadas o a determinar, a más de 24 meses de plazo.

Los planes de pagos por cuotas tienen la desventaja de que siendo de pequeño monto la inversión inicial, descuida el suscriptor el examen de las condiciones de la operación y de las garantías que puede ofrecer el fondo de inversión; además, existe la posibilidad de que encare aquélla con criterio especulativo; y por otro lado, conspiró en un principio contra su difusión, el

alto costo de los servicios de cobranzas, pero al perfeccionarse éstos, se redujo su incidencia en el costo general del plan.

Existen también planes de acumulación con seguro de vida: el importe del pago periódico lo fija una compañía de seguros que en caso de muerte del beneficiario, paga al fondo de inversión la parte del contrato aun no abonada (en forma parecida a la hipoteca combinada con seguro de vida). En este plan es también fuerte la proporción de gastos generales en relación al servicio prestado, pero como el importe del seguro de vida se relaciona con determinados índices generales de precios, resulta atractivo para el suscriptor, en épocas de inflación.

Merecen citarse asimismo los "Pension Plan Trusts" y "Profit Sharing Trusts", que administran fondos destinados por empresas industriales o comerciales a cubrir pensiones contractuales de su personal, variando el importe de éstas, de acuerdo con las fluctuaciones del valor de los títulos poseídos por el fondo. Se está difundiendo igualmente el sistema de los "Clubes de Inversión", de carácter privado: se reúnen los interesados, por lo general del mismo grupo profesional, o círculo amistoso, con el objeto de adquirir acciones según un esquema determinado, y que en asambleas mensuales, a las que asisten expertos en la materia a título consultivo, deciden sobre el plan de inversiones a seguir.

Finalmente, debemos subrayar la gran importancia que para las actividades de los fondos de inversión en este país revisten los "inversores institucionales", neologismo de origen norteamericano con el que se designan a las compañías de seguros, instituciones científicas o de beneficencia, sindicatos y otras entida-

des que deben poseer por razón de sus actividades, importantes sumas colocadas en valores mobiliarios; como no pueden atender la gestión de la cartera por causas técnicas o de otro orden, resuelven el problema invirtiendo los fondos en acciones o certificados de "Investment Companies".

Canadá:

La evolución de los fondos de inversión en este país fué análoga a la de los Estados Unidos. Se sitúa alrededor de 1929 la aparición de los primeros fondos de capital fijo, del tipo de gestión libre tomados sobre el modelo inglés, pero algunos de ellos eran en realidad "holding companies". En 1932 se constituyó el primer "mutual fund", de capital variable y de gestión flexible, fórmula que desplazó a la de capital fijo, aunque no en la misma medida que en el caso de su vecino del sur.

No están sujetos a legislación especial, desarrollando sus operaciones conforme a las leyes federales o provinciales, según el origen de la "Carta" de constitución, pero adoptaron en sus estatutos las principales reglas de la Investment Company Act.

A fines de 1958 existían 49 fondos de inversión, con un total de activos netos de alrededor de 1300 millones de dólares canadienses; 25 fondos son de capital variable (mutual fund), con 878 millones de dólares de activos, y 24 de capital fijo (closed end companies), con 436 millones. De los 49 fondos, 28 giran con activos de 20 millones de dólares canadienses, o más. Las entidades más importantes son el "Investors Mutual of Canada, Ltd." y el "Investors Group Canadian Fund, Ltd." (esta última "nonresident-owned company"), con totales de activo de 170 y 167 millones

de dólares canadienses, respectivamente (1).

Se consideran "nonresident-owned companies" (al 31 de diciembre de 1958 los activos de las ocho sociedades que operaban en el país, alcanzaban a 393 millones de dólares canadienses), cuando el 95% de su capital está en poder de personas no radicadas en Canadá. Fueron constituídas para reunir los capitales de personas domiciliadas en Estados Unidos, obteniéndose importantes ventajas de orden fiscal; para acogerse a ellas, la compañía no distribuye las utilidades, acumulando los ingresos de cartera, que aumentan el valor de la acción.

Suiza:

Aparte del "omnium" ya citado, constituido en 1849, se señalan por los autores otras entidades que presentaban algunas de las características de los fondos de inversión, como la "Union Financière de Genève" (1889), "Société Financière Franco Suisse" (Ginebra 1892), "Zürcher Eisenbahnbank" (1894), "Zurich American Trust Co." (Zurich 1904), y otras en la Suiza alemana, que no alcanzaron gran desarrollo, y eran más bien sociedades "holding", financieras, o de especulación (trading pools),

En realidad, el primer fondo suizo de inversiones mobiliarias, fué iniciado por la "Société Internationale de Placement (S.I.P.), en 1930; se denominó "Allgemeine Zertificate (Certificados Generales) Serie A", y era del tipo "Unit Fixed Trust", habiéndose tomado sobre el modelo norteamericano.

El movimiento en favor de una mayor libertad de gestión

(1) Bullock, ob. cit., ps. 129 y 223/4.

se hizo sentir también en este país, creándose en 1938 por la S.I.P., el primer fondo "managed" (Swissimmobil Serie D), pero especializado en inversiones inmobiliarias. A fines de ese mismo año la "A.G. für Verwaltung von Investment Trusts" (Sociedad Anónima para la gestión de Investment Trusts), conocida bajo la sigla INTRAG, lanzó el primer fondo de gestión flexible, especializado en valores mobiliarios canadienses y norteamericanos: AMCA (America Canada Trust Fund).

Posteriormente experimentaron rápida difusión por la gran afluencia de capitales extranjeros, motivada por la inestabilidad política de varios países europeos y por la contienda bélica. En la actualidad predominan los fondos de inversión de capital variable y de gestión libre.

No existe legislación específica sobre fondos de inversión en Suiza, país que fué el primero en que se constituyeron sobre la base de la copropiedad, con aspecto exterior similar al de los creados bajo la forma del "trust" angloamericano.

Presentan dos rasgos peculiares: la preeminencia de la actuación de los grupos bancarios (que intervinieron directamente en la formación de las dos entidades gestoras ya mencionadas), lo que se justifica por la circunstancia de que aquéllos son los primeros depositarios de los capitales del exterior en busca de inversión; y por la especialización geográfica que se advierte en muchos fondos, que tiene su origen en la desproporción existente entre el volumen del mercado bursátil suizo y el de los capitales a colocar (se citan como ejemplo, además del AMCA, el ITAC, especializado en valores italianos; CANAC, en canadienses, etc.).

Diremos incidentalmente que se observa también una especialización técnica en el caso de los fondos de inversiones inmobiliarias. Como los fondos suizos carecen de personalidad jurídica, el dominio de los inmuebles se inscribe a favor de una sociedad inmobiliaria, pasando las acciones de ésta, a formar parte de la cartera del fondo. La administración de las propiedades corre por cuenta de empresas especialistas, siguiendo las instrucciones de la sociedad gestora. En general se adquieren inmuebles para obtener renta y de fácil negociación, pero últimamente se han dedicado a construir, en aquellas regiones donde la demanda de alojamiento es muy fuerte. El fondo "SIMA", por ejemplo, destinó a la adquisición de inmuebles durante el año 1958, la suma de 212 millones de francos suizos.

Una idea de la expansión de los fondos suizos la da el hecho de que en 1947 había doce en funcionamiento -cuatro de ellos inmobiliarios- con un haber total de 208 y 50 millones de francos suizos, respectivamente; en 1956, diecinueve fondos de inversiones mobiliarias poseían activos por valor de 1.297 millones de francos suizos, y dieciocho fondos inmobiliarios por 560 millones de la misma moneda. El 80% de los fondos suizos, corresponde a los de estructura de capital variable (open-end).

La composición de la cartera por la nacionalidad de las emisoras, revela la alta proporción de valores extranjeros, ya que según estadísticas de este último año, el número de éstos era de 4.372.534, contra 525.293 valores suizos, y 618.815 suizos y extranjeros no clasificables (1).

(1) Servien, ob. cit., ps. 214 y 216/7.

Francia:

Con posterioridad a la primera guerra mundial se constituyeron algunos fondos de inversiones mobiliarias bajo la forma de sociedad, pero no lograron subsistir a consecuencia de la crisis de 1929 y de la doble imposición fiscal: los "Union Trust" (1925), "Colonial Trust" (1928), y la "Compagnie Française de Placement" (1928), desaparecieron entre los años 1931 y 1936, continuando sus actividades únicamente la "Société Financière de l'Est" (1929).

Después de la liberación, el gobierno se encontró en poder de una importante cartera -proveniente de la recaudación del impuesto de Solidaridad Nacional (pagadero en acciones), confiscación de ganancias ilícitas, nacionalizaciones, bienes sin dueño, etc.,- que no se hallaba en condiciones de administrar por razones financieras; siendo imposible por otra parte, volcar tan ingente masa de títulos en el mercado, sin graves consecuencias sobre las cotizaciones. Ante tal situación, se promulgó la Ordenanza del 2 de noviembre de 1945, que prevé la creación de las Sociedades Nacionales de Inversión y de sociedades privadas, de capital fijo. Las previsiones de esta ley en materia fiscal, se vieron completadas por otra del 21 de marzo de 1949 que acordó a las Sociedades Nacionales la exención casi total de impuestos; estas disposiciones permitieron la creación en este último año, del organismo intermediario que debía tomar a su cargo la movilización de los títulos en poder del Estado.

Por decreto del 30 de junio de 1952 se extendió a las sociedades privadas, la exención dispuesta por la ley de 1949, consti

tuyéndose las primeras a fines de aquel año; en 1956 se habían fundado ya diez sociedades, entre ellas SOPRINA, SOFRAGI, S. I. NORD, etc. (1).

La ley de 1945 se inspiró en la práctica inglesa y en la legislación norteamericana, pero la constitución de sociedades de capital variable no era posible bajo el ordenamiento jurídico francés, sino en las condiciones de la antigua ley del 24 de julio de 1867, que por su rigidez eran prácticamente inaplicables a estas entidades.

Recién por decretos 57-1341 y 57-1342 del 28 de diciembre de 1957 se autorizó, respectivamente, la creación de sociedades de inversión de capital variable (sin las restricciones impuestas por la ley de 1867) y de los "fondos comunes de inversión" bajo el régimen de la copropiedad indivisa. Ninguno de estos decretos ha sido reglamentado hasta la fecha. Según DE RAVEL (2), entre el 19 de febrero de 1958 y el 18 de agosto del mismo año, se habían creado 17 fondos comunes, y se hallaban en proyecto, o tros ocho.

En el campo de las inversiones inmobiliarias, se creó la "Compagnie Française d'Investissements Immobiliers" (COFIM), a fa vor de la ordenanza del 17 de septiembre de 1958, que trata de fo mentar la fundación de sociedades que tengan por objeto financiar, edificar y administrar inmuebles, para contribuir a la solución del problema de la vivienda popular; ya sea directamente, o por

(1) Senn, ob. cit., p. 52.

(2) Ob. cit., p. 197.

intermedio de sociedades cuyas acciones conservarán en cartera, acordándoles exenciones fiscales y exceptuándolas de ciertas previsiones legales sobre arrendamientos.

Holanda:

Como en Suiza, la difusión de estas entidades comienza en Holanda, a partir de 1930, y sus inversiones se dirigen en particular a los valores extranjeros, por las razones ya expuestas para aquel país. Además, presentan a menudo una marcada especialización en determinados sectores económicos (el depósito fijo "HOLINDA" se subdivide en siete fondos, cada uno dedicado a una rama distinta).

El "Nederlandsche Fondsen Maatschappij" (1916) fué el primer fondo de inversión admitido a cotización en Bolsa (1918), pero recién después de la primera guerra mundial, con la afluencia de capitales extranjeros, especialmente alemanes, adquiere amplitud el mercado financiero holandés como para permitir el desarrollo de los fondos de inversión, que toman considerable impulso, al igual que en Suiza, a partir de 1930. No están sometidos a legislación particular, pero en 1942 y 1947 se dictaron disposiciones fiscales que favorecen su constitución.

Se distinguen tres clases principales de fondos:

1) Los "depósitos fijos", de capital variable y de gestión rígida, sin personalidad jurídica, tomados sobre el patrón de los "Unit Fixed Trusts". Sus cuotas o fracciones dan derecho a una parte determinada de su cartera.

2) "Depósitos de gestión libre"; también de capital variable, pero con cartera de composición flexible; los suscriptores son co

propietarios del haber del fondo, estando representados sus derechos, por partes o cuotas de participación.

3) "Sociedades de inversión" (Beleggingsmaatschappijen): En general son de capital fijo y de gestión libre, y se asemejan a los "Management Investment Trusts" ingleses. La más importante es UNITAS, y le siguen ROBECO e INTERUNIE. El valor conjunto de cartera de estas tres sociedades era a fines del año 1954, de 428 millones de florines, suma que representaba el 75% del total poseído por todos los fondos de inversión holandeses, y el 97,5% del correspondiente a los de estructura societaria. Los valores nacionales se hallaban en la proporción del 45% de las carteras, con respecto a los extranjeros; y sólo del 2% del valor total de las acciones holandesas cotizadas en bolsas del país, en ese mismo año (1).

Otros países europeos:

Alemania: En este país no tuvieron difusión los fondos de inversiones mobiliarias antes de la guerra de 1914, quizá debido al estado incipiente de la economía alemana en aquella época.

En 1923 se creó la "Deutsche Kapitalverein" (constituída bajo la forma cooperativa), y en 1926 las sociedades "Bayerische Investment Trust A.G." y "Commercial Investment Trust A.G.", pero la falta de flexibilidad del capital y los obstáculos fiscales, hicieron que estas instituciones desaparecieran rápidamente.

En 1950 se creó la "Allgemeine Deutsche Investment-Ge-

(1) Senn, ob. cit., p. 37.

sellschaft m.b.H.", bajo la forma de sociedad de responsabilidad limitada, y siguiendo el ejemplo de las sociedades suizas INTRAG y SIP, promovió la creación de los fondos comunes FONDRA Y FONDADAK, en 1950, y FONDIS en 1955, con cartera de composición libre y del tipo "open-end". Recientemente se fundaron el "EUROPA I" (sobre fórmula Unit-Trust), "CONCENTRA" y "THESAURUS". El Deutsche Bank formó el "INVESTIA", y con capitales suizos y alemanes, el "UNIFOND".

El 16 de abril de 1957 se dictó la ley que rige a estas instituciones, sobre el eje de una sociedad de gestión que puede administrar uno o más "capitales especiales" o "patrimonios autónomos" (sondervermögen), los que son en realidad el equivalente de los fondos comunes de inversión de las legislaciones belga y francesa, pero con una mayor articulación de las relaciones entre la sociedad promotora y el fondo común; y más completa delimitación de las obligaciones de aquélla y del depositario.

De 1956 a 1957 los activos de ocho fondos de inversión administrados por cinco compañías alemanas, pasaron de 130 millones de DM., a 320 millones, siendo más notable este avance, si se tiene en cuenta la aversión del pequeño inversor alemán, hacia los valores mobiliarios (1).

Bélgica:

Los mismos obstáculos de orden fiscal y legal ya señalados al examinar la experiencia de otros países europeos, conspiraron contra el desarrollo de los fondos de inversión

(1) Schlogel, Maurice, "Les Formules de Placement Collectif du type "Ouvert", Rev. Banque, Paris, N° 141, Marzo 1958, p.222.

en Bélgica, donde el primer intento serio partió de un grupo financiero que en 1946 constituyó la S.A. BEMAB (Belgische Maatschappij voor Beleggingsbeheer), la que promovió la creación de tres depósitos colectivos (inglés, americano y belga), apoyándose como sus similares suizas, en la fórmula contractual de la indivisión. La importante firma bancaria "KREDIETBANK S.A." actúa como depositaria. Estos fondos se distinguen por su especialización geográfica; son de tipo "open-end" por su facultad de emisión y rescate continuos, y la gestión de cartera es libre.

El propósito de favorecer la difusión de estos organismos, y la preocupación de evitar posibles abusos o aventuras financieras, promovió un movimiento de opinión que conjuntamente con un proyecto del "Comité National pour le Développement de l'Epargne Mobilière", dió origen a la promulgación de la ley sobre fondos comunes, del 27/4/1957, inspirada en la práctica suiza. Este cuerpo legal, a diferencia de las leyes alemana y francesa, sólo traza las líneas generales, dejando amplio campo a la reglamentación; y tiene carácter provisorio hasta el 31 de diciembre del corriente año, con la finalidad de redactar la ley definitiva, en base a la experiencia recogida durante su aplicación.

En España se dictó la ley del 15 de julio de 1952, que establece las condiciones a que deberán someterse las "sociedades de inversión mobiliaria", para acogerse al régimen impositivo especial previsto en el artículo segundo, (destinado a evitar la superposición de impuestos); pero ello no obstante, no han alcanzado mayor difusión estas sociedades.

Lo mismo ocurre en Italia, atribuyéndose su escaso

desarrollo no sólo a lo relativamente restringido de su mercado mobiliario, sino también a la falta de regulación legal del instituto y de tratamiento fiscal adecuado. Sólo cabe citar la creación en 1952, por la sociedad financiera "La Centrale", de un fondo de inversiones de gestión libre, bajo la forma de sociedad de capital fijo, conocida por la sigla INVEST (Sviluppo e Gestione Investimenti Mobiliari). Para salvar en el comienzo de la explotación, el inconveniente de la invariabilidad del capital, se concretó un acuerdo por el cual "La Centrale" se obligaba a rescatar las acciones de INVEST (a precios calculados conforme a valuación de inventario), hasta que el capital de esta última alcanzare a dos mil millones de liras, lo que ocurrió en 1953, a partir de cuya fecha se cotizan en Bolsa. Con esta ingeniosa solución, se resolvió el problema de la negociación directa de las acciones del fondo, organizando un mercado propio, sin necesidad de someter el valor de las acciones, a las contingencias de la Bolsa.

En Luxemburgo aparecieron los fondos de inversiones mobiliarias antes de la última guerra, basados en el modelo de los "investment trusts" ingleses, y a favor de una ley de 1929 que contemplaba exenciones impositivas para las sociedades "holding" y que atrajo abundantes capitales de otros países. Un ejemplo lo da la creación en 1931 de la U.I.P. (Union Internationale de Placement), con el aporte de capitales holandeses, austríacos, alemanes, y de compañías de seguros francesas e inglesas. Su estatuto determinaba límites cuantitativos y geográficos para la adquisición de los valores que debían integrar su cartera, pero la experiencia posterior demostró la inaplicabilidad de tales restriccio

nes y se modificó aquél, convirtiéndolo en fondo de gestión libre.

También en Luxemburgo se ha creado hace poco el "EURUNION", fondo europeo para realizar inversiones en los países miembros del Mercado Común Europeo, quedando establecido que en la distribución geográfica corresponde el 23% a Alemania, 21% a Francia, 16% a Holanda, 14% a Italia, 10% a Bélgica, y a Luxemburgo el 4% de su haber, reservándose para las disponibilidades el 12% restante. Además, se han fijado los porcentajes asignados a cada sector de la actividad económica, acordando preferencia a las ramas con industrias en expansión; y dentro de cada sector, a las empresas de mayor importancia y cuyos valores tienen más amplio mercado en las distintas bolsas. Tiene bancos depositarios en cada uno de los países donde se desenvuelven sus operaciones, y se da suma importancia a la publicidad de su gestión, por el carácter internacional de su radio de acción.

En Portugal, no obstante ser conocidos los fondos de inversiones mobiliarias a través de los escritos de Francisco Carmo e Cunha, no han logrado aclimatarse (1).

Otros países americanos:

En Brasil se organizaron adoptando distintas formas: Como sociedad por acciones, de capital fijo, las "Valéria S.A. Participações Industriais" (1.^a, 2.^a y 3.^a), supervisadas por "Deltec SA. Investimentos e Administração", con sede en Río de Janeiro. Como fondo de capital variable, constituido bajo las normas que rigen las sociedades en cuenta de participación, debe citar-

(1) Barreto Filho, ob. cit., p. 109.

se el "Fundo Brasil de Participação em Valores", del que es gerente asociada la "Companhia Brasil de Investimentos Gerais", de San Pablo. Finalmente existen otros organismos que adoptaron la forma de fondos de participación, administrados por una sociedad de inversión (1).

Chile: Con el propósito de facilitar las pequeñas o medianas inversiones, evitando la doble tributación y adoptando las medidas reglamentarias indispensables, se dictó el Decreto con fuerza de Ley N° 324 del 2 de abril de 1960, que establece los requisitos mínimos a que deberán sujetarse las sociedades anónimas que se constituyan con el exclusivo objeto de administrar por cuenta de terceros, aportes en dinero para su inversión en valores mobiliarios, ya sea en virtud de mandato, condominio, asociación o cuentas en participación, u otra forma (art. 1°), para que el fondo común de inversiones así constituido, se beneficie de las franquicias impositivas que se establecen en el art. 2° de dicho decreto.

México: Se dictaron tres leyes sobre sociedades de inversión, en fechas 30/12/1950, 30/12/1954 y 31/12/1955. Esta última, actualmente en vigencia, permitió la constitución de sociedades de capital variable, cuyos activos superaban al 31 de diciembre de 1958 los cien millones de pesos. Se opone a un mayor desarrollo, lo reducido del mercado de valores mexicano. (2)

(1) Barreto Filho, ob. cit., pgs. 195 y 225.

(2) Servente, Alberto Guido: "Sociedades de Inversión", ed. Tipográfica Editora Argentina S.A., Buenos Aires, 1959, p. 33.

En Panamá tienen importancia la "PAN-HOLDING Inc." fundada en 1939, a la que se fusionó ese año, la U.I.P. de Luxemburgo; y la "Latonia Investment Trust Co. S.A.", de capital fijo y cartera diversificada, que tuvo su origen en la sociedad luxemburguesa "Omnium Financier de Placement", fundada en 1936 con el aporte de capitales suizos.

En Uruguay se promulgó el 24/6/1948 una ley que algunos autores denominan de sociedades de inversión, pero que en realidad, comprende a sociedades de tipo "holding" que invierten sus fondos en el extranjero, con ciertas prohibiciones para evitar la creación de monopolios en países extranjeros creados sobre la base de una entidad uruguaya; gozan además de un régimen muy conveniente de imposición.

- - o O o - -

Fuera de los agrupamientos geográficos a que nos hemos referido, merece citarse el extraordinario desarrollo de los fondos de inversiones mobiliarias en el Japón. Aparecen las primeras organizaciones similares a estos fondos, antes de la segunda gran guerra, con el nombre genérico de "Shintaku Kaisha", (la primera expresión es equivalente a una de las acepciones etimológicas del verbo inglés "to trust" -confiar-, y la segunda, a sociedad). Estaban sujetas al contralor del Ministerio de Finanzas y debían cumplir ciertos requisitos relacionados con el monto del capital mínimo, con las inversiones y formación de reservas, publicidad, etc. En realidad, se dedicaban principalmente a operaciones de financiación, y actuaban como establecimientos de crédi

to.

En 1951 se promulgó la "Securities Investment Trust Law", formándose seguidamente tres sociedades (Nomura, Nikko y Yamaichi Securities Co. Ltd.), que administran fondos de gestión libre y a capital variable, pero con la particularidad de que una vez emitido el número de certificados que establece el reglamento de gestión, se transforman en fondos cerrados. La duración del contrato entre la sociedad gestora y el depositario de los valores que componen la cartera del fondo, es de dos años, prorrogable previa autorización de la Tokio Securities and Exchange Commission. El principal fondo de inversión es el "Nomura Investment Trust", organizado por la "Nomura Securities Co. Ltd.". La característica saliente de los fondos japoneses es la participación de pequeños inversores personales, en su mayoría obreros y empleados. El número de participantes que en 1951 era de 118.000 se elevó en 1958, a más de 1.200.000 (1).

Además como es obvio, en otros países ligados por lazos culturales y económicos con Gran Bretaña, como Australia y Unión Sudafricana, también tienen alguna difusión los fondos de inversiones mobiliarias, siguiendo el modelo de los "investment trusts" ingleses. En Australia los activos de estos fondos sobrepasan los cien millones de dólares (2).

- - o o o - -

(1) Diario de Sesiones de la H. Cámara de Senadores de la Nación, Buenos Aires, 23/6/1960, p. 238.

(2) Bullock, ob. cit., p. 149.

CAPITULO SEGUNDO

La fórmula del "trust" angloamericano y su aplicación
a los fondos de inversiones mobiliarias

- - o O o - -

S E C C I O N A

- 1.- El "Investment Trust" en el derecho anglosajón.
- 2.- Adaptación del "Investment Trust" al ordenamiento jurídico de los países del continente europeo.

- - o O o - -

1.- EL "INVESTMENT TRUST" EN EL

DERECHO ANGLOSAJON

Los fondos de inversión de capital variable, cuyas ventajas y mayor difusión con respecto a los de capital fijo ya hemos señalado en las secciones precedentes, pueden constituirse ya sea bajo la forma de sociedad (generalmente por acciones); o bien mediante el contrato de "trust" en los países de "Common Law" (1), o de sus trasposiciones en los demás países. La primera hipótesis sólo sería viable en países como Estados Unidos -y en Francia y México con la sanción de las últimas leyes sobre sociedades de inversión- cuyo ordenamiento jurídico permite la emisión continua de acciones, y su rescate en cualquier momento, sin someter a estas operaciones a formalidades especiales, que por reducidas que fueren, imposibilitarían el funcionamiento con la debida eficacia.

En Estados Unidos se determina en el acta de incorporación el capital autorizado de la sociedad, cuyo monto por lo regular se fija en un importe muy superior al necesario para el giro de los negocios, reservándose el consejo de administración la facultad de decidir nuevas emisiones hasta cubrir el total del capital autorizado, para lo cual no es necesario modificar el estatuto, ni someter la cuestión a consulta de los accionistas. Solamente el capital emitido responde por las deudas de la sociedad.

(1) La expresión "Common Law Countries" se utiliza por los autores anglosajones para designar a los países regidos por el sistema jurídico inglés, denominando a los demás países "Civil Law Countries". La frase "derecho anglosajón", en uso por los autores europeos (continentales), parecería menos correcta, por ser éste el que regía en Inglaterra antes de la conquista normanda de 1066 (Senn, ob.cit., p. 20).

Además, la mayoría de los estados norteamericanos y la jurisprudencia admiten el rescate por la sociedad, de sus propias acciones; en general, por utilización de reservas y condicionado a que no afecte los derechos de los acreedores. Las acciones rescatadas pueden mantenerse en cartera sin reducir el capital, y se convierten en acciones de tesorería (treasure shares) (1). Pueden anularse o revenderse; en este último caso se convierten nuevamente en ordinarias, sin que se considere aumento de capital. El precio de rescate se calcula en la misma forma que el de emisión, por el valor real del activo neto, dividido por el número de acciones en circulación, al día de la venta.

Igualmente es posible en Canadá, la constitución de estos fondos, en forma análoga a la de Estados Unidos, pero no ocurre lo mismo en Inglaterra, donde si bien se admite el aumento de capital en tales condiciones, una jurisprudencia constante impide la adquisición de las propias acciones, sin la correlativa reducción del capital social. Por su parte, las leyes mexicana y francesa sobre sociedades de inversión, autorizan la variabilidad del capital por aumentos o rescates, por sobre el importe del capital mínimo que exigen dichas leyes.

En lo que se refiere al "trust", utilizado en los países de derecho angloamericano, diremos que tiene una extraordinaria flexibilidad, tal que puede apelarse a él para las finalidades más diversas; desde las personales, como hacer rezar misas

(1) Hubert Lepargneur: Les Sociétés Commerciales aux Etats Unis d'Amérique - Leur Régime Juridique, ed. Jouve, Paris. 1951, ps. 180 y ss.

por un difunto, hasta en el campo del derecho internacional público, como al reconocer Estados Unidos la independencia de las Filipinas en 1916, declaró que conservaba a este país en "trust" hasta que fuera posible establecer un gobierno estable y autónomo (1).

Según MAITLAND (2) "hay trust cuando una persona resulta titular de derechos que debe ejercitar por cuenta de otra persona, o para el cumplimiento de cualquier finalidad predeterminada". Intervienen en el contrato el "setlor" (fundador o constituyente del trust), que separa de su patrimonio un bien o conjunto de bienes (objeto del trust, o "res"); y lo cede a una persona física o jurídica, el "trustee" (o fiduciario), con la finalidad de destinar la renta del bien así afectado, al "cestui que trust" (beneficiario), o a la realización de un fin prefijado.

Esta institución se desarrolló por múltiples ensayos y ni aún en Inglaterra, donde tuvo su origen, las leyes establecen sus características esenciales.

Se sitúan sus comienzos alrededor del siglo XIII, cuando algunas personas que deseaban eludir los derechos feudales por causa de muerte, confiaban ciertos bienes a un tercero que pasaba a ser el titular, y que debía permitir el goce de dichos bienes al beneficiario designado por el verdadero titular, que quedaba oculto. Se elegía para tales propósitos al mejor amigo, a una persona de confianza (más adelante llamada "trustee"), pero ocurría

(1) Pierre Lepaulle: *Traité Théorique et Pratique des Trusts*, ed. Rousseau et Cie., Paris, 1932, ps. 10 y 111/12.

(2) Libonati, ob. cit., p. 498.

que a veces éste desconocía al propietario encubierto, y se apropiaba indebidamente de los bienes constituidos en "trust".

El auténtico propietario no podía obtener justicia ante los tribunales ordinarios (Cortes de Common Law), y se dirigía entonces a la otra jurisdicción judicial inglesa, la "Equity", que debe su nombre a que aplicaba, en lugar de los principios del derecho, la equidad basada en la Moral de Aristóteles y la concepción cristiana de la conducta según conciencia. Administrada primeramente por el Rey, éste fué delegando funciones en el Canciller, organizándose una Corte de Equity formada por ilustres juristas, que articularon un derecho especial pero no totalmente independiente del "Common Law". Desde 1875 se aplica por los mismos jueces, pero los asuntos de la "Equity" son deferidos a la "Cámara de la Cancillería".

Si bien el titular aparente de la "res" detentaba el derecho de propiedad según el "Common Law" (legal title), en la jurisdicción de "Equidad" se le reconoció al verdadero propietario el "equitable title" sobre el bien, por lo que algunos juristas europeos, con Franceschelli, opinan que la doble propiedad es la característica fundamental del "trust", concepto que es criticado por los autores anglosajones (1).

La justicia del Rey, sin desconocer el título conforme al derecho común, obligó al "trustee" a no ejercer más que los derechos tendientes a la ejecución del fin a que se había afectado

(1) Ruford G. Patton: "La Naturaleza del Interés del Beneficiario en un Trust o Fideicomiso", Revista JUS, México, Marzo 1949, ps. 231/2.

el bien, con lo que se vieron respetados los derechos del instituyente, desapareció el elemento de clandestinidad, y se extendió el uso del "trust" a los fines más diversos en materia civil y sobre todo comercial. En los países anglosajones son comunes los departamentos "fiduciarios" de los bancos, que se ocupan de trusts personales o familiares. Del mismo modo debe mencionarse la aplicación del "trust" para constituir las "fundaciones" con objetos de bienestar público general o especial, como las conocidas bajo el nombre de sus fundadores: Carnegie, Rockefeller, Peabody, etc. En Estados Unidos se constituyen numerosos "trusts" de menor cuantía, resultantes de contratos de seguros, acuerdos inter vivos, o disposiciones testamentarias, para proveer de fondos al creador del trust o a su familia. Pero las aplicaciones más importantes de esta institución se dirigieron especialmente al campo del derecho de sociedades (ya que nada limita el número de fundadores o beneficiarios), y dentro de éste, su utilización más difundida es la de los "investment trusts".

Si bien el "trust" difiere de la sociedad por acciones, por su ausencia de personalidad jurídica, tiene las mismas ventajas que ésta, por la constitución de un patrimonio independiente de las personas de los socios (o beneficiarios); la posibilidad de contralor de éstos sobre la marcha de los negocios; la responsabilidad limitada al monto de la parte de los beneficiarios (en caso de establecerlo así la carta constitutiva del trust); la unidad de dirección; la transmisibilidad de las partes beneficiarias que pueden ser representadas por "trust certificates", y circular como acciones al portador, etc. No puede afirmarse que una forma

sea superior a la otra, y ambas coexisten y se desarrollaron paralelamente en Inglaterra, Estados Unidos y Canadá. Tiene a su favor el "trust" la ausencia de una reglamentación rígida para su constitución y funcionamiento; formalidades menos rigurosas para estos actos; la posibilidad de elegir el matiz deseado en cuanto a los poderes de los administradores, que pueden ser omnímodos, o limitados en la medida que lo resuelvan los fundadores; constituir el "trust" afectando el patrimonio antes de tener asociados; y el conjunto de garantías reales y personales que tienen éstos hacia el "trustee".

En materia de fondos de inversiones mobiliarias, van cediendo terreno en Estados Unidos ante las sociedades, constituyéndose bajo la fórmula del "trust" (Business Trusts o Massachusetts Trusts), sólo aquéllos que se establecen y operan dentro de un círculo más bien limitado de intereses, pero los que dirigen su objetivo a la colocación en el gran público, corrientemente adoptan la forma societaria. Los "trusts" están asimilados por la ley y la jurisprudencia norteamericana, a las sociedades, tanto desde el punto de vista fiscal, como de las disposiciones sobre la quiebra, aplicación de las "Blue Skys Laws", etc. Resulta innecesario aclarar que nada tiene que ver el sentido jurídico del término "trust", con el sentido económico que comenzó a usarse en Norte América como equivalente a monopolio o para designar fenómenos de concentración financiera, costumbre que tuvo su origen en el hecho de que se recurrió a esta fórmula para crear las organizaciones tendientes a esos fines.

En Inglaterra sólo se constituyen en esta forma los "Unit

Trusts" -al difundirse la fórmula de capital variable- pero en este país, como ya lo hemos aclarado anteriormente, es más frecuente la sociedad de capital fijo. Los "Unit Trusts" se hallan bajo el contralor del Board of Trade, que exige la inclusión de cláusulas tipo en el contrato de "trust", en especial relativas al mercado de cuotas partes; verifica la personalidad y garantías ofrecidas por los dirigentes del "trust"; la forma de cálculo de los beneficios y del precio de venta de los certificados; etc., con el objetivo de proteger al suscriptor.

En la aplicación esquemática del instituto al caso particular de los "Investment Trusts", la administración del conjunto de bienes transferidos por los suscriptores de certificados (que aparecen aquí como "setlors"), corresponde al promotor de la organización, (por lo general una sociedad financiera), que se denomina "~~man~~ager" o "depositor", bajo la vigilancia del "trustee" (un banco u otra sociedad financiera). Los beneficiarios de la gestión del fondo son los aportantes de capitales, que revisten a un tiempo la calidad de "setlors" y de "cestuis que trust". Introduce alguna confusión en la terminología, aparte de este doble aspecto con que se presentan los suscriptores, el desdoblamiento de las funciones del "trustee" entre las dos entidades: la sociedad gestora y el banco (o sociedad financiera, en su caso), aplicándose la denominación de "trustee" solamente a esta última.

Los resultados son análogos a los de la hipótesis de constitución del fondo como sociedad por acciones, ya que el contrato ("trust deed"), en que se establecen las cláusulas que han de regir la actividad del "trust", equivale al estatuto de la sociedad;

la sociedad gestora y el banco, al directorio; los beneficiarios a los accionistas; y por último, los certificados del "trust" corresponderían a las acciones de la sociedad.

- - o o o - -

2.- ADAPTACION DEL "INVESTMENT TRUST" AL ORDENAMIENTO JURIDICO DE LOS PAISES DEL CONTINENTE EUROPEO

Suiza:

Como ya se expresó en la sección anterior, Suiza fué el primer país del continente europeo donde se adoptó la fórmula de los fondos de inversiones mobiliarias de capital variable, recurriéndose a la noción de copropiedad por la imposibilidad de constituir sociedades de capital indeterminado, y para eliminar al mismo tiempo, por la ausencia de personalidad jurídica del fondo, el obstáculo de la doble imposición.

En contra de la opinión de algunos autores como LEPAULLE (1), que afirma que la Unión de Banques Suisses constituyó sin ninguna dificultad un "trust" (1932), la mayoría opina que sólo se trata de una trasposición de esta fórmula, basada en la noción de copropiedad existente en el derecho común.

En el contrato de constitución de los fondos comunes sui zos intervienen tres partes, y su mecanismo es el siguiente: entre la sociedad gestora y el depositario se suscribe aquel contrato, que regula el funcionamiento del fondo y los derechos y obligacio nes de las partes; para el tercer participante, los suscriptores o inversores que son los propietarios reales del haber del fondo, es un contrato de adhesión. Al depositario se lo denomina por lo general, en el contrato o reglamento de gestión, "gerente fiducia rio" o "trustee", términos que no se utilizan en sentido técnico, y que dan origen a confusión como en el caso del "Investment Trust"

(1) Ob. cit., p. 354.

a que nos refiriéramos en el apartado anterior. La presencia del depositario (por lo regular un banco), se justifica como representante de los suscriptores, en la vigilancia de la administración del fondo.

A la sociedad gestora y al depositario se los califica como "órganos activos" del fondo común, en tanto que los suscriptores, cuya única obligación es efectuar los aportes con los que se constituirá aquél, son los elementos pasivos. Algunos autores consideran que el depositario es también un elemento pasivo, pero ello es refutable, si se piensa que las funciones de administración del fondo se hallan escindidas entre las dos entidades que suscriben el contrato.

Las disposiciones del contrato o reglamento de gestión no difieren mayormente de un fondo a otro (téngase presente que nos referimos únicamente a los de inversiones mobiliarias, objeto del presente estudio), considerando los administrados por una misma sociedad gestora (ya sea la SIP o bien la INTRAG), pero se observan diferencias importantes entre los constituídos por distintas sociedades promotoras. No obstante ello, trataremos, siguiendo a SERVIEN (1), de agrupar en forma esquemática, las funciones de ambos órganos activos:

De la sociedad gestora o administradora del fondo común:

a) Emite los certificados de participación en el fondo, y determina sus precios de emisión y rescate. Los firma conjuntamente con el depositario.

b) Retoma los certificados cuyo rescate soliciten

(1) Ob. cit., ps. 67 y ss.

los adherentes, por intermedio del depositario.

c) Selecciona las inversiones, por lo general de listas de valores indicadas en el contrato.

d) Vende los títulos en cartera y los reemplaza conforme a las listas precitadas.

e) Opta entre participar en los aumentos de capital a que tienen derecho las acciones en cartera, o vende los derechos de suscripción.

f) Si lo juzga conveniente, deposita en el banco y no lo reinvierte, el producto de la venta de títulos u otros ingresos.

g) Establece el monto de los beneficios a distribuir.

h) Dirige la propaganda y publicidad.

i) Según muchos reglamentos, la sociedad gestora puede representar por sí o por apoderado, las acciones que constituyen el haber del fondo, en el ejercicio de los derechos que correspondan a aquéllas ante las entidades emisoras; de acuerdo con otros contratos, tal facultad está reservada al banco.

Atribuciones del depositario (por lo regular un banco de gran prestigio):

a) Recibir los importes de las suscripciones.

b) Verificar, al firmar los certificados de participación, que han sido emitidos de conformidad con el contrato; y librar aquéllos.

c) Conservar en depósito todos los valores que forman el haber del fondo; las sumas momentáneamente disponibles;

las necesarias para el pago de cupones de certificados; y abonar éstos.

d) Recibir los dividendos y demás ingresos producidos por el haber del fondo.

e) Controlar que la sociedad gestora observe las directivas impuestas por el reglamento, al efectuar las inversiones en valores mobiliarios (sin asumir la responsabilidad de la elección de dichos valores).

f) Establecer periódicamente, sobre la base de las últimas cotizaciones, el valor de inventario de los certificados, para el cálculo de su precio de emisión y rescate por la gestora.

g) Organizar y mantener un mercado libre para la negociación de los certificados.

h) Actuar como intermediario en el reembolso de los certificados cuyo rescate hubiera sido pedido (no pudiendo adquirirlos por cuenta propia, a título de inversión permanente).

i) Remitir a la sociedad gestora, los resguardos concernientes a las acciones en depósito, para ejercer el derecho de voto que corresponde a éstas, a menos que el reglamento reserve la facultad de representación, al depositario.

j) Comunicar a la gestora, todos los cambios en la composición de la cartera, en que hubiere tenido intervención.

k) Percibir las comisiones contractuales destinadas a cubrir sus gastos de gestión, depósito y otros.

l) **Convocar** a los suscriptores a asamblea general, en caso de preverse este órgano deliberativo en el reglamento; designar presidente y secretario de aquélla.

m) Proceder a la liquidación del fondo común, en caso de que la sociedad gestora deje de administrarlo, por rescisión u otra causa.

n) En algunos fondos, se dispone en forma expresa que el depositario representa a los inversores frente a la sociedad administradora.

Las tareas del banco depositario se ven facilitadas, porque recolecta y conserva en depósito, todos los fondos provenientes de las suscripciones de certificados, lo que le permite el control de la inversión de dichos capitales.

Refiriéndonos al suscriptor o adherente, diremos que su única obligación es depositar el importe del certificado; correlativamente tiene derecho a recibir su proporción en los beneficios resultantes de la administración de la cartera del fondo, y al reembolso a su pedido, del valor de los certificados que posee. No puede dar instrucciones a la sociedad gestora con respecto a las tareas de administración; si no está satisfecho con el manejo del fondo, la única alternativa es retirarse ejerciendo su derecho al reembolso.

En cuanto al reglamento de gestión, las disposiciones más importantes y numerosas se refieren a la política de inversión, no obstante lo cual dejan gran libertad de acción a la sociedad gestora, por lo que puede afirmarse que la mayoría de los fondos comunes suizos son de cartera de composición libre o flexible.

Tales disposiciones pueden resumirse como sigue:

a) Debe observarse una distribución equilibrada de

riesgos, entre los diversos sectores de la economía, y entre las empresas de un mismo sector.

b) Por lo menos el 70% del haber del fondo, debe estar invertido en valores cotizados en bolsas suizas (no incluyen esta disposición, como es obvio, los fondos comunes especializados en valores extranjeros).

c) No pueden adquirirse sino acciones de sociedades con cinco años, como mínimo, de existencia.

d) Las inversiones deben efectuarse esencialmente en acciones de sociedades que distribuyan dividendos.

e) Puede invertirse en acciones de una misma empresa, sólo hasta el cinco por ciento del haber del fondo, como máximo.

f) Las listas de valores que prevé el reglamento (principal y secundaria, o de reserva), pueden ser modificadas o añadirse nuevos valores, por la sociedad gestora, con asentimiento del depositario. No se requiere la autorización de este último, para transferir valores de la lista de reserva, a la principal.

g) Si la sociedad administradora estima que no es oportuno transitoriamente, efectuar inversiones, podrá conservar los fondos en el banco depositario, o colocarlos en obligaciones.

h) No puede contraerse deuda alguna a nombre del fondo, con excepción del importe suscrito a pagar, sobre acciones en cartera.

El contrato o reglamento de gestión establece la estructura, organización y reglas de administración; y las relaciones jurídicas entre las partes. Se formaliza entre la sociedad gesto-

ra y el depositario; aquélla adquiere en su propio nombre, por cuenta de los suscriptores y con los aportes de éstos, los valores que integrarán el fondo; y los deposita en el banco. Este reglamento puede ser modificado por los órganos activos del fondo, sin intervención del tenedor de certificados. En otros contratos se prevé su modificación por el presidente de la Cámara de Comercio, por experto designado por éste, o por otra autoridad privada. Algunos disponen que puede modificarlo una asamblea de inversores, pero dejan facultades discrecionales a los órganos activos. Muchos reglamentos hacen referencia a la asamblea, pero no prescriben la forma de su constitución; hay algún caso (pero ya en el campo de los fondos inmobiliarios), en que la asamblea es el órgano soberano; entre ambos extremos, existen muchas variantes intermedias.

Como no hay legislación especial que reglamente los fondos de inversión, rigen en esta materia los principios generales del derecho, en cuanto a la libertad de las convenciones, dentro de los límites que fija el Código de Obligaciones suizo.

Para terminar con la exposición relativa a los fondos comunes suizos, esbozaremos rápidamente su estructura jurídica, conforme a la opinión más generalizada entre los autores (1).

Al estudiar las relaciones jurídicas entre los suscriptores y la sociedad gestora, ven un contrato de mandato para la administración del fondo común; y de venta de los certificados, por

(1) Senn; Servien; Libonati; etc.; ps. 245 y ss.; 103 y ss.; 506 y ss.; respectivamente.

la sociedad a los adherentes. Con el banco, los ligaría un contrato de depósito por el dinero destinado a la adquisición de los certificados; y de mandato, para ejercer las funciones de administración que reserva el reglamento, al depositario (como cajero, etc.).

Entre el banco y la sociedad gestora existiría un contrato de depósito, de los valores y disponibilidades que componen el haber del fondo común.

Este análisis prueba que si bien en su aspecto externo, el funcionamiento y estructura de los fondos comunes suizos, son semejantes a los de los creados con la fórmula del "trust", no son sino una simple adaptación de ésta.

El punto más controvertido es el de las relaciones jurídicas que ligan a los tenedores de certificados. Las dos principales hipótesis suponen que se trata de una sociedad entre los inversores; o que se está en presencia de una comunidad de copropietarios en el sentido de los artículos 646 y siguientes, del Código Civil suizo (el reglamento del fondo CANASEC lo establece así en forma expresa).

Esta última teoría es la más aceptada (no obstante que se le formulan algunas críticas), pues en contra de la hipótesis de la existencia de sociedad entre los participantes, se argumenta que no existen entre ellos relaciones contractuales. No se conocen, o más bien no tienen intención de conocerse, por falta de espíritu asociativo (pues los accionistas de una sociedad anónima tampoco se conocen). Falta el objeto común para cuya consecución las partes deciden asociarse dando vida a una actividad con

junta, que no se advierte en el fondo de inversión, que nace precisamente del propósito del inversor de no ejercer actividad alguna, y que se agota con la adquisición del certificado, para obtener las ventajas de la cooperación de la sociedad gestora y la reunión de los capitales que formarán el fondo.

La inexistencia de una personalidad jurídica distinta de la de los suscriptores, que son los verdaderos propietarios del haber del fondo, trae como consecuencia ventajas de orden impositivo, ya que el inversor se encuentra en la misma situación fiscal que si efectuara la gestión de su cartera en forma directa. La sociedad administradora paga impuestos por su actividad, como cualquier sociedad comercial.

No obstante los puntos vulnerables que presenta la construcción jurídica adoptada, desde el punto de vista teórico, los fondos comunes suizos se desarrollaron en la práctica sin inconvenientes, debiendo subrayarse que tuvieron gran difusión aún antes de que comenzara a discutirse en doctrina su naturaleza jurídica. Sin embargo, existe actualmente una fuerte corriente de opinión favorable a una regulación legal del instituto, destinada a la mayor protección del inversor.

Alemania:

La iniciativa de crear un fondo de inversiones mobiliarias de capital variable, calcado sobre el ejemplo suizo, y aprovechando la concordancia en muchos aspectos, del ordenamiento jurídico de ambos países, correspondió en 1950 a la "Allgemeine Deutsche Investment GmbH" (ADIG).

Las partes que intervienen en el contrato, como en el mo

delo suizo, son tres: los suscriptores, la sociedad gestora (la ADIG), y el depositario, cuyas funciones se encargaron al Bayerische Staatsbank. Las relaciones jurídicas que entrelazan a las partes entre sí, son también semejantes a las descriptas anteriormente. El contrato de gestión tiene una duración indeterminada, y la salida del participante del fondo común, se opera mediante el rescate de su cuota parte (pudiendo ceder asimismo sus certificados). Se permite la entrada de nuevos inversores, pero con la particularidad de que la sociedad administradora se reserva la facultad de declararlo "cerrado" en cualquier momento.

La composición de la cartera es del tipo flexible; y los participantes se hallan como los suizos, en igual situación fiscal que si administraran en forma directa su cartera particular.

La principal dificultad, desde el punto de vista jurídico, con que tropiezan los fondos comunes alemanes creados en base a la copropiedad, es la imposibilidad de dar a los certificados el carácter de verdaderos títulos (como es el caso de las acciones), pues sólo constituyen una simple prueba de la participación del fondo.

Como puede verse por los rasgos analizados, los fondos comunes germanos, como sus similares suizos, son una mera trasposición de las formas externas del "trust".

La ley alemana dictada posteriormente a la creación de estos fondos (16 de abril de 1957), fué cuidadosamente preparada sobre la base de un proyecto presentado en 1953 en el Bundestag, y repetido con pocas variantes en 1955. Fué precedida por un viaje de estudio a Estados Unidos, de varios miembros de aquel cuer

po, acompañados por dos expertos en la materia.

Prevé la administración del o los "capitales especiales" por una sociedad gestora (a nombre de ésta y por cuenta de los adherentes), en dos formas distintas: una de ellas, es la de la copropiedad de los participantes (*miteigentumlösung*), igual a la adoptada por la ADIG (art. 6º, ap. 1º); en la otra forma, en cambio, el "patrimonio autónomo" o "capital especial", pertenece en propiedad fiduciaria (*treuhandlösung*) a la sociedad gestora, quedando separados, en ambos casos, el patrimonio de la sociedad del haber del fondo común de inversiones.

Esta última concepción se inspira en el "Treuhand", contrato por el cual una parte "Treugeber" (fiduciante o fideicomitente), transfiere a la otra, "Treuhandler" (fiduciario o fideicomisario), una cosa o un derecho, o un conjunto de cosas o derechos, a los fines de garantía o de administración. El fideicomisario tiene en principio, todos los derechos sobre el objeto del contrato, pero está obligado a respetar el fin que se propone el fideicomitente al efectuar la transferencia, en virtud de un "*pactum fiduciae*". Este contrato se aproxima a la noción del "trust", pero no es lo mismo; habiéndose criticado su inclusión en el proyecto que precedió a la ley, en especial por la ADIG, quien sostuvo que esa institución carecía de base legal, estando elaborada solamente por la doctrina y la jurisprudencia, lo que podría dar lugar a controversias judiciales (1).

Para asegurar la independencia del haber del fondo, del

(1) Senn; ob. cit., p. 255.

patrimonio de la sociedad, previsión que se hace indispensable en la hipótesis de la propiedad fiduciaria del "capital especial", la ley alemana dispone (art. 9º, ap. 2º), que este último no responde por los compromisos u obligaciones de la sociedad gestora, ni por los contraídos por ésta en relación con negocios efectuados por cuenta común de los inversores (salvo, como resulta evidente, en cuanto hace a las operaciones relativas a la gestión de la cartera). El mismo artículo prohíbe a la sociedad promotora, contraer compromisos a nombre de los coparticipantes, sancionando con la nulidad, cualquier convención en contra de las disposiciones precedentes. A mayor abundamiento, por el artículo 8º, ap. 3º, se dispone que no pueden compensarse las reclamaciones contra la sociedad administradora, con las deudas del fondo de inversión; y en el artículo 12, ap. 3º, que el "capital especial" no pertenece a la masa, en caso de quiebra de la sociedad gestora.

Bélgica:

Igualmente en Bélgica se constituyeron con posterioridad a la última guerra mundial, los fondos comunes de capital variable, también inspirados en la práctica suiza, promoviendo la creación de los primeros la S.A. BEMAB, para soslayar los obstáculos de orden legal y fiscal que impedían adoptar la forma societaria.

La sociedad gestora (BEMAB S.A.), recibe valores mobiliarios o dinero efectivo de los inversores, adhiriendo éstos al contrato o reglamento de gestión, en el que se estipula que aquélla tiene facultades para administrar, ya sea por cuenta de cada participante -por separado y en forma individual- los bienes reci

bidos de éste; o bien para reunir en un fondo común los bienes de varios participantes para su administración conjunta. Cuando se ha reunido una determinada cantidad de bienes, se forma el llamado "Depósito Colectivo" (Dépôt Collectif), al que pueden adherirse nuevos suscriptores mediante el aporte de títulos o dinero, sustituyéndose el derecho de propiedad personal del inversor, por un derecho de copropiedad en el haber del fondo, representado por certificados que indican el número de partes ideales que posee.

El banco depositario recibe los valores para su depósito y custodia, y los maneja conforme a las instrucciones de la S. A. BEMAB, pero se le acuerda contractualmente la facultad de oponerse a cualquier orden de la gestora, que no se ajuste a las disposiciones del reglamento de gestión. La administración de la cartera es del tipo libre o flexible, pues el contrato deja amplia libertad de acción a la sociedad promotora.

Como en los demás casos analizados, el depósito colectivo carece de personería jurídica, pues su haber es de propiedad indivisa y exclusiva de los adherentes, que pueden retirarse del fondo en cualquier momento, mediante el pedido de reembolso de su cuota parte, o por la transferencia del certificado que es nominativo a la orden, y puede transmitirse como título al portador, mediante endoso en blanco.

Como ya se ha señalado en la sección anterior, el 27 de abril de 1957 se dictó la ley belga sobre fondos comunes de inversión, que considera tales, a las masas indivisas de valores mobiliarios, dirigidas o administradas por una sociedad de gestión, por cuenta de los propietarios indivisos, cuyos derechos están re-

presentados por títulos a la orden o al portador, o por títulos que son o hubieren sido objeto de una emisión pública (Arts. 1º y 2º); y que establece disposiciones aplicables a estos fondos, en materia fiscal (Art. 10).

Igualmente nos hemos referido al decreto francés 57-1342 del 28 de diciembre de 1957, también sobre fondos comunes de inversión; y a la experiencia holandesa, similar a la de Suiza, Alemania y Bélgica.

- - o o - -

A modo de resumen de este punto, podemos señalar las siguientes conclusiones:

a) Los fondos de inversiones mobiliarias creados en los países del continente europeo, no se constituyeron sobre la base de la noción del "trust", sino que han asimilado meramente las formas externas de éste, como lo prueba el llamado a las nociones jurídicas de copropiedad e indivisión, y a los contratos de mandato y depósito, en las discusiones doctrinarias y en los reglamentos de gestión.

b) Para la regulación legal de las entidades en estudio (en países con derecho de base romanista), no se ha apelado a la incorporación de la fórmula del "trust", ya que las leyes dictadas se articulan sobre instituciones ya existentes en el derecho común. Es significativo el caso de la ley mexicana de 1955, que prevé el funcionamiento de las sociedades de inversión de capital variable; no obstante la existencia desde el 25 de agosto de 1932, de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, que disciplina el fideicomiso, considerado por los autores que pre

conizan su difusión, como un trasplante del "trust" al medio jurídico mexicano.

c) Al parecer, se ha tratado al dar estructura legal a los fondos de inversión, de no introducir mayores modificaciones en la legislación vigente. Llama la atención que en Francia coexisten los fondos comunes basados en la figura de la copropiedad indivisa, con las sociedades de capital variable (decretos 57-1341 y 57-1342), atribuyéndose la creación de estas últimas, al propósito de permitir a las sociedades de capital fijo creadas al amparo de la Ordenanza de 1945, que no habían tenido mayor desarrollo, transformarse en variables, para poder competir con los fondos comunes (1).

d) Se advierte una corriente en favor de la legislación especial en la materia -que se confirma tanto por las leyes dictadas en los últimos años, como por la opinión de los autores suizos e italianos- con la doble finalidad de proteger al pequeño y medianó inversor, y de remover los obstáculos fiscales y legales que puedan trabar el desarrollo de las entidades en estudio.

- - o O o - -

(1) De Ravel, ob. cit., p. 89.

S E C C I O N B

La Experiencia Argentina

- 1.- Las Cuentas Especiales para Participación en Valores
Mobiliarios del I.M.I.M.

- - o O o - -

1.- LAS CUENTAS ESPECIALES PARA PARTICIPACION EN
VALORES MOBILIARIOS DEL I.M.I.M.

Por Decreto N° 15625 del 4 de junio de 1947 (con una modificación de forma del Decreto 21035/47), se creó el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias, (entidad de carácter mixto-estatal privada), con el principal objeto de formar y mantener un mercado de valores mobiliarios con características de firmeza y estabilidad, para facilitar la inversión de capitales en apoyo de las actividades industriales que se querían fomentar.

De las amplias funciones que le asignara su Carta Orgánica desarrolló especialmente las relacionadas con la regulación del mercado mobiliario; en menor escala desempeñó actividades crediticias; y a partir del 2 de agosto de 1954 implantó el sistema de las cuentas especiales de participación en valores mobiliarios, al que nos hemos de referir en este punto.

Las facultades necesarias para poner en práctica este régimen figuraban en el decreto de creación, art. 4°, inc. f) que lo autorizaba para "recibir depósitos en caja de ahorro u otras formas aprobadas por el Banco Central de la República Argentina, únicamente para cuentas de participación en títulos, acciones, debentures y otros valores mobiliarios, así como recibir depósitos en cuenta y/o custodia, de toda clase de valores mobiliarios, en las condiciones que reglamente el Banco Central de la República Argentina".

El objeto primordial era encauzar el pequeño ahorro hacia inversiones mobiliarias directamente vinculadas con la capacidad productiva del país.

Para su creación se estudiaron las disposiciones legales

y la práctica imperante en materia de fondos de inversiones mobiliarias, de Inglaterra, Estados Unidos, Suiza y Francia, y se tuvieron especialmente en cuenta las causas de las graves perturbaciones financieras que hemos señalado en el capítulo primero.

Como sistema dirigido a extenderse entre el pequeño inversor, se procuró darle las características comunes de las cuentas de ahorro: sencillez, reintegro del capital en todo momento, estabilidad y seguridad de rendimiento, capitalización de los intereses, y admisión de pequeñas imposiciones; tratando de eliminar los factores de complejidad o inseguridad que impidieran la difusión de este tipo de depósitos. El participante en estas cuentas está en la misma situación que el que lo hace en una caja de ahorros, desentendiéndose totalmente de la posterior inversión de los fondos por el Instituto.

Las bases generales del sistema conforme al anteproyecto del I.M.I.M. aprobado por el Banco Central el 23 de abril de 1954, son las siguientes:

1) El I.M.I.M. recibe depósitos para cuentas individuales de participación en títulos, acciones u obligaciones, debiendo suscribir el inversor un contrato-autorización que faculta a aquél para colocar los fondos depositados, en valores mobiliarios.

2) Los fondos depositados se invierten por el Instituto en valores públicos o privados, seleccionados conforme a las condiciones más favorables de rentabilidad, solidez patrimonial, solvencia y perspectivas de evolución de las empresas emisoras, y facilidad de realización de los papeles.

3) Con los dividendos e intereses correspondientes, el I.M.I.M. forma un fondo común que al cierre del ejercicio se distribuye entre los participantes y el Instituto.

4) Este es administrador de los fondos entregados por los depositantes y corre con los riesgos de las inversiones, fluctuaciones de precios, de dividendos, o pérdidas por ventas. El inversor no corre riesgo en cuanto al reintegro de los fondos ni a la percepción del interés mínimo asegurado por el I.M.I.M. (en aquel entonces del 3%, que era el que devengaban los depósitos típicos en caja de ahorro, y actualmente el 5%).

5) El depositante no está obligado a realizar aportes en forma periódica y puede retirar sus fondos, total o parcialmente, en cualquier momento, perdiendo el derecho al dividendo adicional únicamente en caso de cancelar su cuenta.

6) Además del interés garantizado, el Instituto abona un interés adicional conforme a los resultados que arroja la cartera.

7) De los beneficios obtenidos por las inversiones efectuadas, el I.M.I.M. deduce una parte para hacer frente a los gastos de administración del sistema, y un porcentaje como comisión de gestión para el Instituto y para hacer frente a los riesgos eventuales. El excedente se prorratea entre los depositantes en proporción al monto y tiempo de sus imposiciones.

8) En forma experimental y mientras se observara la evolución del régimen, se fijó el monto máximo por cuenta en \$ 250.000.- y el total de los depósitos a recibir, en cincuenta millones. Actualmente ha sido eliminado el tope máximo para acor

dar mayor flexibilidad a la recepción de depósitos (por resolución del Banco Central), y se elevó el máximo por cuenta a quinientos mil pesos.

El sistema difería de los depósitos en cajas de ahorro bancarias, en que éstas se hallaban garantizadas por el Estado, en tanto las cuentas de participación solamente lo estaban mientras no se invertía el dinero efectivo en valores mobiliarios; después de esta etapa, contaban únicamente con la garantía del patrimonio del I.M.I.M.

Se estimaba, en el momento de proyectar el sistema, que era posible obtener de los papeles privados, especialmente de las acciones preferidas, que en ese entonces proporcionaban rentas más regulares y mantenían precios más estables que las ordinarias, utilidades que podrían permitir adjudicar a los depósitos, un interés total de alrededor del 6% anual. Además se indicaba como ventaja de tales acciones que no existía riesgo de bajas acentuadas en su cotización, con lo que se eludía el peligro de quebrantos en caso de verse obligado el I.M.I.M. a realizar ventas para atender extracciones de fondos de los depositantes.

Para diferenciar estos depósitos de los de caja de ahorro que debían ajustarse a las disposiciones de la Ley de Bancos (por cuenta del Banco Central y en los plazos y tasas que él determine), y como el I.M.I.M. estaba facultado por el art. 4º del Decreto 15625/47 para recibir depósitos en caja de ahorro "u otras formas", las cuentas abiertas para tales fines, se denominaron "Cuentas Especiales para Participación en Valores Mo-

biliarios".

Como ya se ha indicado, el depositante al abrir la cuenta suscribe un formulario-contrato, autorizando expresamente al Instituto para invertir el dinero depositado en valores mobiliarios y aceptando las condiciones del sistema. Con los valores adquiridos se constituye una cartera totalmente independiente de la propia del I.M.I.M., (resultante de las demás funciones asignadas por el decreto mencionado), que se registra en cuentas separadas de la contabilidad central del Instituto.

Este tiene plenas facultades para seleccionar los valores a adquirir y para reemplazarlos en la oportunidad en que estime conveniente, pero con los siguientes límites: no puede invertir más del 5% de los capitales destinados a estas operaciones en una misma empresa, ni poseer más del 10% de las acciones en circulación de cualquier emisora, medidas éstas tendientes a evitar el control de las empresas emisoras y diversificar las inversiones para limitar los riesgos. Este último porcentaje fué elevado posteriormente, siendo en la actualidad del 15%.

~~Del~~ total neto percibido al fin de cada ejercicio anual y una vez efectuadas las amortizaciones necesarias para que el valor de inventario de cada papel no exceda el de cotización en bolsa, el I.M.I.M. retiene a su favor el 25% y prorratea el 75% restante entre los inversores; del porcentaje correspondiente al Instituto, el 25% se destina a fondo de reserva para fluctuaciones y quebrantos derivados de las operaciones, y el 75% excedente, para cubrir los gastos de administración y la compensación por su intervención en dichas operaciones.

En caso de que el rendimiento total no alcanzare al interés mínimo garantizado, el I.M.I.M. se hará cargo de la diferencia, contra la reserva constituida; una vez agotada ésta, tales diferencias afectarían su patrimonio.

Para dotar al mecanismo de la mayor agilidad, y que los depositantes puedan efectuar sus retiros de dinero en la misma forma que en caja de ahorro, el I.M.I.M. atiende con sus propios fondos, de inmediato, los pedidos de reembolso y si es necesario, procede luego a la venta de los valores, admitiéndose las compras y ventas tanto en bolsa como de la propia cartera del Instituto, proveniente de las demás operaciones de regulador del mercado mobiliario; separándose en rubros distintos, las cuentas especiales en dinero efectivo y las de valores mobiliarios.

El depósito inicial se fijó en cien pesos, y de cincuenta pesos para los subsiguientes, para posibilitar la correlativa adquisición de valores, y no encarecer los costos administrativos; actualmente son de quinientos y cien pesos, respectivamente.

Por Decreto N° 5043 del 20 de marzo de 1956 fué dispuesta la liquidación del I.M.I.M., fundándose en "que teniendo como principal función... evitar las falsas fluctuaciones que pueden afectar al mercado de valores mobiliarios... no ha llenado adecuadamente su objeto, sino que, antes bien, durante su actuación ha operado en condiciones tales que ha lesionado la seguridad y regularidad de las transacciones, produciéndose alzas y bajas bruscas, que al crear un ambiente favorable a la especulación, han afectado seriamente la estabilidad de las inversiones". Se agrega que el I.M.I.M. "ha sido un factor más que ha contribuido

al proceso inflacionista" y se finaliza expresando que el "Estado cuenta con los medios necesarios para asegurar al inversor que las transacciones en valores mobiliarios se realicen en condiciones de seguridad y garantía, sin que ello signifique una interferencia directa de aquél en la plaza bursátil".

En junio de 1957 y ante la imposibilidad de finalizar a breve plazo la liquidación dispuesta, se dictó el decreto 6744, disponiendo el cese de la Comisión Liquidadora y encomendando la liquidación al Banco Central de la República Argentina, conforme a la Ley de Bancos, ordenándose también la transferencia al Banco Industrial, de las "Cuentas Especiales para Participación en Valores Mobiliarios", que se operó el 30 de setiembre de 1957; - éstas continuaron siendo atendidas con el régimen vigente.

En varios comentarios de autores que se ocuparon incidentalmente de este régimen, hemos leído que se trata de un sistema rudimentario de fondos de inversión, opinión que no compartimos por las consideraciones expuestas, pues la finalidad que se persiguió fué adaptar los principios generales de los fondos de inversión a un sistema que pudiera difundirse entre el público no habituado a operar con valores mobiliarios. Reune las cualidades de una buena inversión: seguridad, rentabilidad estable, convertibilidad por el reembolso prácticamente a la vista, y fácil administración. Solamente no participa el aportante de la valorización de la cartera, no cubriéndose el capital de la posible pérdida de valor en períodos de inflación; pero en compensación no corre el riesgo inverso, y tiene asegurado un interés mínimo fijo, usual en caja de ahorro.

En su administración, el sistema se ajusta a los principios generales de los fondos de inversión, por la amplia diversificación de riesgos y las colocaciones preferentemente en el sector industrial, que representan alrededor del 80% del valor de la cartera, durante los siete ejercicios ya cerrados; las inversiones en empresas comerciales y de servicios (bancos, seguros y otros), sólo alcanzan en promedio alrededor del 10 y 5% respectivamente, durante el mismo período considerado. Al cierre de esos ejercicios el número de empresas emisoras de los valores en cartera, es de 99 en 1954, 135 en 1955, 132 en 1956, 141 en 1957, 179 en 1958, 209 en 1959 y 283 al 31/12/1960.

De su creciente desarrollo, no obstante los precarios medios con que siempre desenvolvió su acción (falta de personal, edificio totalmente inadecuado, escasa publicidad, etc.), dan una idea las siguientes cifras, correspondientes a toda su actuación desde el lanzamiento del sistema:

31/12	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
(1)	78,4	221,6	229,5	287,7	444,9	863,8	2.061,4
(2)	6.482	12.742	12.031	13.645	16.705	22.572	31.025
(3)	12.092	17.390	19.051	21.084	26.633	38.268	66.430

(1) Depósitos netos de intereses, en millones de m\$n.

(2) Número de cuentas activas.

(3) Promedio por cuenta, en m\$n.

Como se ve, el promedio por cuenta es elevado en relación a los normales en caja de ahorro, lo que significa que su acción, más que al pequeño inversor, se ha extendido al mediano

inversor, pero existe también un amplio número de cuentas por de bajo de la media normal.

El estancamiento que se observa en el año 1956 fué ocasionado por las alternativas relacionadas con la liquidación del I.M.I.M., que produjo una corriente de extracciones aún antes de conocerse el decreto respectivo. A fines de ese año, cuando los depositantes advirtieron que aquella liquidación no afectaba al régimen de cuentas especiales, se fué normalizando el movimiento de fondos.

En cuanto a la agrupación de los titulares por distrito de residencia, si bien se advierte una preponderancia de los índices correspondientes a la Capital Federal y al conglomerado conurbano, también debe señalarse la creciente difusión -en pequeña escala todavía- en todo el territorio de la Nación; movimiento que podrá acelerarse si se dota de medios suficientes a las sucursales del interior del Banco Industrial que podrían extender la acción ya iniciada, en medios donde prácticamente es desconocido este tipo de inversiones.

De la prudencia de la gestión de la cartera de las cuentas especiales, dan una idea las siguientes cifras de beneficios anuales, clasificadas en dividendos percibidos e ingresos por negociación de valores en bolsa, debiendo aclararse que en su mayor parte, estos últimos corresponden a venta de excedentes de suscripción, que deben liquidarse en efectivo; y en 1956 a una operación circunstancial con la Caja Nacional de Ahorro Postal. Solamente puede achacarse a esta gestión de carácter estático, - que tiene sus ventajas en un organismo de este tipo- que no per-

mite adaptar la composición de la cartera a las condiciones de la coyuntura económica.

Al 31/12	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
(1) millones m\$n	2,5	16,2	35,3	34,9	65,5	140,7	557
(2) en miles m\$n	39	1.679	3.406	3	44	2	500

(1) Dividendos percibidos.

(2) Ingresos por negociación en bolsa.

La diferencia potencial entre el valor de cotización de la cartera a la fecha de cierre de cada ejercicio, con respecto al valor de costo, fué siempre apreciablemente positiva, con la sola excepción del año 1957.

Anualmente se acreditaron a las cuentas especiales, los intereses que se consignan a continuación, divididos en interés básico asegurado, y adicional:

Al 31/12	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Interés básico %	3.-	3.-	3.-	3.-	5.-	5.-	5.-
Interés adicional	4.60	2.50	3.50	5.-	5.-	7.-	10.-
TOTAL %	7.60	5.50	6.50	8.-	10.-	12.-	15.-

Al 31 de mayo último, los depósitos alcanzaron aproximadamente a la suma de 4.200 millones de pesos; invertidos en 22,6 millones de acciones con un valor de libros de 5.084 millones de pesos, y de cotización a esa fecha, de 5.564 millones de pesos.

Como puede apreciarse, es una iniciativa muy interesante en el país, y gravitó en forma directa para extender entre nu-

meras personas alejadas del mercado financiero, el interés por las ventajas de las inversiones mobiliarias. Una vez excluidas las actividades de regulación del I.M.I.M., que no obstante ser totalmente independientes de este sistema, pesaban desfavorablemente en forma indirecta en la consideración del público en general que desconocía su organización interna, esta experiencia con tan precarios medios materiales, demuestra la aceptación que puede encontrar en los inversores, un organismo con suficientes garantías de estabilidad y seriedad en la gestión de los fondos confiados a su administración.

--oOo--

NOTA: Los cuadros que figuran en este punto han sido preparados por el suscripto sobre la base de las cifras de las Memorias del I.M.I.M., años 1954 a 1956, del Banco Industrial de la República Argentina, años 1958 y 1959; y archivos oficiales de estas dos instituciones.

SECCION B

La Experiencia Argentina

2.- Los fondos comunes de inversión.

--oOo--

I) Generalidades:

Existen en nuestro país algunas sociedades que incluyen - en su denominación la expresión "Investment Trust" y otras que por la composición de su activo podrían confundirse con las sociedades de inversión de capital fijo, pero en realidad por su objeto social deben considerarse como sociedades "de cartera", sin las características propias de los fondos de inversiones mobiliarias.-

El primer antecedente administrativo con respecto a los - fondos de inversiones, lo constituye la inclusión en diciembre de 1954, en las normas de la Comisión de Valores-(dictadas de conformidad con lo dispuesto en el Decreto 15.353/46),- del apartado b) del punto 1), que establece las condiciones que exigirá aquel organismo para autorizar la cotización en bolsa, de acciones de sociedades de inversión. Además de los requisitos generales a que deberán ajustarse los estatutos de cualquier empresa que solicite aquella autorización, se exige que en los de las sociedades de - inversión se incluyan las siguientes cláusulas:

1) No pueden adquirirse valores de una empresa determinada que superen el 10% del total de las acciones y obligaciones en circulación de la emisora; ni que acuerden más del 10% del total de votos conferidos.

2) Prohibición de invertir en una misma empresa más del 5% del total de la cartera de la sociedad de inversión; ni de emplear más del 20% de este total en empresas de un determinado ramo de actividad.

3) La cartera debe estar integrada por valores con coti-

zación bursátil; y la compraventa de valores debe efectuarse obligatoriamente en bolsa.

4) El objeto social debe ser el de la compraventa de valores mobiliarios, debiendo incluirse en forma expresa en el estatuto, la prohibición de realizar operaciones como concesión de préstamos, financiación de emisiones o de contratos, participación en otras sociedades, etc. Se exceptúan la participación en sindicatos de emisión y la emisión de debentures.

5) No pueden realizar operaciones inmobiliarias, salvo en cuanto a la adquisición de inmuebles destinados a uso propio.

6) Deben constituir una reserva obligatoria para fluctuación de valores hasta alcanzar como mínimo al total del capital; dicha reserva se formará con el 10% de las utilidades líquidas y realizadas, y con el 50% de las utilidades provenientes de la negociación de valores.

7) Se reducen las remuneraciones por todo concepto a los directores, del 25% de las utilidades, vigente para las sociedades en general, al 15%, incluyéndose en este porcentaje, los sueldos y otras remuneraciones por funciones técnico-administrativas de carácter permanente.

Estas medidas parecen haberse inspirado en la Ordenanza francesa de 1945 sobre sociedades de capital fijo, en cuanto al objeto social, a la diversificación de inversiones, formación de reservas, y limitación de las remuneraciones a los directores.

Un precedente anterior a éste, pero de carácter general, es el del Decreto 142.277 del 8/2/1943, que al regular las actividades de las empresas de capitalización y ahorro, establece en el

artículo 1° que quedan sujetas a dicha reglamentación, todas las entidades "que reciban dinero del público en razón de operaciones de ahorro o depósito de dinero no comprendidas en las disposiciones de la Ley N° 12.156" (de Bancos-en la actualidad Decreto Ley N° 13.127 del 22/10/1957).

Se apoyaba esta disposición en el artículo 85 de la Ley 12.778 (sancionada el 3 de octubre de 1942) incorporado como artículo 93 de la Ley 11.672 (T.O. 1942), que dispone que quedan sometidas al "contralor del Poder Ejecutivo por intermedio de la Inspección General de Justicia todas las empresas que realicen en la República operaciones de capitalización, de ahorro o que reciban del público depósitos no comprendidos en las disposiciones de la Ley de Bancos N° 12.156, cualquiera sea la parte del territorio de la República en que operen y el lugar de su constitución o domicilio, sin que este contralor signifique excluir la jurisdicción administrativa y legislativa de las provincias".

Por último, cabe citar la Resolución de la Inspección General de Justicia del 18/8/1960, que establece que toda sociedad anónima que se constituya para realizar operaciones financieras o de inversión con fondos de terceros, deberá indicar en su objeto social si va a realizar o no, operaciones de las previstas en el artículo 93 de la ley citada, debiendo efectuar igual manifestación las sociedades que reformen su estatuto. En este caso, se somete dicho estatuto a un estudio integral en este aspecto, con intervención del Departamento especializado en

estas cuestiones, que requiere la presentación de los planes de operación, reglamento y demás bases técnicas, de conformidad con lo dispuesto en el inc. 6º del art. 7º del Decreto Reglamentario de la Inspección General de Justicia del 27/4/1923, y del inc.b), art. 3º, del Decreto 142.277/43.

El primer fondo común de inversiones argentino fué constituido, de acuerdo con la fecha del contrato entre la sociedad gestora y el banco depositario, el 23 de febrero de 1960 (1). En la actualidad operan en plaza en forma pública 13 fondos, bajo el régimen de condominio legislado por el Código Civil, y de tipo "abierto" (open-end), con un valor total de cartera de 470 millones de pesos, según cifras extraoficiales, al 31/5/1961.

II) Dirección y Administración del Fondo. Entidad Depositaria:

De ellos solamente dos se constituyeron sobre el esquema suizo, con la sociedad gestora que ejerce la dirección y administración del fondo; y un banco depositario, cuyas funciones son las comunes de cobros y pagos, custodia de los valores del fondo, emisión y rescate de certificados, y vigilar la observancia por parte de la administradora, de las reglas establecidas en el contrato, con referencia a la política de inversión.

De los demás fondos, algunas sociedades contratan con un banco la custodia de los valores mobiliarios, y otras los conservan ellas mismas en depósito. Las disponibilidades figuran de

(1) Contrato entre CIFEBA S.A.F.C. y Banco de Galicia y Buenos Aires, creando el "Fondo de Inversiones Mobiliarias Argentinas (FIMA)"

positadas en los bancos a nombre del fondo común, pero a la orden de la sociedad gestora.

Uno de los fondos está administrado por un directorio elegido por los fundadores, que se reservan una serie determinada de certificados.

La representación del fondo común de inversiones, de los cuotapartistas, y con respecto a las acciones en cartera (voto en las asambleas de las sociedades emisoras, etc.), se asigna en todos los reglamentos a la sociedad gestora.

III) Normas sobre inversiones:

La política de inversiones está sujeta en general a muy pocas limitaciones, por lo que los fondos comunes de inversión existentes, se encuadran en el tipo de gestión libre o flexible de cartera. Corrientemente, las acciones a adquirir, o un porcentaje relativamente elevado deben ser cotizadas en bolsa. También se fijan porcentajes de límites de valores a adquirir de la misma empresa, sobre el haber del fondo, y sobre el capital de la emisora; y en la mayoría de los reglamentos se establecen los porcentajes máximos de las disponibilidades sobre el total de los importes recibidos, valor de la cartera, o haber del fondo, según el caso.

En algunos reglamentos, los porcentajes son elevados, llegando al 50% del capital suscrito de las emisoras (en acciones ordinarias no más del 20% de esta clase); y al 20% del activo del fondo, los máximos a invertir en acciones de una misma emisora; pero por el detalle de la composición de cartera, todos los fondos tienen una amplia diversificación de inversiones, por lo

menos sobre veinte valores. En un solo caso, la sociedad administradora determina con anterioridad a la primera emisión de certificados, la lista de los valores susceptibles de incorporarse a su cartera; cualquier agregado futuro, por disposición de la sociedad gestora, debe comunicarse al banco depositario y publicarse en la memoria anual inmediata. En algunos contratos se prevé un límite del 10 al 20% sobre el valor de la cartera o del activo, para contraer deudas por cuenta del fondo de inversiones. En un reglamento se establece que la sociedad gestora procurará no contraer deudas por el fondo, pero en caso de ser conveniente para la mejor evolución de éste, puede hacerlo con consentimiento del banco depositario. Se entienden excluidas de tales porcentajes, las deudas contraídas con motivo del ejercicio de derechos de suscripción.

IV) Certificados de Inversión. Emisión y Rescate:

Los certificados representativos de las cuotas partes que posee el adherente en el fondo común de inversiones, pueden ser según los reglamentos, nominativos o al portador, no advirtiéndose preferencia en un sentido o en otro. En general se admite su integración en dinero efectivo o en acciones.

El precio de emisión (o de rescate), se calcula por lo regular diariamente, dividiendo el valor del activo neto por el número de certificados emitidos. El valor de la cartera se determina según los casos, por la última cotización; de acuerdo con la "sana práctica bursátil y contable"; conforme a un criterio "económico-financiero sobre la base de las últimas cotizaciones"; pero no se fijan reglas al respecto, salvo una excepción, en que

se prevé el criterio a seguir para la valuación de los títulos que no hubieran tenido cotización el día anterior al del cálculo del valor del activo. En algún reglamento, la sociedad gestora se reserva el derecho de variar en cualquier momento, el valor de la cuota parte resultante de dicho cálculo, por hechos impre-
vistos de gravitación nacional o internacional, o porque así resulte de un desarrollo especial de las operaciones bursátiles.

Para el reembolso se prevé un plazo por lo general no mayor de siete días (salvo circunstancias excepcionales); siendo de 48 horas en otros, y extendiéndose a quince días en algún caso.

Las cargas y gastos varían considerablemente, tanto en lo que se refiere a las bases de cálculo como a los porcentajes, dejándose mucha elasticidad a la sociedad gestora para su fijación. Por lo regular, se aplica una comisión que oscila entre el 3 y el 10% sobre las emisiones y rescates (a veces se calcula en proporción inversa decreciente al monto invertido, en caso de suscripción); y un porcentaje sobre los ingresos brutos del fondo (alrededor del 5%), o sobre el activo neto (del 1 al 6%), o sobre las utilidades a distribuir (10%). Además se aplican la comisión de corretaje e impuestos por venta de los valores en bolsa del 1,1 al 1½ % sobre el valor de la cuota; y gastos de emisión y rescate, indeterminados. El cálculo de los impuestos en los estados contables no es uniforme; en algún caso no se imputa ningún impuesto, por entenderse que los fondos serán eximidos de toda carga fiscal por el proyecto de ley a consideración del H. Congreso de la Nación; y en otros se calculan todos los impuestos

incluso el municipal sobre las actividades lucrativas.

Entre los precios de emisión y de rescate se observa una diferencia que alcanza según los casos, hasta el 6% del primero.

V) Distribución de Utilidades. Modificación del Reglamento.

Liquidación:

Varía la periodicidad y forma de distribución de las utilidades, según los fondos; puede ser trimestral o anualmente, en efectivo o en cuotas partes; y en un caso se establecen dos valores; el "valor dividendo" y el "valor cuota". En este último se efectúa el cálculo por separado, de los dividendos percibidos por el fondo común, y se divide este importe por el número de cuotas, obteniéndose así el "valor dividendo". La diferencia entre los demás rubros del activo y los del pasivo, se divide también por el número de cuotas, y se tiene el "valor cuota": la suma de los dos valores determina el valor diario de emisión (o de rescate según el caso). En la época de distribución de utilidades se adjudica a los adherentes el "valor dividendo" y el excedente sobre el valor nominal de la cuota si existiere, retomando la cuota su valor nominal; en caso de resultar el valor de cuota menor que el nominal, todas las cuotas tomarán en ese momento el nuevo valor.

Según un reglamento se deduce de las utilidades, el 5% para retribución del directorio, y el 10% se reserva para los certificados pertenecientes a fundadores, distribuyéndose el saldo entre el total de las cuotas del fondo.

Con respecto a la distribución de las utilidades según

sea su origen (dividendos en efectivo o acciones, intereses, o ganancias por compraventa de acciones, atribución de acciones gratuitas, y venta de derechos de suscripción), no existe uniformidad en los reglamentos; unos no hacen referencia alguna al origen de los ingresos; otros disponen que se distribuirán todos los beneficios, y otros dejan librada a la sociedad gestora la proporción a distribuir.

La modificación del reglamento y la liquidación del fondo, son dos puntos que no están contemplados en forma amplia en la mayoría de los reglamentos. En algunos se atribuye la facultad de modificarlo a la sociedad gestora; en uno, de acuerdo con el banco depositario; y en otro, se prevé el funcionamiento de una asamblea de tenedores de partes para intervenir en este caso o en el de renuncia de la sociedad administradora, o si se juzga re conveniente la liquidación del fondo.

En otro reglamento se prevén dos clases de cuotas: las pertenecientes a los "fundadores" que constituyeron el fondo común inicial, y las de los "adherentes". Las asambleas se constituyen con la única participación de los poseedores de cuotas de la primera clase, y consideran la memoria y estados contables anuales, la distribución de utilidades, y eligen a los directores para el ejercicio siguiente, por mayoría de votos presentes. Una asamblea extraordinaria de los "fundadores", puede resolver la liquidación del fondo común por mayoría del 75% de los votos correspondientes a las cuotas respectivas.

En un caso se disuelve el fondo común por rescisión del contrato de la sociedad gestora con el banco depositario; y en

otro por causa de solicitud simultánea o continuada de rescate de sus cuotas, por adherentes que representen un 25% del total de las cuotas en circulación. En algunos casos las diferencias de interpretación o las cuestiones no previstas, se someten a arbitraje; y en otro, las partes se someten a la jurisdicción de los tribunales ordinarios de la ciudad de Buenos Aires.

VI) Publicidad:

En general se ponen a disposición del inversor los documentos y estados contables correspondientes al cierre del ejercicio, y se establece la obligación de publicar periódicamente el valor de la cuota.

En algunos reglamentos se prevé la publicación de la composición de la cartera anualmente, y en otros únicamente la nómina o se atribuye la dirección del fondo la facultad de agrupar los valores, como lo estime conveniente. En uno de los fondos que operan en plaza, se exhibe en su sede un tablero indicador con el detalle completo de las acciones en cartera y el precio de emisión y rescate, pudiendo seguirse la evolución de las operaciones en forma diaria.

Los fondos comunes más importantes publican semanalmente el valor de la cuota y el valor de cartera (o del activo neto), en diarios de gran circulación. Otros publican solamente el valor de la cuota; y semanalmente, en el suplemento de Economía y Finanzas de un periódico matutino, se publican los índices de cuotas partes con base al 29/12/1960 igual a 100, y la renta pagada, de los fondos que operan en esta plaza y Mar del Plata.

CAPITULO TERCERO

SECCION UNICA.

Condiciones económico-financieras y jurídicas para el
desenvolvimiento de estos fondos en la República Argentina

---O---

I.- INTRODUCCION.

En el año 1956 se presentó por la Cámara de Sociedades Anónimas a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el primer proyecto conocido, que contemplaba solamente la implantación de sociedades de capital fijo; no se habían tenido en cuenta otras modalidades de la legislación contemporánea (ley mexicana de 1955); y se trataba primordialmente de resolver el problema de la cartera del I.M.I.M. (similar al suscitado en Francia después de la liberación), por las consecuencias que hubiera producido en el mercado financiero el vuelco de la cartera propia de aquel organismo, proveniente de sus operaciones reguladoras.

Al año siguiente se designó y constituyó por decretos 10025/57 y 16245/57, una Comisión Honoraria para estudiar un proyecto de ley destinado a regular este tipo de entidades, integrada por un representante de la Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires, uno de la Facultad de esta especialidad de Rosario, uno de la Facultad de Derecho de Buenos Aires, uno del Ministerio de Educación y Justicia, uno del Banco Central, y dos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta comisión previamente estudió las condiciones del mercado para establecer si era necesario un régimen especial para favorecer el funcionamiento de los fondos de inversiones mobiliarias, llegando a una conclusión afirmativa. Trabajó con mayor información, ya que en el curso de los años 1956 y 1957 se dictaron las leyes alemana, belga y francesa (Decretos 57-1341 y 1342), pero el lapso demasiado breve acordado a la comisión y la discrepancia entre sus integrantes con respecto al tipo de entidad aconsejable, trabaron su actividad,

no aprobándose por el Gobierno Provisional el anteproyecto presentado por la mayoría de la comisión, que regulaba las sociedades de capital fijo y variable, y los fondos comunes de inversión. En disidencia, el Inspector General de Justicia, representante del Ministerio del ramo, presentó al Ministro de Hacienda un proyecto con las disposiciones que antendía podían orientar una futura sanción legislativa, que contemplaba únicamente la constitución de sociedades de capital fijo y variable.

En abril de 1960 la Comisión Especial de Régimen de Sociedades de Inversión del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas, presentó a la Comisión Directiva de éste, un anteproyecto base de ley de sociedades (de capital fijo y variable), y de fondos comunes de inversión.

Durante el período de sesiones de ese mismo año, el Diputado Enrique Parry presentó a la Cámara de que forma parte, un proyecto de ley sobre sociedades de inversión de capital fijo y variable.

Por último, por Decreto 2333 del 7/3/960 se encomendó a una comisión formada por los Dres. Miguel Bomchil, Matías Mackinlay Zapiola y Mario Robiola, la redacción de un anteproyecto de ley que debía circunscribirse únicamente a los fondos comunes de inversión. Esta comisión preparó un "esquema previo" que fué sometido a debate en una mesa redonda convocada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires el 20 de abril de 1960, con representantes de diversas instituciones científicas y privadas vinculadas a las actividades financieras.

Este proyecto fué presentado por el Poder Ejecutivo a la

Honorable Cámara de Senadores de la Nación el 23 de junio de 1960. Fué aprobado por esta H. Cámara con algunas modificaciones introducidas por las Comisiones de Economía y Legislación General, en sesión del 15 de setiembre del mismo año, y pasó a la H. Cámara de Diputados. En el momento de escribir estas líneas, cuenta ya con despacho de las comisiones respectivas, y se está discutiendo en esta Cámara.

En el curso del desarrollo de los puntos subsiguientes -en cada uno de los cuales se consideran las principales cuestiones relacionadas con la organización y estructura de los fondos comunes de inversión- se estudiarán en un apartado a), las condiciones económico-jurídicas que a nuestro juicio deben tenerse en cuenta para la regulación legal y funcionamiento de tales actividades, fundándonos en la experiencia y legislación extranjeras; y en las de nuestro país, en especial en la referente a otras entidades que recurren al ahorro del público, y subsidiariamente, a la escasa experiencia existente en materia de fondos comunes.

En el apartado b) de cada punto, se considerarán las disposiciones que contemplan cada uno de los proyectos en estudio, (en particular los relativos a los fondos comunes, y los demás, en cuanto fueran aplicables sus disposiciones a éstos), y su posible perfeccionamiento para adaptarse a las premisas señaladas en el parágrafo anterior.

II.- DEFINICION DE FONDO COMUN. DENOMINACION.

OBJETO SOCIAL DE LA GESTORA.

a) Las leyes no dan definiciones, -tanto las que tratan sobre fondos comunes como sobre sociedades de inversión- lo que tiene la ventaja de una mayor ductilidad al no encuadrar en una fórmula rígida, entidades que como hemos visto, no se distinguen fácilmente de las demás de tipo financiero. En general se limitan a su descripción, como la Investment Company Act, o a indicar la noción jurídica en que se apoyan, como las leyes alemana, francesa (Decreto 57-1342) y belga.

Con referencia a la denominación es común en la legislación comparada que se establezca que el uso de las expresiones "sociedad de inversión", o similares sólo podrán ser utilizadas por las entidades autorizadas por la ley. Se impone esta exigencia en el caso de empresas del tipo de las consideradas, que manejen fondos de terceros, para evitar la confusión con otras entidades, y permitir al público conocer si está contratando con una entidad sujeta a las disposiciones de la ley en la materia.

Creemos que debe reservarse el uso del término "inversión" o sus derivados, no sólo a los fondos comunes que se dedican a estas operaciones, sino también a las sociedades administradoras, (además de los certificados de coparticipación); ya que es de todo punto necesaria la información al inversor, del carácter de la entidad por su denominación, en la forma más amplia posible.

En lo tocante al objeto social de la gestora, son de aplicación los principios comunes a las empresas que recurren al concurso del ahorro público, por lo que sus actividades debieran

circunscribirse a la gestión de carteras de valores mobiliarios, quedándoles vedadas las demás operaciones del ámbito financiero que no estén relacionadas directa o indirectamente con dicha gestión, y con mayor razón, toda otra clase de operaciones comerciales, industriales, inmobiliarias, etc., ajenas al objeto financiero; para evitar todo conflicto de intereses entre la sociedad administradora y el fondo común; y cualquier operación de carácter especulativo. Es por otra parte, la solución prevista en las leyes alemana y francesa de 1957, y en la ley chilena de 1960.

b) En los proyectos en estudio se hace referencia, como en las leyes extranjeras, a la naturaleza jurídica de los fondos comunes de inversión, indicando en general que se constituyen con los aportes en valores mobiliarios o dinero de varios participantes, que tienen sobre aquéllos, derechos de copropiedad indivisa, y aclaran que carecen de forma asociativa. En el proy. Decreto 2333 se agrega (como en la ley francesa), que carecen de personería jurídica (art. 2°).

Se han criticado estas disposiciones por considerárse-las como definiciones que se apartan de la acepción clásica, pero por las razones expuestas no deben considerarse como tales.

En cuanto a la denominación, los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad. disponen que sólo las sociedades de inversión constituidas conforme a la ley podrán utilizar tal designación, pero no extienden esta exigencia a los fondos comunes, cuya gestión sólo pueden realizarla aquellas sociedades. En cambio, el proy. Decreto 2333 se refiere solamente a los fondos comunes (además de los certificados), sin incluir en esta disposición a la sociedad gesto-

ra.

Por lo que hace al objeto social de esta última , los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad. disponen que no podrán tener otro objeto que el de la administración de carteras de valores mobiliarios, estableciéndose además varias prohibiciones expresas (todas las demás operaciones financieras, industriales y comerciales, adquisición de fondos de comercio, garantía de colocación y venta de valores, participación en acuerdos para adquirir valores con objeto de revenderlos, etc.; aparte de la interdicción de no adquirir más inmuebles que los indispensables para su funcionamiento), disposiciones cuya enumeración lógicamente no es de carácter limitativo.

Estas disposiciones **están** inspiradas directamente en la Ordenanza francesa de 1945 sobre sociedades de inversión, que adoptó el doble principio de limitar el objeto a la gestión de carteras de valores mobiliarios; y de prohibir **las operaciones** que no se relacionen con dicha actividad.

En el proy. Decreto 2333 se prescribe (art.4º) que la dirección y administración de los fondos comunes estarán a cargo de una sociedad anónima "especialmente habilitada para esta gestión", habiéndose aprobado en la sesión del H. Senado del 15 de setiembre de 1960 la siguiente modificación: "especialmente constituída y habilitada para esta gestión", lo que supone que la sociedad administradora del fondo deberá tener por único objeto la gestión de carteras de valores mobiliarios, lo que como ya lo hemos expresado en el punto anterior, se halla conforme con la **orien**tación general en esta materia.

III.- ORGANOS ACTIVOS DEL FONDO COMUN

a) Como ya se expresó anteriormente, los órganos activos de los fondos comunes de inversión son la sociedad gestora y el depositario.

En la práctica y en la legislación comparada se confían las tareas de administradora del fondo, a una sociedad por acciones, con la sola excepción de la ley alemana de 1957 que permite desempeñar estas funciones, también a las sociedades de responsabilidad limitada. Si bien no se excluye en doctrina la posibilidad teórica de que pueda encargarse la gestión del fondo a personas de existencia física (en forma individual o asociadas), cabe señalar que la regulación legal de sociedades del tipo de las indicadas, ofrece mayores garantías a los inversores, por las disposiciones referentes al capital social, y la mayor publicidad que deben revestir sus actos. Por otra parte, la estructura de estas sociedades, y en especial, de las sociedades anónimas, permite contar con una organización más completa, que también hace posible la administración de varios fondos comunes, como ocurre en Suiza y otros países.

En el capítulo anterior se indicaron las funciones que por lo general se asignan a la sociedad gestora para la administración del fondo común de inversión; dichas funciones deben ajustarse a las condiciones fijadas en el contrato o reglamento de gestión, y en la ley especial o siguiendo los principios del derecho común, según el caso.

Con respecto a la facultad de representación de las acciones del fondo, que algunos reglamentos acuerdan a la sociedad gestora, otros al depositario, y los menos, prohíben el ejercicio de

sus derechos a ambos órganos activos, se discute en doctrina si debe tenerse en cuenta por el representante, el interés del inversor individualmente considerado, o el del conjunto de suscriptores del fondo común. Por ejemplo en el caso de votarse la distribución de utilidades de una empresa emisora, puede ser necesario, siguiendo un criterio prudente, destinar una parte a reservas; pero si se atiende al interés del inversor, que es el de percibir la mayor rentabilidad compatible con la seguridad de la inversión, correspondería votar por la máxima distribución posible de dividendos, criterio éste que parece más aceptable atento a la estructura jurídica del fondo común y el propósito del participante al adherirse al contrato de gestión.

La prohibición del derecho de voto, ya sea impuesta por el reglamento, como en Suiza, o por la ley como en Chile, presenta inconvenientes, pues impide la acción reguladora del voto de la sociedad gestora, y refuerza el poder del grupo mayoritario de la emisora; en la práctica y en las demás leyes se ha preferido imponer la limitación de la tenencia de acciones de una misma entidad, o la del número de votos a que tienen derecho.

En cuanto al depositario, cuyas funciones igualmente se indicaron en el capítulo anterior, en la práctica europea se designa casi uniformemente a un banco, por lo regular de gran reputación; la ley alemana lo exige expresamente, y la ley francesa establece que el Ministro de Finanzas determinará las condiciones requeridas para ser depositario de los valores de un fondo común de inversión, especialmente cuando las cuotas partes son ofrecidas al público. En Estados Unidos puede desempeñar tal actividad tam-

bién una sociedad financiera, conforme a la opción que admite la Sección 17, f) de la Investment Company Act, pero en este último caso debe someterse a normas y reglamentación especiales de la Securities and Exchange Commission. Como las funciones del depositario consisten principalmente en el manejo de todo el movimiento de dinero y valores, y depósito de éstos, un banco con su personal - calificado, está en mejores condiciones que cualquier otra entidad para desempeñarlas. Por otra parte el banco puede colocar los certificados del fondo común entre sus clientes e inspira confianza al público, factor no desdeñable desde el punto de vista psicológico, si se piensa que los fondos comunes deben operar con personas poco familiarizadas con operaciones de este tipo. Además, está en condiciones de velar por la observancia de las disposiciones - del reglamento de gestión por la sociedad administradora, en cuanto a las operaciones del fondo común que se efectúen por su intermedio, en representación de los intereses de los participantes, importante función que es la principal justificación de su presencia en el contrato. Se ha dudado de la eficacia de tal supervisión fundándose en que la institución bancaria puede tener predominante intervención en la sociedad gestora, y hasta detentar el control de esta última; y como consecuencia, puede tener interés directo en operaciones cuyo deber sería impedir. Para evitar en gran parte tal posibilidad, la única solución legal posible, es la creación de un régimen de incompatibilidades entre el cargo de director o gerente del banco, y de la sociedad gestora.

Aquel peligro se vería agravado en el caso de tratarse de sociedades financieras vinculadas a la sociedad administrado-

ra, ya que por la falta de individualización de los poseedores de acciones, no sería factible evitar la confusión de intereses, que trata de evitarse en la legislación comparada, para mayor seguridad de la inversión.

b) En todos los proyectos argentinos la administradora del fondo debe ser una sociedad anónima. No se excluyen expresamente las sociedades extranjeras, pero por el contexto general de los proyectos, surge que tales funciones quedan reservadas a sociedades argentinas.

En lo que se refiere al depositario, los proyectos Parry, Comisión Hon., y Colegio Grad. encomiendan sus funciones a un banco, en tanto que el proy. Decreto 2333 preveía la posibilidad de que fueran uno o más bancos autorizados, o sociedades financieras con domicilio en el país y con un capital mínimo integrado de diez millones de pesos (art. 5º). El Senado, al aprobar la propuesta - en tal sentido de las comisiones intervinientes, modificó esta disposición, reservando la función de depositario únicamente a los bancos.

Pensamos que es acertada tal enmienda, si consideramos además de los precedentes extranjeros en la materia, los de los proyectos argentinos. En igual sentido, el Anteproyecto de Ley General de Sociedades de los Dres. Carlos C. Malagarriga y Enrique C. Aztiria, al crear un nuevo sistema para organizar la constitución de sociedades anónimas por suscripción pública, "con garantías serias para quienes aporten sus capitales", establece que los promotores deben convenir con un banco, un contrato de fideicomiso a fin de que aquél asuma las funciones de fideicomisario -

de los futuros suscriptores (págs. 63 y 142).

Se dan como **argumentos** a favor de la inclusión de las sociedades financieras, -además de los bancos- como depositarios, los siguientes:

1) Que hay bancos que realizan operaciones semejantes a las de los fondos comunes, por lo que puede existir oposición de intereses entre estos bancos y el sistema que se trata de regular; por ejemplo, los bancos de descuentos tienen interés en atraer depósitos en caja de ahorro o a plazo fijo, lo que crea una situación de competencia con los fondos comunes;

2) Algunos bancos no desean asumir la responsabilidad de la vigilancia del cumplimiento del reglamento de gestión por parte de la sociedad administradora.

Por estas razones, se concluye en la argumentación que el mayor inconveniente, radica en que por exclusión de tales instituciones, deberá recurrirse a bancos de importancia secundaria. Se reconoce que en Europa se da preferencia a los bancos para realizar las tareas de depositario, pero se afirma que en el país donde se propagaron más ampliamente los fondos de inversiones mobiliarias (Estados Unidos), prima un sistema de amplia libertad, sin perjuicio de la severa fiscalización de la Securities and Exchange Commission (1).

En la discusión parlamentaria del proyecto (sesión de la H. Cámara de Senadores del 15 de setiembre de 1960), se propuso dejar subsistente la opción entre bancos y sociedades financieras

(1) Editoriales de "La Prensa", Buenos Aires, del 6 y 19 de Octubre de 1960.

como depositarios, por entenderse que estas últimas ejercerían mejor la fiscalización de las actividades de la administradora que un banco corriente; pero con el agregado de que tales sociedades deberán ser "creadas especialmente con ese objeto", pues como se señaló en el curso de la discusión, cualquier sociedad con objeto financiero (y aún con objeto que abarque operaciones industriales, comerciales, inmobiliarias, etc.), podría pretender desempeñar las funciones que se le asignan al depositario.

Los argumentos de la oposición de intereses entre los bancos y organismos de inversión; y de que no entra en los propósitos de los bancos asumir las funciones de fiscalización de la sociedad gestora en relación con las obligaciones que le incumben, conforme al reglamento de gestión, quedan desvirtuados por la práctica imperante en los países de donde se han tomado los principios que informan la institución. Así en Suiza, y sin legislación que lo imponga, son los bancos los que han tomado la iniciativa de constituir los fondos comunes de inversión y asumen voluntariamente las funciones denominadas en los contratos como de "gerente fiduciario" o de "trustee". Lo mismo ocurre en Inglaterra con los Unit Trusts. En nuestro país, en dos de los fondos comunes más importantes, se designaron bancos como depositarios. No puede tomarse como válido el precedente de Estados Unidos, con una organización financiera muy diversa de la nuestra, y atribuciones muy amplias del organismo oficial de fiscalización.

Por otra parte, el principal objetivo que no debe perderse de vista en la regulación legal de estas actividades, es el de proteger al pequeño inversor (la parte "débil" del contrato de ad

hesión), propósito que animó también a los redactores de las leyes extranjeras, contribuyendo a lograrlo, la existencia de un banco como depositario y fiscalizador del cumplimiento del reglamento de gestión.

En otro orden de ideas, la fiscalización que ejercen el Banco Central y la Inspección General de Justicia, (cada uno en la esfera de su competencia), sobre las instituciones bancarias, y el cuidado de éstas en mantener el prestigio que es la base de la confianza del público que recurre a los servicios generales del banco, constituyen un refuerzo de los argumentos a favor de la elección de éste como depositario.

Estudiando ahora las funciones asignadas en los proyectos, a los órganos activos del fondo común, debemos decir que a la sociedad gestora se encarga de la administración de aquél, conforme a lo dispuesto en el reglamento de gestión. En el proy. Decreto 2333 se prescribe expresamente que corresponde a la administradora la "representación colectiva de los copropietarios individuales en lo concerniente a sus intereses y respecto a terceros" (artículo 4º, inciso b), por lo cual el ejercicio de los derechos de voto correspondiente a las acciones del fondo, quedaría reservado a aquélla, sujeto a las condiciones que se fijan en el reglamento (artículo 9º, inciso d), cláusula esta última que también figura en los demás proyectos sobre fondos comunes de inversión. Tal representación la acuerdan también a la sociedad gestora, las leyes francesa y alemana.

Al depositario se le asignan en todos los proyectos las funciones habituales: cobros, pagos, y depósito de valores; y eje

cutar las órdenes de la sociedad gestora relacionadas con las compras y ventas de títulos. Difieren solamente en cuanto a la amplitud de las tareas de vigilancia de las actividades de la administradora, que son de mayor extensión en el proy. Comisión Hon., pues el banco debe asegurarse que todos los cobros y pagos del fondo de inversión se hagan por su intermedio, y cuidar que las operaciones que efectúe se conformen a la ley y al reglamento de gestión (art. 23). Según los otros dos proyectos el depositario sólo verifica que las adquisiciones y ventas de valores mobiliarios que ordena la sociedad gestora, se ajusten a las disposiciones del reglamento de gestión (en el caso del artículo 5° del proy. Decreto 2333 se trata de una interpretación personal, fundada en que las funciones de vigilancia no pueden extenderse a la guarda y depósito de valores y demás tareas a cargo del banco, pues no aparece del todo clara la redacción).

En la discusión parlamentaria se propuso la supresión de la parte final del tercer apartado de este artículo, referente a la fiscalización por el banco de las actividades de la sociedad administradora, apoyándose en que no se trata de funciones específicas de la gestión bancaria, con lo que se llegará al resultado de que se controlen mal tales actividades, o no se controlen en absoluto.

Sin embargo debe observarse que son en su totalidad operaciones habituales en la práctica bancaria, limitándose la fiscalización (aun en el caso de interpretarse el artículo citado en sentido más amplio que el asignado más arriba), a la comprobación de que se respeten por la sociedad gestora las disposiciones del

reglamento, (relativas por ejemplo al cumplimiento de los límites de inversión, etc.); estas funciones se ven facilitadas por la circunstancia de hacerse todo el movimiento de fondos y valores por su intermedio, siendo este conjunto de tareas, la justificación de su presencia en el contrato y en la ley. Por otra parte, esta es la orientación **general** de la legislación y doctrina extranjeras en la materia.

Dispone el inc. d) del **art. 4º** de este proyecto, que la "sociedad gerente y sus directores serán solidariamente responsables de los perjuicios que se ocasionen a los titulares de cuotas partes, por incumplimiento de las disposiciones de esta ley o del reglamento de gestión".

Esta grave sanción (que no figuraba en el esq. previo), se justifica por la característica especial de contrato de adhesión (art. 8º) que configura el sistema y como contrapartida de las facultades prácticamente ilimitadas de administración, que se confieren a la sociedad gestora. Cabría extender a los síndicos tales responsabilidades, conforme a lo previsto en el **art. 16** del proy. Comisión Hon., concordante con el **art. 6º** del proy. Colegio Grad. Este último proyecto agrega una disposición aún más severa en el párrafo 3º del **art. 17**, al establecer que la sociedad gestora responderá por las deudas del fondo común de inversión que administre. Naturalmente, tal responsabilidad sólo debería ser efectiva en caso de deudas contraídas en violación de las disposiciones del reglamento de gestión o de la ley.

La mayor seguridad para los adherentes residiría en la garantía solidaria de ambos órganos activos del fondo, como lo

dispone en la práctica y sin ley que lo oblique, el contrato de gestión de los depósitos colectivos belgas, entre la S.A. BEMAB y el Kredietbank: el depositario puede rehusarse a ejecutar o transmitir órdenes de la gestora con respecto al manejo del haber del fondo, cuando aquéllas no se ajusten al reglamento; y los tenedores de certificados pueden accionar solidariamente contra ambos órganos, en caso de violación de tales disposiciones por la administradora. Pero una medida legal de tal carácter restringiría apreciablemente el número de instituciones bancarias dispuestas a hacerse cargo de la responsabilidad solidaria en relación a operaciones sobre las cuales no tiene facultades de decisión, por cuya razón no se considera aconsejable.

Finalmente, en todos los proyectos se prevén las interdicciones para integrar los directorios de los órganos activos del fondo común, incluyendo a los quebrados o concursados no rehabilitados, personas sometidas a interdicción judicial, menores o incapacitados, condenados a penas que lleven la accesoria de inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos, o por delitos infamantes, y quienes no pueden ejercer el comercio. No figura en el proy. Decreto 2333 la prohibición del desempeño de tales tareas a los funcionarios de la administración pública cuyos cargos se relacionen con las actividades propias de las sociedades de inversión, que figuraba en el esq. previo y en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., y se limitaba razonablemente en este último, a un lapso de tres años después de haber cesado en sus cargos.

IV.- CAPITAL MINIMO DE LA SOCIEDAD GESTORA.FORMA DE INTEGRACION.

a) La exigencia del capital mínimo es común en la legislación comparada, no sólo para esta clase de sociedades, sino para todas las que recurren al concurso del ahorro público (de seguros, capitalización y ahorro, etc.).

La preocupación del legislador es, por una parte, que el monto del capital mínimo sea lo suficientemente importante como para constituir una garantía de la gestión, frente al valor de la cartera del o de los fondos de inversión administrados; y por la otra, que no represente una fuerte inmovilización que puede resultar antieconómica, o desalentar las iniciativas de promoción de inversiones.

El inconveniente de su determinación en la ley, se presenta en épocas de desvalorización monetaria, en las que puede llegar a ser irrisorio el capital fijado. Podría salvarse este reparo estableciendo dos límites, máximo y mínimo, y facultando a la autoridad oficial de contralor, para ajustar el importe respectivo, conforme lo aconsejen las circunstancias. En nuestro país, por ejemplo, el Decreto 142.277 del 8 de febrero de 1943, dispone que el capital inicial mínimo de las empresas de capitalización y ahorro, no debe ser inferior a \$ 100.000.- (importe que demuestra la realidad del inconveniente señalado), "quedando facultado el Ministerio de Justicia e Instrucción Pública para elevar el expresado mínimo de \$ 100.000.- hasta no más de \$ 300.000.- cuando lo considere necesario y con carácter general para todas las empresas".

La ley chilena constituye un interesante precedente, ya que fija el capital inicial en "cien sueldos vitales anuales del

departamento de Santiago" (para el año en curso, cada sueldo vital ha sido fijado en 60 escudos).

Por lo demás, consideramos que el capital mínimo exigible, debe mantenerse "permanentemente" -mientras subsistan el o los fondos administrados que lo hagan necesario- es decir, que en caso de pérdidas que sobrepasen la reserva legal u otras de carácter libre, debe reintegrarse el capital hasta cubrir el monto mínimo.

Con respecto a la forma de integración del capital mínimo de la sociedad gestora, sólo en la ley chilena (art. 1º, ap.1), se dispone que debe hacerse en dinero efectivo. Otras leyes, pero ya no referentes a fondos comunes, prevén igual exigencia (México, art. 2º, ap. IV; Investment Company Act, sección 28, ap. a), punto 1º, para las Face Amount Certificate Companies); y los decretos franceses del 6/2/1953 y 20/5/1955, establecen las condiciones de los aportes en valores mobiliarios. Pensamos que prescripciones semejantes deberían adoptarse para la sociedad gestora de fondos comunes, ya que el propósito perseguido al exigir el capital mínimo, se vería desvirtuado si se integrara por ejemplo, con valores de inferior calidad; no cotizados; o con poco movimiento, lo que permitiría posibles manejos en el nivel de las cotizaciones. A nuestro juicio, sólo cabría admitir la integración en dinero efectivo, en valores mobiliarios con amplio mercado, y por aporte de inmuebles necesarios para desarrollar las operaciones de la administradora.

b) En el proy. Colegio Grad. se establece un capital mínimo de veinte millones para las sociedades de capital fijo (que

son las habilitadas en este proyecto, para administrar los fondos comunes); y en el de la Comisión Hon., -en el que tanto a las de capital fijo como variable, les está permitida la gestión de fondos- se requiere un capital de veinte millones para las primeras, y de diez millones para las de capital variable.

En el proy. Decreto 2333 se exige un capital integrado mínimo de cinco millones (art. 4º, inc.c), previéndose en el art. 6º que en el supuesto de que la sociedad gestora administre varios fondos, "deberá tener un capital mínimo de cinco millones" por cada uno (debe entenderse que también en este caso se refiere al capital integrado).

Parece reducido el importe de cinco millones, aun teniendo en cuenta que en los demás proyectos no se prevé el supuesto de que la sociedad gestora administre varios fondos de inversión; y sin perjuicio de las consideraciones generales que formulamos en el punto a). En cualquier forma, debe reconocerse la dificultad de establecer un capital mínimo que se ajuste al volumen de operaciones del fondo común, por lo que algún autor ha sugerido que se fije el capital inicial y se aumente luego éste en forma proporcional al haber del fondo, pero desechando a renglón seguido tal solución, por sus dificultades de orden práctico.

Con respecto a la forma de integración del capital, se dispone en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., que debe efectuarse exclusivamente en dinero efectivo, títulos públicos, o valores mobiliarios cotizados (en el país o en el extranjero), con un balance aprobado, al menos. En el proy. Decreto 2333 nada se dice sobre el particular, por lo que serían de aplicación los

principios generales en la materia, aunque por la condición del objeto único exigida por el art. 4º (según modificación del Senado), debería limitarse a bienes relacionados con tal objeto.

Ante el silencio del proyecto en lo referente a la estructura del capital de la sociedad gestora, ésta puede emitir acciones de distintas características (con voto privilegiado, preferidas, etc.), acordar los beneficios previstos en el art. 321 del Código de Comercio -prohibiciones éstas contempladas en los proyectos del Colegio Grad. y Comisión Hon.- y emitir obligaciones, que está vedado a las sociedades de inversión, en este último.

No existe obstáculo a nuestro juicio, en permitir la emisión de acciones, obligaciones o partes de fundador, a la sociedad administradora, pues su objeto es la gestión del fondo, y no ingresan a su patrimonio los capitales aportados por los inversores, por lo que no habría motivo en limitar tales emisiones (por ejemplo para evitar los efectos del "leverage" o "gearing"), como en el caso de las sociedades de inversión propiamente dichas.

--oOo--

V.- REGLAMENTO DE GESTION.
CERTIFICADOS, EMISION Y RESCATE.

a) El contrato o reglamento de gestión se perfecciona antes del funcionamiento del fondo común de inversión entre la sociedad administradora y el depositario; y establece las relaciones de de recho entre los órganos activos del fondo y entre éstos y los futuros suscriptores. Su importancia es tal, que ha sido comparado por algunos autores (1), con el estatuto de una sociedad anónima o de una asociación civil.

Sus disposiciones principales han sido glosadas al tratar los fondos comunes suizos, siendo las más importantes las referentes a la política de inversión, modificación y rescisión del contrato, término de duración, emisión y rescate de cuotas partes, fijación de gastos y comisiones, distribución de beneficios, y liquidación del fondo común.

Como se trata de un contrato de adhesión para el suscriptor, y éste adquiere sus derechos con la firma de la solicitud de suscripción y el pago del importe respectivo, juzgamos necesario que las condiciones del contrato o reglamento se transcriban íntegramente no sólo en el certificado, sino en la solicitud mencionada.

Una cuestión que estimamos de vital importancia para la protección de los derechos de los inversores, es la relativa a la modificación del reglamento, que en la práctica queda reservada a los órganos activos del fondo común, sin intervención alguna de los suscriptores.

(1) Servien; ob. cit., ps. 66 y 76/77.

Tales modificaciones no podrían indudablemente afectar de rechos fundamentales de éstos, pero de cualquier manera, todo cambio en el contrato implica una alteración de las condiciones primitivas, sobre cuya base el inversor se adhirió al contrato de gestión.

La mejor solución sería teóricamente, la de confiar a una asamblea de suscriptores, la deliberación y resolución de asuntos de tanta importancia para la gestión común, pero su funcionamiento se vería dificultado por inconvenientes de orden práctico, la mayoría derivados del hecho del ausentismo del pequeño o mediano inversor, y su desconocimiento de las formalidades y alcances de tales asambleas.

Por lo expuesto, creemos que en caso de regularse legalmente el funcionamiento de fondos comunes de inversión, debe preverse la intervención del organismo oficial de contralor, no sólo en cuanto a las modificaciones del contrato, sino también en lo referente a la previa aprobación de éste, en representación de los futuros suscriptores. Tales atribuciones son comunes en la legislación comparada, tratándose de contratos de adhesión, y se adjudican en las leyes alemana, belga y chilena sobre fondos de inversión, al Banco Fiscalizador; Comisión Bancaria; y Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio, respectivamente. En la ley francesa (Decreto 57-1342) parece delegarse indirectamente a la reglamentación, al disponer el tercer apartado del art. 3º, que la sociedad gestora está obligada a presentar antes de comenzar las operaciones, una declaración de sus actividades en las condiciones que serán fijadas por el reglamento a dictar por el Ministro de Finanzas.

La cuota parte del suscriptor en el haber del fondo común, está incorporada en un título o certificado que materializa sus derechos a la participación en las utilidades y al rescate de aquélla en caso de optar por retirarse del fondo.

Los certificados pueden representar una o varias cuotas partes, y ser nominativos o al portador, teniendo estos últimos a su favor la mayor facilidad de circulación y posibles ventajas de orden impositivo. Pueden ser firmados por uno o ambos órganos del fondo; preferimos la doble firma para mayor garantía del inversor de que el certificado ha sido expedido por persona autorizada y conforme a las disposiciones del reglamento de gestión.

El precio de emisión o de rescate, se calcula dividiendo el activo neto del fondo (valuados los distintos rubros de acuerdo con el contrato), por el número de partes, y aumentándolo con los gastos de suscripción o derechos de entrada; o disminuyéndolo con una pequeña comisión en caso de rescate. En el supuesto de que el fondo deba vender acciones para hacer frente al rescate, se deducen los gastos correspondientes, conforme a las disposiciones del reglamento de gestión. En la legislación comparada se delega uniformemente a la autoridad de fiscalización oficial, la determinación de los gastos, comisiones, etc., o aprobación de las condiciones del reglamento de gestión que fijan aquéllos.

b) Ninguno de los proyectos en estudio, da intervención al organismo oficial de contralor en la aprobación o modificaciones del reglamento de gestión. El proyecto de la Comisión Hon. sólo prevé la constitución de una asamblea de tenedores de certificados, para considerar la prórroga de la duración o el cambio de los planes de inversión, sustituir a los órganos activos, o pedir la designación

de un fiscalizador del fondo común. El proy. Decreto 2333 dispone que en el reglamento de gestión debe figurar el procedimiento para la modificación de éste, por ambos órganos activos del fondo (art. 9º, inc. e). Estimamos criticables tales preceptos por las consideraciones indicadas en el punto precedente.

Las cláusulas que deben incluirse en el contrato de gestión son semejantes en todos los proyectos, y en general, corresponden a las ya resumidas anteriormente; y deben transcribirse en los certificados (a lo que agregaríamos, como hemos dicho, su inclusión en las solicitudes de suscripción).

Las previsiones con respecto a los certificados no difieren en su esencia, en todos los proyectos, siendo las más completas las del proy. Comisión Hon. y del proy. Decreto 2333, inspiradas en la ley alemana.

En este último proyecto se establece que las cuotas partes emitidas por el fondo común, "estarán representadas por certificados de copropiedad, nominativos o al portador, en los cuales se dejará constancia de los derechos del titular de la coparticipación y deberán ser firmados por ambos órganos del fondo; la firma podrá ser estampada por medios mecánicos copiadores" (art. 10, inc. a). El problema material de la firma, si bien se resuelve en esa forma en la ley alemana, convendría delegarlo por vía reglamentaria al organismo de fiscalización oficial, el que deberá apreciar la magnitud de la tarea que justifique la excepción al procedimiento común, y rodear de seguridades la adopción de cualquier otro sistema que pudiera facilitar fraudes fuera del contralor de uno o ambos órganos del fondo, y con más razón, del

suscriptor.

En el inciso c) del mismo artículo se dispone que los certificados sólo se expedirán contra el pago total del precio de emisión, no admitiéndose pagos parciales; disposición que se explica por la economía de la ley, pues las sumas depositadas en el banco por los suscriptores deben ser inmediatamente invertidas en valores mobiliarios. En la ley alemana se prevé que en caso de emitir se cuotas no pagadas totalmente, responderá la sociedad gestora con su patrimonio, estimándose por los comentaristas que tal responsabilidad debe alcanzar también al banco depositario, pues por las funciones que le asigna la ley, no puede ser desconocida para él una emisión efectuada en tales condiciones.

Por otra parte, si bien de la estructura general del proyecto, parece surgir que el certificado debe pagarse en dinero, estimamos que, como lo prevén las leyes alemana y chilena, el pago debe hacerse en dinero efectivo, excluyendo la entrega de acciones que presenta problemas de valuación, y puede crear situaciones de desigualdad entre los inversores. Los otros dos proyectos admiten el aporte de dinero o valores mobiliarios.

El mismo artículo del proy. Decreto 2333 (inc.d) se refiere al valor de colocación de los certificados, que no podrá exceder de cien pesos moneda nacional para "cada uno" (nos parece más exacto decir para "cada cuota parte", pues el certificado puede representar una o más cuotas partes, conforme al inciso b), disposición que resulta lógica, por representar cada cuota, una fracción ideal del conjunto de valores mobiliarios y otros bienes poseídos por el fondo, por cuyo motivo su valor experimenta las variaciones de la fortuna del fondo, y sólo en la primera emisión -

podría fijarse en una suma predeterminada, considerando claro está fuera del "valor de colocación" los gastos de emisión que resulten conforme a las disposiciones del reglamento.

Asimismo, en este artículo "se prohíbe salvo a los fondos de inversión regularmente constituídos, la emisión de certificados a los efectos previstos en la presente ley, que utilicen expresiones de cualquier clase que puedan dar lugar a confusiones acerca de su naturaleza". Esta disposición tiene el mismo propósito que la referente a la denominación del fondo, de evitar que se induzca a error al posible inversor, que por definición no es técnico en la materia; pero consideramos conveniente suprimir la frase "a los efectos previstos en la presente ley", dado que pueden emitirse títulos con denominación semejante a la de los indicados en la ley, y que se refieran a operaciones totalmente distintas de las que tiende a tutelar aquélla.

Por último, en el inciso f) de este artículo se prevé que en caso de robo, destrucción o pérdida de certificados, se procederá conforme a lo dispuesto en el reglamento de gestión y en su defecto se aplicarán los arts. 746 a 765 del Código de Comercio, referentes a los papeles de comercio al portador, disposición que no figura en los demás proyectos, y cuya inclusión parece conveniente si nos atenemos a la práctica suiza.

En cuanto a la emisión y rescate de certificados, en el art. 12 del proy. Decreto 2333 se dice que "deberán efectuarse a los precios resultantes de dividir el valor total del patrimonio del fondo por la cantidad de cuotas partes suscriptas" (con la adición o deducción de las sumas necesarias para el pago de gastos y

comisiones que determine el reglamento de gestión), previéndose en el inciso b) del art.9º que este último deberá especificar las "normas y plazos para la recepción de suscripciones, rescate de certificados y procedimiento para los cálculos respectivos " (resultaría más claro el sentido de esta última frase, si se sustituyera "los cálculos respectivos" por " los cálculos de los precios de emisión y rescate").

Se ha criticado, acertadamente a nuestro entender, la ausencia de disposiciones -tanto en éste como en los demás proyectos- relativas al sistema de valuación de los distintos bienes que componen el haber del fondo (1), que queda librado a lo que disponga el reglamento de gestión.

En nuestro país debe tenerse especialmente en cuenta que de más de 600 sociedades autorizadas para cotizar en el mercado de valores de Buenos Aires, sólo figuran regularmente en pizarras alrededor de 300 papeles, muchos de ellos con cotizaciones esporádicas, en cuyo caso no podrían adoptarse técnicamente las mismas bases de valuación que para las de cotización diaria o muy frecuente. Para este supuesto se proponen diversas fórmulas: tomar el precio ponderado en un período no inferior a tres meses calendarios ni de treinta veces de efectiva cotización en pizarra, completado con la tendencia del último precio anotado, que sería el definitivo en el supuesto de ser menor que el precio ponderado; o actualizar la última cotización con la aplicación de un coeficiente de co

(1) Héctor R. Bértora y Jesús Vázquez Ger, "Fondos Comunes de Inversión", La Nación, Buenos Aires, 4/7/960. Mario Segre, "Sociedades de Inversión", El Avisador Mercantil, Buenos Aires, 18/4/960.

rrección calculado sobre la base de las fluctuaciones de los demás valores de la cartera del fondo, o de las fluctuaciones registradas en los índices de valores mobiliarios elaborados por la Bolsa u otras instituciones especializadas. Nos parece más aceptable este último índice, pues reflejaría mejor la tendencia de la plaza que la de los valores poseídos por un solo fondo.

Por el sistema de auto-liquidación del fondo, lógicamente deben deducirse del valor de la cartera, los gastos de comisión, impuestos y sellos, que implicarían la venta de los títulos en el mercado.

Pensamos que si se quiere mantener la flexibilidad de la ley, este punto puede delegarse en forma expresa a la reglamentación, para que conforme con la futura experiencia y conocimiento directo de nuestras modalidades financieras, se determinen las normas aplicables, con carácter uniforme para todos los fondos de inversión, como la disposición del art. 8 de la ley francesa (Decreto 57-1342) que permite al Ministro de Finanzas fijar las reglas aplicables a la forma de llevar, y a la presentación de las cuentas.

Las normas y plazos para la recepción de suscripciones y rescate de certificados también deben figurar en el reglamento de gestión, por imposición del mismo inciso b) del art. 9º, lo que está de acuerdo con los demás proyectos y la legislación comparada. Por nuestra parte observaremos que no parece aplicable la locución "plazos" para la recepción de suscripciones, que se verifica con el acto material de la percepción del importe respectivo y recibo correspondiente por el banco depositario, pudiendo hablarse

de plazos sólo en el caso de rescate. Por disposición del art.14 este último no puede ser superior a los siete días después de formulado el requerimiento, salvo en casos excepcionales (podría tratarse de una guerra, conmoción interna, u otro acontecimiento que perturbe gravemente la marcha del mercado bursátil) en cuyo supuesto se aplicará la parte final del art. 2715 del Código Civil (estado de indivisión forzosa cuando la división fuere nociva por cualquier motivo), no pudiendo exceder de tres días más, sin resolución del organismo de fiscalización a que se refiere el art.18 del proyecto. Estas disposiciones son comunes en la legislación comparada, y se justifican por su carácter de excepción.

En el reglamento de gestión deben preverse también "los límites de los gastos de gestión y de las comisiones que se percibirán en cada caso por la sociedad gerente y depositario" (art.9º, inc. c). Entendemos que para la mejor protección del interés del inversor, debe darse intervención al organismo oficial de contralor, en la fijación de los límites máximos de gastos, honorarios y comisiones. Esta intervención se prevé en el proy. Comisión Hon. y en el caso de otras entidades que recurren al concurso del público en general, y se justifica por la incidencia de tales gastos en el rendimiento de la inversión, que podría verse cercenado injustificadamente por un monto excesivo de cargas de esta naturaleza. En la ley francesa sobre fondos comunes se deja librada a la decisión del Consejo Nacional del Crédito, la determinación de la tasa máxima de comisiones que podrán ser percibidas en ocasión de la suscripción o rescate de certificados, y las condiciones de remuneración de la sociedad gestora.

Por su parte, la ley chilena (art. 1º, ap.3), establece las tasas máximas de comisiones (3% sobre el valor total del fondo) y de gastos e impuestos (1%), debiendo fijar semestralmente el órgano fiscalizador, ambos porcentajes, dentro de los límites señalados.

---oOo---

VI.- POLITICA DE INVERSION.

a) La seguridad de la inversión, que es uno de los objetivos principales que tiene en vista el suscriptor al adherirse a un fondo de inversiones mobiliarias, se consigue aplicando el principio fundamental de la limitación de riesgos, por medio de la diversificación de inversiones.

En toda la legislación especial sobre fondos de inversión (tanto la referente a las sociedades como a los fondos comunes), se contempla la división de riesgos en su aspecto cuantitativo, ya que con buen criterio no se regula el aspecto cualitativo, ni la división de riesgos geográficos, económicos, jurídicos o financieros, que debe quedar en manos de la dirección del fondo, responsable del buen éxito de la gestión, para adaptar ésta a las condiciones siempre cambiantes del mercado financiero. Por ello, se limita a un porcentaje determinado, que oscila generalmente entre un cinco o un diez por ciento de su valor de activo, o del haber del fondo (según se trate de sociedad o fondo común), como importe máximo a invertir en acciones de una misma emisora, lo que obliga a distribuir las inversiones en veinte o diez valores distintos, según el porcentaje aplicado. Como exigencia mínima no representa una restricción de importancia a la gestión del fondo, si se tiene en cuenta que en la práctica, y sin disposición legal que lo establezca, la división de riesgos exige una repartición mucho más amplia, sin necesidad de llegar a la "pulverización" de la cartera, que resulta antieconómica.

Se ha criticado por los autores que comentaron la ordenanza francesa de 1945, aún el límite más restrictivo del cinco

por ciento del activo de la sociedad de inversión, por considerar insuficiente la distribución de riesgos financieros solamente sobre veinte valores, basándose en la experiencia de los "investment trusts" británicos con carteras de hasta doscientos valores, pero debe advertirse que con tales disposiciones sólo se fijan límites mínimos, que deberán complementarse con otras medidas de la dirección, para asegurar la efectiva limitación de riesgos, la que no depende únicamente del número de inversiones diferentes: por ejemplo, un gran número de papeles distintos colocados en un mismo sector de la economía, no significaría una distribución eficiente de sus riesgos, y en cambio se lograría con una sola participación en una sociedad de inversión diversificada.

Para evitar el peligro del control minoritario, algunos autores piensan que sería necesario reforzar esta disposición con la interdicción legal de ocupar, por los directores del fondo, puestos similares en las empresas emisoras.

Esta limitación legal en cuanto a la diversificación mínima de las inversiones, se complementa con otra destinada a evitar propósitos de control de la dirección del fondo, sobre las entidades emisoras de los valores que integran la cartera; lo que puede dar lugar a operaciones de carácter especulativo, (que por definición están excluidas del objeto de estos fondos), que afecten la seguridad de la inversión. Para ello se limita a un porcentaje (que también oscila en general entre un cinco y un diez por ciento, complementado a veces con la limitación del derecho de voto) del capital de la emisora, el importe máximo que puede invertirse en valores de cada una de éstas.

Estas disposiciones, en conjunto, permiten lograr el propósito del legislador, ya que si se aplica solamente el límite sobre el patrimonio total del fondo, a invertir en una sola empresa, puede alcanzarse -en caso de que dicho haber sea de cierta -consideración- el control, o por lo menos el llamado "control -útil", ejerciendo una influencia sobre la gestión de la entidad, que puede llevar a propósitos especulativos que incidan negativamente en la seguridad de la inversión.

En el caso de los fondos comunes, la sociedad gestora puede administrar varios de ellos, con lo que, al asumir la representación de todas las acciones correspondientes al haber conjunto, se podría eludir la intención del legislador. Esta situación ha sido prevista por la ley alemana en el punto 4º del art. 7º, estableciendo también el límite del cinco por ciento, para el conjunto de "capitales especiales" administrados por la misma sociedad.

Aun en países donde no existen estas restricciones legales, los fondos de inversiones mobiliarias las adoptan voluntariamente, como se observa en la práctica suiza e inglesa.

b) Algunas leyes limitan las inversiones del fondo en todo, o en un porcentaje determinado, a acciones cotizadas en bolsa. Los proyectos argentinos siguen esta orientación, exigiendo que los valores adquiridos se coticen en su totalidad en bolsas o -mercados de valores del país o del extranjero.

Se ha criticado esta disposición, propiciando la inclusión de valores no cotizados, para apoyar a pequeñas o medianas industrias, u otras empresas que por diversas razones no tienen

acceso a la cotización en mercados de valores. Sin embargo, creemos que atendiendo a la finalidad fundamental de los fondos de inversión, que no es la de financiar a las sociedades en que efectúan sus colocaciones, sino de ofrecer al inversor el mayor y regular rendimiento compatible con la seguridad de la inversión; y a la imposibilidad, o por lo menos dificultad, de establecer criterios uniformes de valuación que aseguren la determinación objetiva del justo valor de tales acciones, resulta acertada esta previsión. Más aún, hay autores que propugnan limitar las inversiones, dentro de las cotizadas, a las acciones con mercado amplio, y prohibir las de valores que se alternen en las pizarras en forma esporádica (de mercado restringido), por las dificultades que presenta su valuación y la posibilidad de manipular las cotizaciones (1). La ley, de acuerdo con esta opinión, debería establecer la calificación de cada clase de acciones, quedando la aplicación del principio librada a la apreciación de directores, síndicos y auditores de la sociedad gestora, pudiendo colaborar eventualmente las bolsas y órganos periodísticos especializados, en su determinación periódica.

Una segunda limitación se introduce en los proyectos, y es la de que la totalidad (proy. Comisión Hon. y Colegio Grad.), o el noventa por ciento de las inversiones del fondo, en valores mobiliarios (proy. Decreto 2333), deberá corresponder a emisoras con un balance aprobado, según los dos primeros, o con tres balances de acuerdo con el último proyecto (del que se eliminó la exigencia establecida en el esq. previo, de haberse producido utili-

(1) Héctor R. Bértora y Jesús Vázquez Ger, art. cit.

dades en esos tres años, siguiendo las Reglas del Estado de California de 1928). La exigencia de los tres balances aprobados fué prevista en la Ordenanza francesa de 1945 para evitar que se desvirtúe uno de los principios que son de la esencia de este tipo de entidades: no deben ser organismos de financiación; ya que se supone que al cabo de aquel lapso la sociedad emisora está organizada, evitándose los riesgos del lanzamiento de los nuevos productos al mercado, y los de orden técnico por los ensayos y gastos de organización; a lo que se agrega en este período que en general no existe posibilidad de distribuir utilidades, o por lo menos éstas son reducidas en proporción a la capacidad calculada de la empresa. Además resulta difícil la negociación de acciones de empresas nuevas o poco conocidas y puede traer dificultades en caso de necesidad imperiosa de realización para hacer frente a pedidos de rescate. Esta regla no ofrece garantía de producción de futuras utilidades, siendo en tal sentido más completa la de exigir resultados favorables durante tres años, pero ello implicaría imponer excesivas restricciones a la política de inversión, en un mercado relativamente limitado como el nuestro. Esta circunstancia debe de haberse tenido en cuenta por la comisión redactora, para suprimir esta última exigencia.

Por disposición del art. 15, inc. b) del Proy. Decreto 2333, por lo menos el 75% del haber del fondo deberá invertirse en valores mobiliarios que se coticen en bolsas o mercados de valores del país, por lo que "a contrario sensu" se permite la inversión en valores cotizados en mercados extranjeros, hasta el 25% restante; disposición que también contempla el proy. Comisión

Hon.; en cambio el del Colegio Grad. no establece porcentajes limitativos. Varios participantes en la mesa redonda de la Bolsa de Comercio del 20 de abril de 1960 manifestaron su oposición a inversiones en valores extranjeros, teniendo en cuenta la falta de capitales en el país (se admitiría únicamente la inclusión de valores cotizados en bolsas de países integrantes de la zona de Libre Comercio del Tratado de Montevideo), lo que nos parece un argumento de peso, aún cuando cabe reconocer que se limita uno de los sub-principios de la división de riesgos: el de la diversificación geográfica internacional.

Todos los proyectos contemplan la doble e importante limitación a que nos hemos referido en el punto a): los porcentajes máximos que pueden adquirirse en valores de una sola empresa, con respecto al haber del fondo (cinco por ciento en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., y diez por ciento en el proy. Decreto 2333); y del total de acciones de una misma emisora, con respecto al capital de ésta (diez por ciento en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., con limitación de los derechos de voto al mismo porcentaje; y diez por ciento en el proy. Decreto 2333 con limitación al cinco por ciento de los derechos de voto). En el esquema previo se fijaban los dos límites en el cinco por ciento, (como en la ley francesa de fondos comunes, en la que se exceptúa a los títulos del Estado, del porcentaje sobre el haber del fondo), pero fueron criticados a la inversa de los de la Ordenanza francesa de 1945, por ser muy bajos para un mercado financiero relativamente reducido como el nuestro y no permitir la adquisición de valores de primer orden, cuyo número no alcanzaría

al mínimo de veinte, previsto. Con la limitación del derecho de voto al cinco por ciento de los conferidos a las acciones de una misma emisora, creemos que se cumple el objeto de esta disposición de evitar el control de la emisora, y con la inversión en un solo valor de hasta el diez por ciento del haber del fondo, se salvan las objeciones formuladas, si bien pensamos, como se observa en la reciente experiencia argentina, que la diversificación de inversiones obligará a la sociedad gestora a adquirir más valores que los exigidos por el proy. Decreto 2333, por lo que debería haberse mantenido el límite del cinco por ciento que establecen los demás proyectos.

Se presentan varias cuestiones para la correcta interpretación de estas disposiciones:

1º) Los títulos públicos argentinos, cédulas y bonos hipotecarios y bonos de Y.P.F., están incluidos en la limitación del porcentaje sobre el haber del fondo común?

Los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad. excluyen en forma expresa de este límite, a los títulos del Estado. En cuanto al proy. Decreto 2333, en el inciso a) del art. 15 se refiere a valores mobiliarios cotizados en bolsas y mercados de valores, en cuya acepción entrarían los indicados; el inciso c) sólo a "acciones" pero este límite es para dificultar el control de la empresa y no se aplica lógicamente a títulos públicos; y el inc. d) establece un máximo de inversión en "una sola entidad" de más del diez por ciento del haber total del fondo, por lo que podría interpretarse que sólo se incluye a las emisoras privadas. Pensamos que como en los demás proyectos y en la ley francesa de fon-

dos comunes, debe establecerse explícitamente la excepción a favor de los títulos a que hemos hecho referencia, y con carácter amplio, de modo que involucre títulos nacionales, garantizados por el Estado, etc.

2º) La limitación del inciso c) del mismo artículo del proy. Decreto 2333 debe calcularse sobre el "valor nominal total de las (acciones) emitidas por una misma sociedad". Los demás proyectos se refieren al "capital" sin aclarar sobre qué capital debe computarse el porcentaje respectivo. A nuestro entender, correspondería establecer los límites con respecto al capital suscrito, que es el que tiene derecho a voto; por otra parte, el capital emitido puede ser apreciablemente superior al suscrito; y el monto de éste se conoce más fácilmente por la sociedad gestora, que el de aquél.

3º) En el proy. Decreto 2333 se prescribe que no podrá invertirse en una sola entidad más del diez por ciento del "haber total del fondo". Qué debe entenderse por esta expresión "haber total del fondo"?

El art. 12 del mismo proyecto se refiere al "valor total del patrimonio del fondo", que dividido por el número de cuotas partes, determina el precio de emisión o de rescate. Aplicando este criterio de interpretación, tal "valor total del patrimonio"(o del haber del fondo), debe calcularse tomando para los valores mobiliarios el precio de cotización a la fecha que correspondiere, agregar los demás valores de activo, deducir los de pasivo y obtener el **monto** del activo neto del fondo que servirá de base de cálculo. De acuerdo con esta interpretación, el re

sultado de la aplicación del porcentaje limitativo estaría sujeto a continuos reajustes, en función de las oscilaciones de los precios de los valores en cartera, y la sociedad gestora podría verse obligada a realizar valores en alza, cuando por motivo de ésta, se hubiera excedido el límite en cuestión.

Debe desecharse la posible interpretación de que el cálculo de las inversiones debe hacerse a su valor nominal, ya que el objeto del porcentaje referido, es exigir una repartición mínima de riesgos, condición que no se cumpliría en tal hipótesis, en caso de divergencia (que es lo corriente) entre el valor de costo y el nominal de cada clase de títulos poseídos.

Por último, los incisos a) y b) del mismo artículo se refieren al "haber del fondo" como las sumas que deberán ser "invertidas" en valores mobiliarios cotizados en bolsas o mercados del país o del extranjero y de emisoras con balances aprobados durante tres años al menos, en los porcentajes que se indican en dichos incisos. En este caso, el "haber del fondo" representa los valores de costo (o de inversión) de los títulos adquiridos, y debe comprender como es natural, las sumas transitoriamente disponibles para su colocación.

Creemos que esta última es la interpretación correcta, y es la que dan los comentaristas de la ley francesa a la expresión de la Ordenanza de 1945, que se refería al "cinco por ciento de las sumas invertidas y de las disponibles para la colocación", que figura asimismo en el esquema previo y en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., y nos parece más clara que la incorporada al proy. Decreto 2333, análoga a la del art.6º de la

ley francesa de fondos comunes de inversión.

4º) No se aclara debidamente en el proy. Decreto 2333 el criterio que se aplicará en el caso de que la sociedad gestora administre varios fondos comunes, que se prevé expresamente en el proy. Colegio Grad.; pues como aquélla ejerce el derecho de voto de las acciones de los fondos comunes que administra, puede votar en forma fraccionada, sobrepasando en su total los límites previstos aunque no se excedan éstos para cada fondo, en cuyo caso no se cumpliría la intención del legislador, de evitar el control o influencia decisiva de la sociedad gerente en las empresas emisoras. Esta previsión está contemplada en la ley alemana (art. 7º inc. f), punto 4º) y su ausencia en la ley francesa (Decreto 57-1342) ha sido criticada por los autores.

5º) Por otra parte, no resulta claro en el proy. Decreto 2333 qué criterio se seguirá con los debentures para el cálculo de estos límites, pues el inciso c) habla de "acciones" que sobrepasen el diez por ciento del valor nominal emitido por la misma sociedad, lo que excluiría a los debentures -cuya tenencia, por otro lado no permitiría el control, por lo menos inmediato y directo, de la emisora- pero al fijar el porcentaje de división de riesgos (inciso d) se habla de la prohibición de "invertir en una sola entidad más del diez por ciento del haber total del fondo" sin aclarar en qué tipo de valores, por lo que estarían incluidos en esta restricción también los debentures. Esta disquisición es algo teórica actualmente, por la poca importancia e interés en colocaciones de debentures, y el escaso volumen de sus cotizaciones, pero de cualquier manera, conven-

dría clarificar la disposición, en previsión de un futuro cambio en las condiciones del mercado financiero.

En el esquema previo se tomaban en conjunto las acciones y obligaciones (mencionadas éstas en forma expresa) para el cálculo de los límites del cinco por ciento y de un vigésimo de los derechos de voto. También se indican en la misma forma en los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., pero debe señalarse que el límite fijado para evitar el control, es del "diez por ciento del capital de las emisoras, o que represente más de un décimo de los derechos de voto".

Teniendo en cuenta que el nuevo límite previsto en el proyecto (del diez por ciento) es lo suficientemente amplio -por lo demás, la inclusión de obligaciones en este porcentaje reduciría la posibilidad de control- y que se limita en cualquier supuesto, el derecho de voto al cinco por ciento del que acuerde la totalidad del capital de la emisora, no habría inconveniente en incluir en dicho límite a las obligaciones conjuntamente con los demás valores, pero debiera establecerse claramente que a los efectos de la división de riesgos, igualmente se comprenden las obligaciones emitidas por la empresa, para el cálculo del porcentaje respectivo, pues constituyen conjuntamente con las acciones un solo riesgo para la inversora.

Las limitaciones establecidas pueden excederse transitoriamente, según los proy. Comisión Hon. y Decreto 2333 por el plazo de seis meses o un año respectivamente, cuando se ejerciten derechos de suscripción o se perciban dividendos en acciones. Esta disposición se justifica para no lesionar los intereses de los

inversores, que podrían perjudicarse si se viera imposibilitada la sociedad gestora de tomar nuevas suscripciones o liquidar apresuradamente los dividendos percibidos en acciones, pero nos parece excesivo el plazo de un año para una excepción "transitoria", siendo aconsejable un plazo menor que podría ser el de seis meses que fija la ley alemana, y previsto en el proy. de la Comisión Hon.

Para terminar con este punto nos referimos al inciso f) del mismo artículo del Proy. Decreto 2333, que dice que el "dinero en efectivo perteneciente al fondo, no invertido en valores mobiliarios, deberá depositarse en cuenta corriente, en bancos autorizados del país". Los demás proyectos disponen que todos los "bienes integrantes de un fondo común de inversiones deberán depositarse en un banco".

Siguiendo el criterio del legislador de dejar libertad de gestión del fondo común a la sociedad administradora -para lo cual es de suma importancia el manejo de las disponibilidades, que permite hacer frente a erogaciones por ejercicio de derechos de preferencia, o aprovechar las oscilaciones de precios en el mercado- no se fijan en los proyectos, porcentajes máximos para las sumas pendientes de inversión; pero atendiendo a la finalidad primordial de proteger al inversor, se impone la obligación del depósito del dinero en efectivo, en bancos autorizados. Podría haberse permitido la colocación transitoria y por tiempo determinado, en inversiones prudentes como por ejemplo en Obligaciones de Tesorería de corto plazo, para que no permanezcan improductivas estas sumas.

No se fija plazo para dicho depósito, ni se prevé la existencia de un fondo fijo en dinero efectivo para los pagos que no admiten el uso del cheque, en especial teniendo en cuenta que en determinados sectores de nuestro país no está difundido su hábito; cuestiones que posiblemente hubiera convenido delegar a la reglamentación.

---oOo---

VII.- PUBLICIDAD.

a) En la legislación comparada se atribuye gran importancia a las medidas de publicidad, criterio que se justifica plenamente atendiendo a que estas entidades recurren al ahorro público para recolectar los capitales que administran. En igual sentido, se extreman las previsiones de la ley en esta materia, cuando se trata de contratos de adhesión con el público en general (seguros, capitalización y ahorro, etc.).

Estas medidas presuponen un doble aspecto, con la finalidad de rodear de las mayores garantías al inversor:

I) El de informar a los adherentes sobre el valor de su acción o cuota (aun en el caso de sociedades de capital fijo, interesa la divulgación del valor intrínseco de la acción para tratar de corregir su desviación con respecto al precio resultante de la oferta y la demanda); sobre la marcha de los negocios; y cómo se administra la cartera de valores mobiliarios;

II) El de evitar informaciones capciosas o que induzcan a error al público, sobre la naturaleza y condiciones de las inversiones ofrecidas.

En lo referente al primer aspecto señalado, el problema más debatido en doctrina, es el de la publicación detallada de la composición de la cartera (con indicación de la clase y cantidad de títulos poseídos, y valores de costo y de cotización a la fecha del estado publicado); argumentando los adversarios de tal publicidad;

1) Que tiene el inconveniente de revelar a la competencia la política de inversión (algo así como divulgar los secretos de fabricación en una industria), poniendo gratuitamente

a disposición de aquélla, informes costosos de los servicios técnicos de la empresa; e inducir al mismo tiempo al operador directo en bolsa, a seguir también dicha política;

2) Que resultaría muy difícil tener permanentemente actualizada la lista de valores en cartera, por la movilidad de su composición para adaptarla a las condiciones cambiantes del mercado bursátil;

3) Que no ilustra verdaderamente al inversor, que por definición no tiene capacidad o tiempo para seguir la evolución de los negocios.

La primera objeción puede salvarse con la publicación diferida por un plazo determinado (que puede oscilar entre los tres y seis meses), y la inclusión en un rubro de carácter general, de las operaciones en curso, para evitar el peligro de difundir el secreto comercial. Hay autores que afirman que esta publicidad diferida sólo tiene interés retrospectivo, pues en el lapso que prevén las leyes, puede haberse modificado fundamentalmente la composición de la cartera, y propugnan la publicación en forma inmediata, agrupando las operaciones en curso, en una cuenta de resumen que podría incluir el 10% del valor total de los títulos, y detallando el 90% restante.

La segunda carece de mayor relevancia, puesto que no solamente es posible el inventario al día, sino que en el caso de los fondos de inversión de capital variable es imprescindible, para determinar el valor de la acción o de la cuota parte, a los fines de su emisión y rescate.

En cuanto a la tercera crítica, debe señalarse que tal

publicidad tiene la ventaja de educar al adherente, al mostrar ejemplos de selección racional de inversiones; asimismo, el público puede estar en conocimiento de lo que compra al suscribirse, por comparación entre las carteras de distintos fondos; por último, por la apreciación de las variaciones de la composición de la cartera, puede formarse una idea sobre la gestión y la marcha de los negocios.

Por otra parte, esta publicidad integral hace más difícil una posible maniobra de cualquiera de los órganos activos, para desprenderse de títulos mediocres o de difícil colocación, mediante su transferencia al fondo.

Algunos comentaristas de la Ordenanza francesa de 1945 criticaron la exigencia de la publicidad detallada de los valores en cartera a la fecha de cierre del ejercicio (en un plazo máximo de seis meses); sugiriendo que solamente debería requerirse la publicación de la nómina de los títulos poseídos, sin indicación de cantidad de valores, costo, y precio del día. Sin embargo, cabe señalar que esta publicidad solamente cualitativa, presenta el grave inconveniente de que pueden mencionarse títulos de primer orden -de los que el fondo tiene una limitada cantidad - junto a gran número de otros valores de calidad notoriamente inferior, procedimiento éste al que acudieron algunos fondos de inversión norteamericanos durante los años 1925 a 1929 ; tal práctica fundamentó la disposición de la Investment Company Act, exigiendo la publicidad semestral (además de otras informaciones y estados financieros), de la lista de los títulos poseídos, con aclaración de cantidades y valores.

En la práctica anglosajona se abandonó la política del secreto de la gestión: en Norte América aún antes de dictarse la Investment Company Act; y en Inglaterra, país donde predomina el criterio de publicidad amplia, a pesar de no existir obligación legal.

La necesidad de la publicación integral de la composición de la cartera, se hace más evidente tratándose de fondos de inversión de gestión libre (o relativamente discrecional), como contrapartida de la ausencia de disposiciones contractuales que establezcan en forma taxativa, en qué títulos deberá colocarse el haber del fondo.

En lo que se refiere a la publicidad en general de toda la documentación y elementos que ilustren sobre la marcha de los negocios de estas entidades, las exigencias legales deben moverse entre dos límites: a) el de ofrecer la mayor información al público y el mejor conocimiento de sus derechos por el inversor; b) el del costo de las publicaciones, que puede alcanzar a importes prohibitivos, y representa un escollo de importancia en nuestro país para una publicidad frecuente y detallada. No es éste el caso de los Estados Unidos, donde por lo regular, las entidades dan a conocer su documentación con mayor detalle y a intervalos menores aún que los fijados por la Investment Company Act, siendo un modelo en tal sentido, el ejemplo que ofrecen las publicaciones del Massachusetts Investors Trust.

En resumen, la publicidad ideal de las actividades de los fondos comunes en nuestro país debería comprender: diariamente, la del valor de la cartera y de la cuota parte; semestralmen-

te, publicación diferida por un plazo máximo de noventa días, de la composición integral de la cartera, indicando cantidad de títulos poseídos, entidad emisora, valor de costo y de cotización; cada tres meses el balance (trimestral o general, según el caso), y cuadro demostrativo de ganancias y pérdidas.

Por razón del alto costo de tales publicaciones podría aumentarse el lapso de tres a seis meses para la publicidad de los estados contables indicados precedentemente.

b-1) El proy. Colegio Grad. y el del Diputado Parry, prevén la publicidad trimestral de dicha documentación, pero **no** consideran la divulgación diaria del valor global de la cartera y del de la cuota parte, necesaria para que el inversor se forme - una idea sintética y comparativa de la evolución de los negocios y para que conozca con exactitud el importe que deberá abonar al suscribirse al fondo, o a que tiene derecho en caso de solicitar el reembolso de su certificado. Esta última publicación la están efectuando en forma espontánea, pero semanalmente, varios fondos comunes que operan en la plaza.

En cuanto al proy. Comisión Hon., establece que se publicará el estado detallado de la cartera, mensualmente y diferido sólo por cinco días (plazo que estimamos muy reducido por las consideraciones formuladas en el punto a); el balance general y la cuenta de ganancias y pérdidas deben publicarse dentro de los dos meses de cerrado el ejercicio, conjuntamente con el estado detallado y comparativo de la composición de la cartera.

En el proy. Decreto 2333 se dispone la publicidad míni-ma obligatoria, en el artículo 20, en cuyo inciso a) ap. 1) se

prevé la publicación diaria del valor de la cartera, que creemos debe complementarse por la del valor de la cuota parte, para hacer más accesible la información al inversor (1).

Según el ap. 2) del mismo artículo, deberá publicarse el "balance de resultados". En la discusión parlamentaria se objetó esta terminología (a nuestro juicio acertadamente), basándose en que dicha publicación debe referirse a la "cuenta; cuadro o estado de resultados; o cuenta o cuadro demostrativo de ganancias y pérdidas", o a verdaderos balances- que como ya se ha señalado, de ben practicarse en forma diaria para el cálculo del valor de las cuotas de participación- pues de la conjunción de los conceptos "balance" y "resultados" en la misma frase, nace una expresión anfibológica en el sentido técnico. Aparentemente, y considerando que en el ap. 3) del artículo 20, y en el inciso a) del artículo 17, se menciona en forma expresa la cuenta de resultados, parecería referirse el proyecto a los balances trimestrales, por analogía con las disposiciones de las leyes 5125 y 6788.

El miembro informante de la Comisión del Hon. Senado, se opuso a las enmiendas propuestas a estos dos apartados -que fueron aprobados sin modificación- argumentando que no es propio de la ley fijar "una especie de reglamento de contabilidad para el movimiento de los fondos comunes de inversión". Disentimos con esta opinión, ya que con dichas enmiendas se hubiera aclarado a qué estados contables se refiere el apartado 2), y se ofrecería una información directa al inversor, del precio de la cuota parte; de

(1) Conf. H.R. Bértora y J. Vázquez Ger, art. cit., y discusión del Senado.

mayor interés en nuestro país, por el aislamiento de muchos suscriptores del interior, con respecto a los centros financieros.

Nos parece en este sentido más aconsejable por la mayor posibilidad de futuros ajustes basados en la experiencia posterior, la disposición de la ley francesa sobre fondos comunes de inversión (Dec. 57-1342), que delega en la reglamentación a dictarse por el Ministro de Finanzas la determinación de la naturaleza, forma y periodicidad, de los documentos que la sociedad gestora y el depositario están obligados a practicar y publicar, tanto en lo relativo al haber del fondo como a las operaciones efectuadas por éste (art. 8), solución que difiere de la adoptada en el caso de las sociedades de inversión (tanto de capital fijo como variable), para las que se indican en la ley la documentación y plazos en que deberá publicarse.

No se fija plazo alguno en el proy. Decreto 2333, para las publicaciones dispuestas por el artículo 20, por lo que este punto deberá quedar librado a la reglamentación. Los proyectos - del Colegio Grad. y de la Comisión Hon. establecen un plazo de un mes y cinco días, respectivamente, habiéndose ya señalado lo exiguo de este último en lo que concierne al estado de la cartera, - por los reparos que podrían oponerse en cuanto a la divulgación del secreto comercial.

A diferencia de los demás proyectos (incluso el del Diputado Parry), que prevén la publicación detallada de la cartera, en dicho artículo 20 sólo se requiere la publicación de la nómina de los valores y otros bienes del fondo común, lo que sería criticable por las consideraciones expuestas en el apartado a) precedente.

b-2) Otro problema que se presenta es el de la determinación de los órganos donde se efectuarán las publicaciones.

Si bien lo ideal desde el punto de vista jurídico sería la publicación en el Boletín Oficial, éste tiene el inconveniente de su escasa circulación entre el pequeño y mediano inversor, que por definición, debe formar la clientela de los fondos comunes.

Nos parece más aconsejable, teniendo en cuenta la experiencia en nuestro país en esta materia, disponer la publicación en un diario con circulación en todo el país, debiendo la sociedad gestora poner a disposición de los adherentes (en su sede, su cursoales y también por medio del depositario), los elementos publicados; en cuyo caso podrá requerir únicamente el reintegro del costo estricto de impresión.

En los proyectos de la Comisión Hon., Colegio Grad. y esq. previo, se establece que deberán efectuarse las publicaciones en los boletines de las bolsas de comercio, a los que puede hacerse la misma objeción que al órgano de publicaciones oficiales. El - proy. Decreto 2333 lo deja a opción de la sociedad gestora, que podrá elegir entre el Boletín Oficial, el de la Bolsa de Comercio, o un órgano de conocida difusión en el lugar de la sede del fondo común; con tal opción se aumenta la inseguridad del inversor sobre el medio de publicidad a que deberá recurrir para enterarse de los derechos que le asisten y de la gestión de los distintos fondos comunes.

b-3) Con referencia a la propaganda que publican las sociedades promotoras, resulta innegable la necesidad de su contralor

por la autoridad de fiscalización oficial, para rodear de las mayores garantías al inversor; siendo corriente este tipo de verificación en aquellas empresas que recurren al concurso del público en general.

Sólo se discute la oportunidad del contralor, criticándose la exigencia de la aprobación previa por el órgano de fiscalización oficial, esgrimiendo el argumento de que se demoraría la aparición de la propaganda, que debe aprovechar factores psicológicos que obligan a actuar con rapidez, incompatible con un trámite burocrático. Sin embargo, creemos en la eficacia de la intervención previa, ya que el daño que se procuraría evitar -de cualquier información que induzca a error al público- ya estaría ocasionado. Podría obviarse el reparo de la posible lentitud del trámite estableciendo un término perentorio (que podría ser de cinco días), para expedirse el organismo fiscalizador; considerándose aprobada la propaganda no objetada dentro de aquel plazo, contado a partir de la presentación de la sociedad.

En el caso del contralor a posteriori, debe establecerse en la ley o su reglamentación, que toda propaganda o publicidad tiene que ser puesta en conocimiento de la autoridad competente, en el menor plazo posible de resuelta aquélla, pues la multiplicidad de medios de difusión de tal propaganda, impediría materialmente el conocimiento integral necesario para su contralor.

En los proyectos Comisión Hon. y Decreto 2333, se prevé el contralor a posteriori, en tanto que el proyecto Parry y el esquema, disponen que la aprobación por el órgano de contralor, debe ser previa.

VIII.- REGIMEN FISCAL

a) Como ya lo hemos señalado en el curso de este trabajo, el obstáculo de la superimposición ha hecho fracasar las tentativas de crear fondos de inversión en diversos países; siendo una de las principales causas a que se atribuye su desarrollo en los países anglosajones, el tratamiento impositivo adecuado. El propósito de evitar la doble imposición, (y además, los inconvenientes de la rigidez relativa del capital), fué el incentivo para la creación de los fondos comunes bajo el régimen de la copropiedad en Suiza y luego en otros países. En doctrina se admite sin discusión alguna, la necesidad de evitar la doble tributación; y en la legislación comparada se advierte en forma unánime la misma preocupación en tal sentido.

En nuestro país, las operaciones referentes a las cuentas especiales para participación en valores mobiliarios del Banco Industrial están exentas de todo impuesto, por el carácter oficial de la institución que los administra; así como los intereses que se distribuyan, por asimilación a las "cuentas de ahorro", exentas por el inc. h) del art. 19 de la Ley 11.682.

El 25 de agosto de 1959 se dictó el Decreto 10.447 que establece normas referentes al tratamiento impositivo de los fondos constituídos bajo la forma de condominio, y dispone que transitoriamente y hasta que se pronuncie el H. Congreso de la Nación sobre el proyecto de ley que el Poder Ejecutivo someterá a su consideración, dichos fondos se equipararán a las sociedades de capital, a los efectos de la aplicación de los impuestos a los réditos, beneficios extraordinarios, sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes y ganancias eventuales; aplicán-

dose a los participantes, las mismas disposiciones fiscales que las leyes respectivas prevén para los accionistas de sociedades anónimas. Este decreto adolece de ciertas deficiencias de orden técnico, en especial en los considerandos, al referirse a los documentos de crédito y papeles de comercio como elementos normales del activo de un fondo de inversión; en la enunciación de las características que los asemejan a las sociedades de capital; y al atribuir a la legislación y práctica internacionales, la denominación corriente de "fondo de inversión".

Por ley 15.273 de febrero de 1960, art. 2º, ap. 11, se dispuso agregar otro inciso al art. 54 de la ley 11.682 (T.O. - 1959) bajo la letra d), por el cual los réditos impositivos de "las agrupaciones de capitales denominadas" fondos de inversión" que reúnan las condiciones que determine el reglamento", quedan sujetas al pago de la tasa del 33%, que se abonará con carácter definitivo. Además, los inversores que integran estos organismos, estarán sujetos, a los efectos tributarios, al mismo tratamiento que los accionistas de sociedades anónimas; disposiciones que en lo esencial son iguales a las del decreto precitado.

De acuerdo con estas prescripciones, la situación fiscal es la siguiente:

Con respecto a los fondos comunes de inversión:

a) Deberán abonar el 33% de impuesto a los réditos sobre sus utilidades, que si bien no incide por compensación, en cuanto a las provenientes de dividendos de los valores en cartera, - gravará las de intereses y ganancias por reventa de dichos valores.

b) Por los beneficios resultantes de compraventa de valores

mobiliarios, deberá satisfacerse el impuesto a los beneficios extraordinarios, si correspondiere; no habiéndose establecido en la ley cómo se calculará el capital computable a tal efecto.

c) Podrán acogerse al régimen del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes, en virtud de lo dispuesto en el art. 2º de la ley 14.060.

d) Si bien no tienen personalidad jurídica, podría ser exigible el impuesto municipal a las actividades lucrativas sobre las ventas de valores.

Para los adherentes al fondo común:

a) Los beneficios que reciban (ya sea como utilidad, los agregados al rescatar su cuota parte, o los que se capitalicen), están sometidos al mismo tratamiento fiscal que los dividendos de acciones, debiendo sufrir la retención del 8% en caso de no individualizarse el inversor.

b) Si el fondo común opta por incorporarse al régimen del impuesto sustitutivo previsto en la ley 14.060, los certificados de coparticipación estarán libres del impuesto a la transmisión gratuita de bienes.

c) La utilidad por compraventa de cuotas partes estará exenta del impuesto a las ganancias eventuales.

El principio general en esta materia preconizado en doc-trina, es el de que la situación impositiva del inversor debe ser idéntica a la que resultaría de la gestión directa por éste, en el supuesto de que en lugar de adquirir los valores mobiliarios por el medio indirecto del fondo, los tuviera él mismo en su poder.

Teóricamente, por la gestión calificada de la dirección del fondo, y la mayor concentración de capitales, los valores administrados por aquélla, producirán un ingreso suplementario sobre el que hubiera obtenido el inversor individual librado a sus propios medios, por lo que esta diferencia sería la única gravable; pero es muy difícil evaluar tal proporción y hacer recaer exactamente en ella la carga impositiva (1).

Otra cuestión importante que debe tenerse especialmente en cuenta, es la de que el tratamiento fiscal de excepción, no sea aprovechado por grupos financieros o sociedades con carteras importantes de valores mobiliarios, para administrarlas en condiciones fiscales que implicarían en tal caso, un privilegio.

b) El proy. Colegio Grad. dispone en esta materia que ningún impuesto nacional, provincial o municipal se aplicará a los capitales, beneficios u operaciones de los fondos de inversión; se extienden a éstos las ventajas que acuerda el régimen del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes; y las utilidades que distribuyan estarán exentas de todo impuesto.

Son similares las previsiones contenidas en los proyectos Comisión Hon. y Decreto 2333 en cuanto a la inclusión en el régimen de la ley 14.060 y al tratamiento fiscal de las utilidades distribuídas; pero se refieren a la exención impositiva de los beneficios periódicos o eventuales de cualquier clase obtenidos por los fondos de inversión, agregando que no se les aplicarán

(1) Joubert, ob. cit., p. 131.

tasas ni impuestos diferenciales; por lo que no resulta claro si se los exime del impuesto a las actividades lucrativas, como en el proy. Colegio Grad. La sociedad administradora, como es lógico estará sujeta al mismo trato impositivo que las sociedades anónimas en general, por sus actividades comerciales propias.

Se ajustan las disposiciones de los proyectos a la corriente general en la materia, al no gravar las operaciones de compraventa de valores ni otros beneficios eventuales; y salvo la objeción consignada para los dos últimos, colocan al copartícipe exactamente bajo la misma carga fiscal que si administrara por sí mismo la parte ideal de valores que corresponden en la cartera del fondo, a sus certificados; dando por sentado que se trata de pequeños o medianos inversores, que por tal carácter, no efectuarían individualmente operaciones de compraventa de valores mobiliarios que entren en la calificación de "habitualidad" por la Dirección General Impositiva, para gravarlas con el impuesto a los réditos y a los beneficios extraordinarios, según el caso.

Sólo cabe objetar que no se han previsto en ninguno de los proyectos, medidas tendientes a evitar que puedan ampararse en tales franquicias, entidades o personas que no revisten el carácter de pequeño o mediano inversor.

IX.- FISCALIZACION PRIVADA Y OFICIAL.

a) Se observa una orientación general en la legislación en esta materia, en el sentido de determinar con precisión y amplitud las funciones que debe cumplir el órgano privado de contralor, como en el caso de la ley alemana que exige la constitución de una junta de supervisores cuyos derechos y obligaciones están regidos por la ley de acciones, cuando la sociedad gestora se constituye bajo la forma de sociedad de responsabilidad limitada (art. 3º), y un informe especial del examinador final (art. 2º, ap. 3º); la Investment Company Act de 1940 en su sección 30, inc.e) y sección 32; y la ley francesa que en su Ordenanza de 1945, art. 12, requiere certificaciones de los comisarios de cuentas que exceden la compulsa de documentación y libros contables, pues deben vigilar el cumplimiento de la ley, verificando la nacionalidad de los directores, etc.

Con referencia a la fiscalización oficial es mayor aún la preocupación del legislador, puesta de manifiesto no sólo en este tipo de entidades, sino en todas aquellas que acuden al público para requerir su concurso financiero, en que tal fiscalización se ve ampliamente justificada por el interés público que revisten sus actividades. Aun en Francia, donde se da prioridad a la fiscalización privada, tiene preponderante intervención el Ministerio de Finanzas en el contralor de estas organizaciones, y en especial, de los fondos comunes.

En la práctica ha quedado también demostrado que los diversos sistemas de fiscalización oficial, no perturban el funcionamiento de las entidades sometidas a su contralor, como lo prueba la actuación del Board of Trade y de la Securities and Exchange Commission.

En nuestro país hay antecedentes ilustrativos al respecto, en casos de compañías de seguros, capitalización y ahorro, y crédito recíproco, donde la inexistencia de contralor oficial hubiera impedido soluciones que posibilitaran la subsistencia de aquéllas, en detrimento del inversor, de las empresas, y por ende, de la economía general del país.

Cabe señalar a este respecto, que en algunos de los contratos de gestión, de empresas que están actuando en plaza, la sociedad gestora del fondo común se arroga por sí misma el derecho de modificarlo, cláusula unilateral que deja a merced de una de las partes contratantes, los derechos de los inversores. Es cierto que puede ser necesario que las circunstancias hagan aconsejable la reestructuración de las relaciones contractuales de la empresa con el público contratante, pero éste es precisamente uno de los motivos que imponen la necesidad de una fiscalización oficial de carácter permanente, representando el interés general.

b) El proy. Decreto 2333 establece en su art. 17 que la fiscalización privada estará a cargo del o los síndicos de la sociedad gerente, los que deberán: a) "certificar la cuenta de resultados, los estados patrimoniales del fondo en las épocas previstas para la distribución de beneficios y ganancias y toda vez que se dé a publicidad la composición de la cartera, el valor individual y total de los bienes del fondo; número de los certificados representativos de cuotas partes en circulación, valor de rescate de los mismos y vigilancia permanente del estado de la cartera; b) denunciar obligatoriamente al organismo a que se refiere el art. 18 de la presente ley, las irregularidades en que se hubiese incurrido por cualquiera de los órganos activos del fondo, y de -

las que tenga conocimiento y que no hubieren corregido dentro del plazo prudente que señalen al efecto".

Estas funciones se suman a las previstas en los artículos 340, 348, 360 y 362 del Código de Comercio, que les competen por su carácter de síndicos de la sociedad administradora; y son análogas a las de los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., siempre dentro del espíritu del legislador de asegurar las mayores garantías al participante. Cabría señalar incidentalmente, que para concordar el inciso b) con la modificación introducida por el H.Senado al art. 18, convendría establecer expresamente que la denuncia debe dirigirse a la Inspección General de Justicia de la Nación.

No alcanzan a los síndicos las interdicciones previstas en el art. 22 para los directores, que en los proyectos del Colegio Grad. y Comisión Hon., y en el esquema previo, se extendían a aquéllos, como tampoco las causales de incompatibilidad por parentesco con directores o gerentes de los órganos activos, o por desempeñar cargos de dirección o administración en la entidad depositaria, como se establecía acertadamente en este último, y en los anteproyectos de Ley General de Sociedades (Dres. Carlos C. Malagarriga y Enrique C. Aztiria) y de Reformas al Código de Comercio (Dr. Miguel Bomchil), en lo relacionado con las sociedades anónimas en general.

Una cuestión debatida es la de si deben requerirse títulos o calidades especiales, para desempeñar tales funciones. En los proyectos Comisión Hon. y Colegio Grad., y esq. previo se establece que la sindicatura deberá ser ejercida por contadores públicos nacionales, lo que aparece lógico si se tiene en cuenta la

naturaleza de las funciones técnicas que requiere la fiscalización de tales actividades. La misma exigencia está prevista en el art. 90 del último anteproyecto citado, al referirse a sociedades anónimas que emitan acciones u obligaciones ofrecidas a la suscripción pública, o cotizadas en bolsas o mercados de valores, apoyándose en los antecedentes de la ley francesa de 1867, art. 33 ap. 3º, modif. por Decreto Ley del 8/8/1935, art. 4º; Código Civil - italiano; anteproyecto uruguayo 1948; proyecto Rivarola 1941, etc.

Por lo expuesto, estimamos aconsejables los lineamientos del esquema previo relativos a este punto, que se apoyaban en sólidos antecedentes; o como solución ecléctica, la adoptada en el art. 356 del anteproyecto de los Dres. Malagarriga y Aztiria, para el régimen de fiscalización privada de las sociedades anónimas que recurran a la suscripción pública, sea para la formación del capital o emisión de debentures u otras formas de inversiones, al instituir la sindicatura colegiada, con número impar, y de la que por lo menos uno de sus miembros sea profesional universitario en ciencias económicas, abogado (o sociedad especializada con actuación permanente de algunos de dichos profesionales), con lo que se cumpliría uno de los requisitos tendientes a satisfacer la preocupación del legislador de rodear de las mayores garantías posibles a la institución.

Con respecto a la fiscalización oficial, el art. 18 del proyecto remitido por el Poder Ejecutivo al H. Senado, disponía que la "Bolsa de Comercio del lugar en que se constituyan los fondos de inversión, conforme a la reglamentación que dicten al efecto, tendrá a su cargo el registro de los mismos que los habilitará para su funcionamiento, la aplicación, fiscalización y cumpli-

miento de las disposiciones de la presente ley".

Esta norma se apartaba de los precedentes en la materia, ya que el proy. Colegio Grad. se refería al "organismo oficial de fiscalización" (art. 9º), sin determinar qué repartición oficial ejercería estas funciones; y el proy. Comisión Hon. y esq. previo deferían tales funciones al Banco Central de la República Argentina, conforme a lo dispuesto en el art. 6º del Decreto Ley Nº 13.127/57. Gran parte de los representantes invitados a la mesa redonda de la Bolsa de Comercio, que discutió el esq. previo, se pronunciaron en desacuerdo, no sólo con ésta, sino con toda forma de fiscalización oficial, auspiciándose por algunos la creación de un organismo mixto que agrupara los intereses de todos los sectores; mercados de valores, inversores y reparticiones oficiales; por otros el contralor por una Cámara de Sociedades de Inversión a crearse; y un representante proponía la eliminación lisa y llana de toda fiscalización, por juzgar suficiente garantía la publicidad. Los argumentos esgrimidos fincaron principalmente en el discrecionalismo administrativo y los males de la burocracia. Quizá hayan pesado esas críticas en el ánimo de la comisión redactora del proyecto para substituir la fiscalización oficial a cargo del Banco Central por la de la Bolsa de Comercio. Pero las Comisiones del H.Senado que tuvieron a su cargo el estudio del proyecto, y siempre teniendo como principal punto de vista la defensa de los intereses de los pequeños inversores, reformaron totalmente el artículo, dejando a cargo de la Inspección General de Justicia de la Nación, con arreglo a lo dispuesto en el art. 93 de la ley 11.672 (T.O. 1942), la fiscalización y registro de los fondos comunes de inversión, sin perjuicio de las

funciones específicas que competen a las bolsas de comercio del país, conforme a la reglamentación que al efecto dictará el Poder Ejecutivo Nacional y estableciendo que las decisiones podrán ser objeto de recurso de apelación ante la Cámara Federal de la jurisdicción que corresponda, texto que fué aprobado en definitiva por el H.Senado.

Con dicha modificación, para la que se requirió la colaboración de la Comisión redactora y de técnicos del Estado (pág. 1248 del Diario de Sesiones del H. Senado del 15/9/1960), se encuadró la fiscalización oficial en los lineamientos seguidos en forma general por los estudiosos en la materia y en la legislación comparada, como se hace notar en la exposición de motivos del Senador informante (págs. 1257/60 del Diario citado).

El peligro de la discrecionalidad administrativa queda eliminado por el recurso de apelación ante los tribunales; y en lo que hace al aumento de la burocracia, al centralizar el contralor en un organismo que extiende su jurisdicción a todas las entidades que reciben fondos de terceros conforme a las disposiciones del artículo 93 de la Ley 11.672, que establece que "quedan sometidas al contralor del Poder Ejecutivo, por intermedio de la Inspección General de Justicia de la Nación, todas las empresas que realicen en la República operaciones de capitalización, de ahorro o que reciban del público depósitos no comprendidos en las disposiciones de la Ley de Bancos N° 12.156, cualquiera sea la parte del territorio de la República en que operen, y el lugar de su constitución o domicilio, sin que este contralor signifique excluir la jurisdicción administrativa y legislativa de las Provincias".

Por virtud de estas atribuciones legales satisfaría este organismo la característica de contralor que preconiza Felipe Espil en un artículo aparecido en Jurisprudencia Argentina el 11 de julio de 1960, al expresar que no se concibe que se atribuya a ciertos organismos funciones de vigilancia y control sobre estos fondos, si no centralizan al mismo tiempo, su jurisdicción sobre todas las entidades inversionistas que atraen el ahorro popular, cualesquiera que sean sus características y tengan o no carácter societario (jurisdicción de carácter global como la que ejerce la Securities and Exchange Commission); con la ventaja de que además de la experiencia y actuación al respecto, fiscaliza a las sociedades administradoras de los fondos comunes, por su carácter de sociedades anónimas.

Para concordar las demás disposiciones de la ley con esta reforma, hubiera sido conveniente ajustar las del art. 17, inc. b), indicando que la denuncia del síndico debe presentarse ante la Inspección General de Justicia, e incluir a ésta entre las personas u organismos que puedan promover de oficio el procedimiento - para aplicar por los tribunales, las penalidades previstas en el art. 23 por infracciones a las normas de la ley.

X.- DISTRIBUCION DE UTILIDADES. LIQUIDACION DEL FONDO.

a) Los beneficios derivados de la gestión de los fondos comunes, pueden agruparse en dos categorías: 1) los ingresos normales y regulares, que comprenden los dividendos e intereses de los valores que integran la cartera (ésta constituye el rubro más importante y casi el único del activo del fondo); y los intereses - por colocación a corto plazo de sumas transitoriamente disponibles; 2) los ingresos ocasionales o irregulares provenientes de la venta de derechos de suscripción; y de diferencias positivas resultantes de la compraventa de valores mobiliarios, o de la cotización de inventario con respecto al valor de costo de éstos.

Las dos fuentes principales son la renta -en dinero efectivo o en acciones- de los valores en cartera ("true income" o verdadera renta), y las plus-valías realizadas sobre ventas de aquéllos ("capital gain" o beneficios de capital). En la práctica angloamericana, la política de distribución de utilidades varía según el país: en Inglaterra se destinan a reservas los beneficios de capital y aún parte de las rentas; en cambio en Estados Unidos se distribuyen ambos. Tal diferencia de tratamiento se explica - tanto por razones de costumbre, clase de fondos (en general de capital fijo en Inglaterra y variable en Estados Unidos), como principalmente por las de orden fiscal: mientras en Norte América las "investment companies" están exentas de imposición si distribuyen por lo menos el 90% de los beneficios cualquiera sea su origen - (Revenue Act 1942), en Inglaterra las utilidades por reventa de títulos no están sujetas a impuesto si se destinan a reservas; en caso de distribuir las, el "investment trust" sería considerado como "finance company", y serían imponibles.

Una política prudente y conservadora en tal sentido, se explicaría en un fondo de inversión de tipo cerrado (de capital fijo) pero no en los de tipo abierto (sociedades de capital variable o fondos comunes), en cuyo caso la reserva debe formarla el propio accionista, reinvertiendo las ganancias por compraventa de acciones -ya que en realidad constituyen devolución de capital- - pues en caso de descender el poder adquisitivo de la moneda, estaría consumiendo parte del capital aportado.

En la Ordenanza francesa de 1945 se siguió un criterio - intermedio entre los extremos opuestos de la práctica inglesa y - norteamericana, para evitar que las sociedades de inversión busquen sólo el rendimiento inmediato y comprometan los fondos en - operaciones especulativas; estableciendo que la distribución de los beneficios de capital solamente podía tener efecto una vez que se hubieren constituido reservas por un monto igual al del capital. Pero por Decreto 57-1341 del 28/12/1957 (art. 1º, 15-10) se autorizó a las sociedades de capital variable la distribución integral de sus beneficios, sin consideración al monto de las reservas, estimulando tal distribución con las ventajas de orden inpositivo previstas en ese artículo.

Los adversarios de la política de distribuir las ganancias de capital, se apoyan en la experiencia de los fondos de inversión en Inglaterra y Estados Unidos durante los años 1929 a - 1934, y argumentan que puede incitar a los administradores del - fondo a realizar operaciones especulativas, aprovechando las fluctuaciones a corto plazo del mercado mobiliario, y provocando por ende un marcado desequilibrio entre las utilidades de un ejercicio con respecto a otro, según el mayor o menor éxito de tales opera-

ciones, lo que estaría en oposición con uno de los principios deseables de la inversión, que es el de la estabilidad de rendimiento. Además, el beneficio obtenido en la venta de acciones en alza, que no se reemplaza en otras acciones, o no se destina a previsión para fluctuación de valores, puede aparejar un riesgo de desvalorización de la cartera. En el caso de sociedades de capital fijo se produciría también una evidente disparidad entre el valor de cotización de las acciones emitidas por aquéllas -que aumentaría por efecto del mayor rendimiento aparente- y el de liquidación de la cartera, posiblemente disminuido por influencia del factor de desvalorización ya señalado.

La ley norteamericana (sección 19), exige la indicación de las fuentes de procedencia de los beneficios, lo que permite al suscriptor decidir por sí mismo la reinversión o no, de los beneficios derivados de la reventa de valores mobiliarios. Por su parte, la ley alemana dispone que las ganancias de capital podrán abonarse solamente si las reglas contractuales así lo exigen y en tal caso, en las publicaciones sobre distribución de utilidades, la sociedad debe informar sobre el monto que corresponde a tales ganancias, del importe total abonado (arts. 14 y 15).

El art. 7 del Decreto 57-1342 francés, dispone para los fondos comunes, en concordancia con la posición tomada con respecto a las sociedades de capital variable, que la totalidad de los beneficios del fondo común debe ser repartida anualmente a los participantes, una vez deducidos los gastos de gestión previstos en el contrato. Admite sin embargo, que se exceptúen de esta obligación, las utilidades provenientes de venta de derechos de suscripción y de distribución gratuita de acciones liberadas, en cuyo caso

estas utilidades aumentarán el valor del haber del fondo, y por consiguiente, el valor de rescate de los certificados. Por último, la ley chilena obliga a la distribución del total de los beneficios.

En el caso de los fondos "abiertos" no son de aplicación las consideraciones expuestas para los de capital fijo, máxime teniendo en cuenta que el valor de rescate se obtiene dividiendo el monto total del haber del fondo común (calculando las acciones poseídas a su valor de cotización), por el número de participaciones correspondientes, por lo que al no distribuirse todas las utilidades, se crearía una desigualdad de tratamiento entre los suscriptores que se retiran y lo que permanecen en el fondo común, que mantienen un derecho sobre reservas que podrían resultar afectadas por hechos pasados y no previstos. (1)

Por las razones indicadas, estimamos que las utilidades - del fondo común, cualquiera sea su origen, deben ser distribuidas en su totalidad a los participantes, pudiendo darse cuenta a éstos, como en las leyes alemana y norteamericana, del origen de los beneficios y ofrecer al suscriptor, la elección de recibir los dividendos en dinero o en certificados, para salvar en parte el inconveniente apuntado.

En cuanto a la disolución y liquidación del fondo común - no se establecen en la legislación comparada disposiciones especiales, por lo que queda librado al contrato de gestión, como ocurre en los países donde no existe ley reguladora especial. Sólo en la ley alemana se da intervención preponderante en la liquidación del "capital especial" al banco depositario, con anuencia del organis

(1) Héctor R. Bértora y Jesús Vázquez Ger, art. cit.

mo de contralor (Banco Fiscalizador). La ley mexicana, referente a sociedades de inversión de capital variable, dispone que el cargo de liquidador corresponderá a una institución de crédito autorizada para operar como fiduciaria.

Creemos que en la ley, o por lo menos en la reglamentación si se quiere mantener solamente los lineamientos generales del sistema en aquélla, debe preverse la intervención del órgano oficial de fiscalización, que al aprobar las cláusulas del reglamento o contrato, verificará que contenga por lo menos la forma de designación, las normas a que deberán ajustarse los liquidadores, su remoción, y la forma y época de la liquidación. Del mismo modo, la intervención de tal organismo, debe continuar durante el período de liquidación del fondo común, hasta el total cese de aquélla, para salvaguardar los derechos de los participantes.

b) El proy. Colegio Grad. no trae disposición alguna referente a la distribución de utilidades, que queda en consecuencia, sujeta a las disposiciones del reglamento de gestión conforme a lo estatuido por el art. 22, inc. e). El de la Comisión Hon. dispone que los beneficios deben ser obligatoriamente distribuidos en su totalidad a los coparticipantes, (con la deducción de los gastos de gestión), pero tal obligación no incluye la de repartir los provenientes de la compraventa de valores, la enajenación de derechos de suscripción, ni los recibidos en forma de acciones liberadas. Por su parte, en el proy. Decreto 2333 se establece que los beneficios derivados de la actividad del fondo común de inversión "deberán distribuirse entre los copropietarios en la forma y en la proporción prevista en el reglamento de gestión, después de cada ejercicio, con la única deducción de los gastos admitidos"(art. 11). Al

hablar de "proporción" debe entenderse que se trata de la relación con la naturaleza de los beneficios, y no con respecto a los adherentes, que por definición, deben estar en igualdad de condiciones. En el inciso h) del art. 9º, relativo al reglamento de gestión, se establece que éste deberá especificar la fecha de distribución a los titulares de cuotas partes, de los beneficios provenientes de la explotación del fondo, debiendo efectuarse tal distribución dentro de los tres meses siguientes a la clausura del ejercicio anual. Por disposición del art. 19, los suscriptores de certificados tienen derecho inderogable a la distribución de las utilidades del fondo común, en la forma prevista en el proyecto y en el reglamento de gestión.

Como puede verse, queda librada a este reglamento, como en el proy. Comisión Hon., la determinación de la clase y proporción de los beneficios distribuibles, apartándose de lo previsto en el esq. previo, según el cual era obligatoria la distribución de las utilidades habituales, y por lo menos un 90% de las ganancias provenientes de la compraventa de valores, venta de derechos de suscripción y otros ingresos, solución que se aproximaría a la que desarrollamos en el punto a).

Nos parece suficiente para aminorar el peligro de una política especulativa con el propósito de obtener diferencias por reventa de valores, que no respondan a sanos criterios de inversión y consolidación prudente de colocaciones, la disposición del esq. previo -que no ha sido incluída en el proyecto definitivo- de suprimir el derecho de los órganos activos del fondo común, a devenir comisiones sobre tales ganancias.

Se ha criticado la disposición ya citada referente a la -

distribución de utilidades en forma anual (1), por entenderse que el balance debe ser practicado diariamente, (el balance anual no es sino uno de éstos), por la característica especial de estado permanente de liquidación que ofrecen estos fondos, y dado que el participante puede pedir el rescate de su certificado en cualquier momento, recibiendo su parte de utilidad o soportando la de pérdida - que le correspondiere, según el último balance practicado.

Sin embargo, teniendo en cuenta que no se altera la igualdad de los participantes desde el punto de vista matemático; que el principal objetivo de éstos es la obtención de una renta estable, - percibiendo en cambio con el rescate una suma compuesta por capital y utilidades que obligaría a un cálculo individual de rentabilidad deseable fuera del alcance del pequeño inversor; y por último los precedentes extranjeros que parecen de aplicación sin inconvenientes en este caso, no es observable a nuestro juicio tal disposición; siendo únicamente de desear, mayores aclaraciones sobre los estados contables a practicar al cierre de cada ejercicio, o eliminar la última parte del inciso h) que dice que a la fecha del vencimiento de aquél "deberá verificarse la cuenta de resultados", ya que ello se impone por una correcta técnica contable, y además se incluye dicho estado entre los documentos de publicación anual obligatoria que se indican en el ap. 3, del inciso a) del art. 20.

Por lo que toca a la liquidación del fondo común, se dispone en todos los proyectos que en el reglamento de gestión deberán determinarse las condiciones de liquidación del fondo y las bases para la distribución de los bienes entre los copartícipes. También deben figurar en el contrato, las disposiciones a adoptar en el caso de que por cualquier causa, la sociedad gestora o el depositario

(1) Héctor R. Bértora y Jesús Vázquez Ger, art. cit.

no estuvieran en condiciones de continuar sus funciones, o cuando la gestión del fondo común no pudiera proseguir de acuerdo con la ley o el contrato. Estas dos previsiones están inspiradas especialmente en la ley francesa (Decreto 57-1342).

En el art. 19 del proy. Decreto 2333 se establece que los suscriptores no pueden exigir el reembolso en especie, tanto en el supuesto de liquidación como en el de distribución de utilidades; lo que se justifica por las dificultades materiales de la operación y la de que ésta asegure la igualdad absoluta de los participantes, pues algunos de ellos podrían beneficiarse en detrimento de los demás.

Otra disposición que sólo figura en este proyecto, es la - del art. 21, cuando dice que "ambos órganos activos del fondo común podrán rescindir, total o parcialmente, el reglamento de gestión, - mediante el preaviso que al efecto se determine en el mismo; la rescisión podrá evitarse si se celebra un nuevo convenio que reemplace al rescindido".

En consecuencia, la rescisión total del contrato será causa de liquidación del fondo común (siempre que no se formalice un - nuevo convenio entre las mismas partes, o de una de éstas con una - tercera, conforme a lo previsto en la segunda parte del artículo).- No se perciben claramente los efectos de la rescisión parcial del - reglamento, que podría importar su modificación en las condiciones previstas según el inciso e) del art. 9º, y no derivar en la rescisión pura y simple del contrato de gestión. Ya nos hemos referido - anteriormente a la interesante iniciativa del proy. Comisión Hon. - con respecto a la constitución de una asamblea de tenedores de certi- ficados a los efectos previstos en dicho proyecto, pero que conside

ramos poco viable por las razones ya expuestas, justificándose a nuestro entender, una intervención más directa en esta materia, - del organismo oficial de contralor.

--oOo--

C O N C L U S I O N E S

CONCLUSIONES.

1.- Creemos haber demostrado las ventajas de los fondos de inversión "abiertos" o de capital variable, sobre los fondos de capital fijo, que se acentúan en el caso de nuestro país, ya que el pequeño o mediano inversor no está habituado a operar en bolsa como en otros países de mayor desarrollo financiero. Además, la organización del mercado propio de sus acciones o certificados, característico del primer tipo de fondos, permite realmente que se ensanche el mercado bursátil, atrayendo capitales que no operarían en éste, permaneciendo improductivos, o derivándose a actividades especulativas.

La objeción más seria formulada contra los fondos "abiertos" es la de que puede producirse una corriente inversa de rescates que sobrepase a las emisiones, por una "corrida" de los adherentes. Sin embargo, las estadísticas de la National Association of Investment Companies demuestran una diferencia positiva constante y apreciable de las emisiones sobre los reembolsos, durante un período que abarca los años 1941 a 1958, inclusive. Cabe citar asimismo, el exhaustivo informe de la Securities and Exchange Commission (1939/42) donde luego de referirse a la experiencia en tal sentido del Massachusetts Investors Trust desde 1929 a 1932, se afirma que hasta el fin de 1939 las open-end investment companies no experimentaron las fuertes liquidaciones concentradas en cortos períodos, comparables a las "corridas" a los bancos.

Por otra parte, en el estatuto (o en el reglamento de gestión, en el caso de fondos comunes), pueden preverse las disposiciones que limiten razonablemente el derecho de rescate por causas justificadas, sin perjuicio de la intervención del organismo oficial de fiscalización y de las autoridades públicas superviso-

ras del mercado de valores.

2.- La implantación de fondos de inversiones de capital variable bajo la forma de sociedad anónima tropezaría en nuestro país con los mismos inconvenientes que hemos señalado al estudiar este punto en relación a otros países del continente europeo, ya que si bien sería posible el aumento por simple resolución del directorio hasta cubrir el monto del capital autorizado que podríamos denominar "inicial", no ocurre lo mismo una vez alcanzado éste; ya que luego es necesaria la aprobación por asamblea, elevación a escritura pública, publicaciones en el Boletín Oficial e inscripción en el Registro Público de Comercio, antes de procederse a la emisión del capital de "segunda autorización" que prevén los estatutos de nuestras sociedades anónimas y admite la Inspección General de Justicia.

Mayores dificultades presenta el reembolso, pues éste sólo puede efectuarse mediante reducción de capital, con todas las formalidades inherentes a la modificación del estatuto; o por compra de las acciones por la propia sociedad en las condiciones del art. 343 del Código de Comercio, o sea mediante autorización de la asamblea de accionistas; que se trate de acciones totalmente integradas; y que la adquisición se efectúe con utilidades realizadas.

La solución a este problema mediante un convenio similar al concertado entre "La Centrale" y la "INVEST" en Italia, a que nos hemos referido, es una solución de tipo económico, pero puede presentar serios obstáculos en cuanto al tratamiento impositivo, además de aumentar innecesariamente los gastos de gestión por la existencia de una doble administración.

También puede pensarse en la forma de sociedad cooperativa, por la movilidad de su capital, pero debe rechazarse tal hipótesis, pues en estas sociedades predomina el elemento personal (ausente en los fondos de inversión), especialmente en cuanto a su dirección, ya que cada socio cualquiera sea el número de acciones poseídas, sólo tiene derecho a un voto. Su constitución, finalidades específicas, y medios de operación, corresponden a empresas de dimensiones modestas que no pueden encuadrar en los fines y envergadura que deben tomar los fondos de inversión. Además, los socios no tienen derecho a los fondos de reserva que pasarán al fisco nacional o provincial, en caso de liquidación, para fines de educación económica del pueblo, concordantemente con los propósitos del legislador de fomentar tales organizaciones con fines mutualistas (de consumo, de crédito, de producción, etc.) con vistas a eliminar intermediarios (consignatarios, empresarios, etc.).

Otra posible solución sería la creación de una sociedad accidental o en participación, - como hemos visto al estudiar el desarrollo de estos organismos en el Brasil, - con una sociedad anónima en carácter de gestora de un fondo en participación constituido con los aportes de los adherentes; pero tal hipótesis presenta varios reparos además del obstáculo de orden impositivo: por su objeto (una o más operaciones de comercio determinadas y transitorias - art. 395 del Código de Comercio), excluye una actividad comercial continuada como la que da lugar a la administración de una cartera de valores mobiliarios; el carácter oculto de la sociedad con respecto a terceros, ya que éstos contratan con la gestora como ente jurídico y no como socio de la sociedad en

participación; no tiene regulación protectora de la ley en su organización y funcionamiento; y los acreedores particulares del socio contratante tienen derecho sobre los bienes de la sociedad accidental, en caso de desconocer la existencia de ésta.

Varios autores (especialmente Lepaulle, Patton y Alfaro) propugnan la adopción de la fórmula del "trust" angloamericano por los países de "civil law", incorporado por México, Venezuela, Panamá y Puerto Rico, bajo la denominación de "fideicomiso"; habiéndose aconsejado la aprobación de leyes que autoricen su uso por varias convenciones de la Conferencia Interamericana de Abogados; y del que se citan como antecedentes en nuestro país la Ley de Debentures N° 8875 y el Anteproyecto de Ley General de Sociedades de los Doctores Malagarriga y Aztiria, al organizar la constitución escalonada de sociedades anónimas (p. 63 y arts. 219 y siguientes).

Sin entrar a considerar la conveniencia o no, de la introducción de tal fórmula con carácter general, no creemos necesaria su incorporación al solo objeto de aplicarla a la institución en estudio, ya que ésta aun se halla en período de experimentación en nuestro país, por lo que no estimamos oportuno introducir modificaciones de importancia en la legislación vigente; y por la posible desconfianza del inversor hacia un sistema con el que no se halla familiarizado. Por otra parte, hemos visto que en Estados Unidos se utiliza cada vez en menor escala, esta fórmula para constituir dichos organismos, si bien debemos recordar que su ordenamiento jurídico permite la constitución de estos fondos bajo la forma societaria. En México, como ya lo hemos señalado, se dictó la ley sobre sociedades de inversión de capital variable, no

obstante estar en vigencia la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito de 1932 que regulaba el funcionamiento del fideicomiso.

3.- Es difícil predecir el desarrollo que podrán tener los fondos de inversiones mobiliarias en nuestro país, pues depende de condiciones psicológicas y económico-financieras muy complejas. Nuestra tasa de ahorro es aceptable y las necesidades de capitales para la industria en expansión, son considerables. Según una encuesta realizada últimamente por la Bolsa de Comercio, circunscripta a las sociedades que cotizan sus acciones, y de la que se obtuvieron solamente resultados parciales por no haber contestado todas las entidades consultadas, se prevén tales necesidades para el corriente año, en alrededor de 38.000 millones de pesos, suma que supera al total de los capitales suscriptos por todas las sociedades anónimas que tienen personería jurídica acordada por el Poder Ejecutivo Nacional, al 31 de diciembre de 1957, según la última estadística de la Inspección General de Justicia (36.307 millones de pesos). Si bien nuestro mercado de valores es reducido, lo que conspira contra la expansión de estas entidades, se nota últimamente una ampliación de las operaciones, atribuida a la presencia de capitales internacionales, y a la atracción de importantes fondos que operaban en divisas y en actividades inmobiliarias. Según la última Memoria del Banco Central, correspondiente a su vigésimosexto ejercicio (1960), influye actualmente en la elevación de la tasa del interés extrabancario, el régimen de fabricación o armado de automotores, que creó una demanda masiva de fondos para la colocación a plazos de las unidades producidas, restados al mercado público de capitales.

El total operado en acciones en la Bolsa de Comercio de

Buenos Aires llegó, según la misma fuente, a 32.446 millones de pesos en valor efectivo, durante el año 1960, o sea un 174% más que en 1959 (11.843 millones), año en que casi se duplicó la cifra alcanzada en 1958 (6.816 millones). Las nuevas emisiones de acciones, autorizadas durante el año 1960 por la Comisión de Valores sumaron 23.325 millones de pesos, frente a 11.308 millones en 1959, y 4.746 millones en 1958. Deduciendo de la primera cifra la parte correspondiente a beneficios reinvertidos, quedaría como expresión de ahorro invertido, ajeno a las empresas, la suma de alrededor de 9.000 millones de pesos, contra 3.300 millones durante el año 1959.

Si bien la cifra conjunta de los valores de cartera de los fondos comunes de inversión existentes no alcanza una cifra de significación (alrededor de 470 millones como se ha indicado en la sección B del capítulo segundo), cabe señalar la fuerte expansión de las Cuentas Especiales para Participación en Valores Mobiliarios del Banco Industrial, cuyos depósitos netos pasaron de 444,9 millones en 1958 a 863,8 en 1959; a 2.061,4 al 31/12/60 y a 4.200 millones al 31 de mayo último, si bien debe reconocerse que las características de estas últimas, hacen más fácil el acceso del inversor medio.

Examinando en forma objetiva la cuestión, no debemos pensar que los fondos de inversiones mobiliarias constituyen una panacea y que resolverán el problema del financiamiento de nuestro desarrollo industrial, sino que pueden ser uno de los medios que contribuyan a suministrar capitales a largo plazo para tal expansión. Aún en Estados Unidos con el creciente desarrollo de estos organismos, y la accesibilidad del público a este tipo de inver-

siones, se estima por la National Association of Investment Companies al 31/12/1958, que de los 12,5 millones de tenedores de acciones cotizadas en el New York Stock Exchange, solamente 2 millones corresponden a suscriptores de Investment Companies. Tanto en este país como en Inglaterra, los valores en cartera, de los fondos de inversiones, no representan una fracción importante de las transacciones bursátiles (1).

No obstante, creemos que aunque el desarrollo esperado en un futuro próximo no sea todo lo alentador que se supone en los medios financieros vinculados con estos organismos, deben regularse legalmente sus actividades, no sólo para proteger eficazmente al inversor, sino como un medio de evitar (teniendo presente la experiencia inglesa durante la crisis Baring, y la de los fondos norteamericanos durante los años 1929/34), cualquier fracaso por imprevisión o mala fe de los organizadores, que pueda inducir a desconfianza en el público sobre este instrumento, postergándose así indefinidamente su difusión, y cegándose una posible fuente de aporte de nuevos capitales. Nos apoyamos para ello, en la circunstancia de que países como Francia, Alemania, Bélgica, México y Chile, en condiciones análogas a las nuestras (reducido mercado de valores y aversión o desconocimiento del público hacia las inversiones mobiliarias), han dictado leyes sobre la materia; y en la corriente de opinión en Italia y aun en Suiza (donde hasta la fecha se han desenvuelto sin inconvenientes), hacia una regulación legal.

4.- Dando por sentado la necesidad de una ley reguladora; por demostradas las ventajas de los fondos de inversiones mobi-

(1) Según Schlogel, los open-end no poseen más del 3% de la capitalización global de las bolsas americanas (Rev. Banque, Marzo 1958, Paris, art. cit.)

liarias "abiertos" o de capital variable; y desechadas las soluciones expuestas en el apartado 2); pasaremos a examinar qué forma jurídica es la más adecuada para nuestras necesidades.

Esta cuestión, como ya hemos visto, fué la causa principal que motivó el fracaso de las deliberaciones de la Comisión Especial Honoraria designada en 1957 por el Poder Ejecutivo, pues mientras la mayoría de la Comisión estructuró un anteproyecto en que se trataban las sociedades de capital fijo, de capital variable y los fondos comunes de inversión, el representante de la Inspección General de Justicia, objetó la inclusión de estos últimos en el anteproyecto, y presentó por su parte otro proyecto de legislación sobre los dos primeros tipos de fondos.

Sin desconocer los inconvenientes de la aplicación de la institución jurídica del condominio a situaciones totalmente distintas de aquellas para las que fué legislada, y no obstante las autorizadas opiniones en contrario, creemos acertada la decisión del Poder Ejecutivo al circunscribir por Decreto 2333/60, el cometido de la comisión designada, a proyectar una ley sobre fondos comunes de inversión basados en tal régimen, por las siguientes razones:

a) Tratándose de actividades sobre las que no tenemos mayor experiencia hasta el presente, estimamos conveniente no introducir reformas de importancia en nuestra legislación de fondo.

b) Se halla en estos momentos en estudio, el Anteproyecto de Ley General de Sociedades redactado por los Doctores Malagarriga y Aztiria conforme al Decreto 9311/58, por lo que resultaría inoportuno legislar sobre un régimen de sociedades de -

capital variable que interfiere sin necesidad, por lo menos actualmente, en un proyecto cuidadosamente estructurado.

c) Los fondos comunes de inversión cumplirían mejor la función útil que se espera de estos organismos, de ampliación del mercado bursátil, que las sociedades de capital variable; considerando que la acción de estas entidades no debe dirigirse a los operadores habituales en bolsa ni a los inversores en valores mobiliarios, sino a aquellas personas no familiarizadas con esta clase de inversiones.

d) Si bien no es prudente apoyarse indiscriminadamente en la experiencia extranjera, creemos de aplicación a nuestro país los precedentes legislativos de Alemania, Bélgica y Chile, que no adoptan el régimen de sociedades de capital variable. Por otra parte, como ya lo hemos observado, opinan los autores que comentaron los decretos franceses 57-1341 y 57-1342, que la previsión de las sociedades de inversión de capital variable en condiciones menos rígidas que la ley del 24/7/1867, conjuntamente con la creación de los fondos comunes de inversión sobre la base del condominio, obedeció a la necesidad de posibilitar la transformación de las sociedades de capital fijo contempladas en la Ordenanza de 1945, que no habían experimentado mayor desenvolvimiento hasta esa fecha, para colocarlas en condiciones de competencia con los fondos comunes. Además, este sistema funcionó sin dificultades en la práctica, no sólo en Suiza, con un fuerte mercado internacional de capitales, sino en los demás países del continente europeo, como se ha visto en la sección A del capítulo segundo.

5.- A nuestro juicio, la ley reguladora debe ser flexible para ajustarla por vía reglamentaria a la futura experiencia en

la materia, si no se quiere adoptar el criterio de la ley belga de establecer algunos principios generales fundamentales, y su vigencia hasta una fecha determinada, para, - con los resultados de la experiencia recogida,-promover las reformas necesarias.

Los puntos que consideramos deben merecer preferente atención del legislador, son los siguientes:

a) El objeto exclusivo de la sociedad gestora debe ser la administración de fondos comunes de inversiones y de carteras de valores mobiliarios, para evitar operaciones de carácter especulativo.

b) El depositario debe ser un banco argentino, con las funciones habituales, y las de fiscalizar el cumplimiento por parte de la sociedad gestora, de las disposiciones del reglamento de gestión, para mayor garantía de los aportantes.

c) Exigir un capital mínimo a la administradora, suficientemente elevado como para desalentar cualquier proyecto sin base financiera seria, y que sirva como garantía adicional para los inversores. Debe establecerse entre límites flexibles para permitir su ajuste a las variables condiciones económicas; totalmente integrado en dinero efectivo u otros bienes de segura y fácil valuación y realización, que hagan al objeto social; y mantenido "permanentemente", debiendo reintegrarse en caso de pérdi-das que lo afecten, para conservar la eficacia de la garantía.

d) El reglamento de gestión presenta un interés fundamental al establecer las relaciones contractuales entre las partes, por lo que debe darse intervención al organismo oficial de contralor como representante de los inversores, en la aproba-ción y modificación de sus cláusulas; en la aprobación de los

gastos de gestión, comisiones y honorarios, y sus bases de cálculo, atento a que su monto debe ser módico por la naturaleza de las actividades a desarrollar y por tratarse de ahorros del público; y en la liquidación del fondo común. Fundamenta esta intervención, además de los principios generales ya expuestos en el curso de este trabajo, la disparidad que se observa entre las disposiciones de los reglamentos de las entidades que operan actualmente en plaza, y el carácter unilateral de varias de sus cláusulas.

e) Aprobación de fórmulas uniformes de estados contables del fondo común por la autoridad oficial de fiscalización; y de normas de valuación, en especial con referencia a los valores en cartera, para mantener la uniformidad y claridad de presentación de aquéllos, y la misma forma de cálculo de las utilidades a distribuir, y de los precios de emisión y rescate; con el objeto de asegurar la más exacta información, e igualdad de tratamiento, a los participantes de los distintos fondos.

f) Los certificados deben abonarse en forma total y en dinero efectivo, no admitiéndose el pago en especie. Las utilidades podrán abonarse solamente en dinero efectivo o en certificados del fondo, debiendo especificarse la parte que corresponde a ingresos normales y a beneficios de capital.

g) Además de las limitaciones corrientes de diversificación de inversiones y para evitar el control en las empresas emisoras; y de la exigencia de cotización de las acciones en bolsa; los valores deben ser íntegramente pagados (excepto en el caso de hacer uso de derechos de suscripción), y adquiridos al contado, por intermedio de la bolsa; debiendo prohibirse la adquisi-

ción de cuotas de otros fondos de inversión, para evitar como en el caso anterior, cualquier posible maniobra de la dirección del fondo; y en este último supuesto, por no atender al fundamento económico de la institución, de ensanchar el mercado mobiliario. Además, debe prohibirse en forma expresa que la sociedad gestora contraiga deudas por cuenta del fondo, excepto en lo referente a las cuotas de pagos por suscripciones a plazos, para evitar los mismos inconvenientes, y por no corresponder a correctas prácticas financieras, contraer deudas a corto plazo para efectuar inversiones a largo plazo.

h) Amplia publicidad de los estados contables del fondo común, y publicación completa y detallada de la composición de la cartera (además del valor de la cuota), por las razones expuestas en el punto VII del capítulo tercero.

i) Con respecto a la fiscalización privada, estimamos que para no introducir modificaciones en el régimen de la -- sindicatura de la sociedad gestora, podría exigirse la auditoría de las operaciones del fondo común, con recaudos especiales, a cargo de contadores públicos nacionales.

j) Los certificados de fondos comunes de inversión podrían ser asimilados por la ley y las acciones de sociedades anónimas, a los efectos de las disposiciones reglamentarias de sociedades de seguros y de capitalización y ahorro, con referencia a los porcentajes admitidos de estos últimos valores, en inversiones de reservas matemáticas, técnicas, libres o facultativas, capital social, fondos de acumulación, etc., para favorecer su desarrollo en concurrencia con otros tipos de inversiones.

Consideraríamos colmadas nuestras aspiraciones al concluir el presente trabajo, si con él hubiéramos contribuido en alguna forma al perfeccionamiento de un instrumento de financiación, que prudentemente administrado puede desempeñar una útil función social, dirigiendo parte del ahorro a actividades productivas, y constituyendo uno de los medios idóneos para impulsar - el desarrollo industrial de nuestro país.

--oOo--

BIBLIOGRAFIA.Libros

- ARGENZIANO, Riccardo: "L'Investment Trust", Aspetti Caratteristici della Gestione degli Investimenti Mobiliari"; ed. Dott. A. Giuffrè, Milano, 1952.
- BARRETO FILHO, Oscar: "Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos ("Investment Trusts"); ed. Max Limonad, São Paulo, 1956.
- BERTORA, Héctor R.: "Valuación de Acciones"; ed. Oresme, Buenos Aires, 1956.
- BULLOCK, Hugh: "The Story of Investment Companies"; ed. Columbia University Press, New York, 1959.
- CHEMINAIS, Paul: "Les Sociétés de Gestion de Valeurs Mobilières Etrangères"; ed. Jouve et Cie., Paris, 1927.
- DE RAVEL, Robert Rolland: "Les Sociétés d'Investissement - Etude Juridique, Economique et Financière"; ed. Sirey, Paris, 1959.
- DRUART, Alfred: "Le Trust de Placement"; ed. Robert Louis, Bruxelles, 1929.
- FAIN, Gaël: "Les Placements", ed. Presses Universitaires de France, Paris, 1950.
- JOUBERT, Marc: "Les Sociétés de Placement a Long Terme en Valeurs Mobilières ou "Investment Trust"; ed. Imp. des Editions du Feu, Aix-en-Provence, 1931.
- LANDER, Jacques de: "Les Investment Trusts"; ed. Sirey, Paris, 1929.
- LARCIER, Raymond L.: "Introduction aux Fonds de Placement (Investment Trusts)"; ed. Librairie Encyclopedique, Bruxe-

lles, 1953.

LEPARGNEUR, Hubert: "Les Sociétés Commerciales aux Etats Unis d'Amérique - Leur Régime Juridique"; ed. Jouve, Paris, 1951.

LEPAULLE, Pierre: "Traité Théorique et Pratique des Trusts, en Droit Interne, en Droit Fiscal, et en Droit International"; ed. Rousseau et Cie., Paris, 1932.

LIBONATI, Berardino: "Holding e Investment Trust"; ed. Dott. A. Giuffrè, Milano, 1959.

MONTGOMERY, Robert H.: "Financial Handbook", second edition, The Ronald Press Co., New York, 1937.

MOULTON, Harold G.: "La Organización Financiera y el Sistema Económico" (Trad. Miguel de Hernani), Editorial Sudamericana, Buenos Aires, 1944, s/edición Mc. Graw Hill Book Co., 1938.

PAJISTE, Bernard: "Investimentos", Edições Financeiras S.A., Rio de Janeiro, 1955.

ROBINSON, Leland Rex: "Investment Trust Organization and Management"; ed. The Ronald Press Co., New York, 1929.

SENN, Jean-Patrice: "Les Sociétés d'Investissement en Droit Français et Comparé"; ed. Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, R. Pichon et R. Durand Auzias, Paris, 1958.

SERVEUTE, Alberto Guido: "Sociedades de Inversión", ed. Tipográfica Editora Argentina S.A., Buenos Aires, 1959.

SERVIEN, Louis M.: "Les Fonds de Placement Collectif en Suisse", ed. H. Jaunin S.A., Lausanne, 1958.

SCHWOB, Philippe; "Une Expérience Américaine. L'Investment Trust"; ed. Sirey, Paris, 1934.

SOLA CAÑIZARES, Felipe de: "Tratado de Sociedades por Acciones en el Derecho Comparado"; ed. Tipográfica Editora Argentina S.A., Buenos Aires, 1957.

WIESENBERGER, Arthur: "Investment Companies", 19a. Edition, New York, 1959.

Artículos, Folletos y Otros.

BERTORA, Héctor R. y VAZQUEZ GER, Jesús: "Fondos Comunes de Inversión", La Nación, Buenos Aires, 4/7/1960.

BOMCHIL, Miguel: "Fundamentos Jurídicos Justificativos de la Creación en la República Argentina de los Fondos Comunes de Inversión", en Revista del Notariado N° 644 y separata, Buenos Aires, 1959.

"Proyecciones Jurídicas y Económico-Financieras de las Sociedades de Inversión (Investment Trust)", Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1958.

"Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas - Anteproyecto de Ley de Reformas al Código de Comercio, Anotado y Concordado", Buenos Aires, 1958.

Cámara Argentina de Comercio: Nota en La Prensa, Buenos Aires, 4 de agosto de 1960.

DE BEUS, Pierre: "L'Investissement Collectif dans les législations Allemande et Française"; La Revue de la Banque, Bruxelles, Nos. 3 y 4, año 1958, ps. 249/62.

DE LA FUENTE, Eduardo E.: "Sociedades de Inversión (Investment Trusts)"; Suplemento del Boletín del Colegio de

Graduados en Ciencias Económicas de Rosario, Mayo y Junio 1958, Año I, N° 1, Rosario.

Diarios de Sesiones de la H. Cámara de Senadores de la Nación, Buenos Aires, 23/6/960 y 15/9/960.

ESPIL, Felipe: "A Propósito del Proyecto de Ley sobre Fondos Comunes de Inversión", Jurisprudencia Argentina, Buenos Aires, Año XXII, del 11/7/960.

FAIN, Gaël: "Investment Trusts, Investment Companies et Sociétés d'Investissement"; Rev. Banque, Paris, Nos. 30 Diciembre 1948, ps. 755/59, y 33, Marzo 1949, ps. 139/46.

FARGOSI, Horacio P.: "Antecedentes y Características de los Fondos Comunes de Inversión"; Jurisprudencia Argentina, Buenos Aires, Año XXII, N° 586 del 8/8/960, ps. 1/4.

"Fondos Comunes de Inversión" y "El Proyecto de Ley sobre Fondo Común de Inversiones": Editoriales de "La Prensa" Buenos Aires, del 6 y 19 de octubre de 1960.

GELI, Alejandro César: "Fondos Comunes de Inversión": La Prensa, Buenos Aires, 29/7/1960.

"Las Bases del Anteproyecto de Ley de Fondos de Inversión"; La Prensa, Buenos Aires, 12/4/1960.

MALAGARRIGA, Carlos C. y AZTIRIA, Enrique A.C.: Anteproyecto de Ley General de Sociedades (Decreto N° 9311/58), Buenos Aires, 1959.

Memorias del Banco Central de la República Argentina.

Memorias del Banco Industrial de la República Argentina.

Memorias del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias.

Memorias de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

MORONI, Mario F.: "Las Denominadas Empresas de Inversiones Frente al Ahorro Popular", La Prensa, Bs.As., 1º/4/1958.

PATTON, Ruford G.: "La Naturaleza del Interés del Beneficiario en un Trust o Fideicomiso"; Revista JUS, México, Marzo 1949.

Reglamentos de Gestión argentinos y suizos.

SANCHEZ L., Manuel: "Las Sociedades de Inversión en Brasil"; Revista Centro de Estudios Monetarios Latino Americanos, Suplemento, México D.F., N° 4, ps. 92/5.

SCHLOGEL, Maurice: "Les Formules de Placement Collectif du type "Ouvert"; Rev. Banque, Paris, Nos. 141, marzo 1958, ps. 142/52, 142, abril 1958, ps. 219/222, y 143 de mayo 1958, ps. 285/9.

SEGRE, Mario: "Sociedades de Inversión"; El Avisador Mercantil, Buenos Aires, 18/4/1960.

Sociedades Anónimas; Revista de Derecho Comercial, Montevideo, Enero 1953, ps. 41/2.

"Sociedades de Inversión y Fondos Comunes de Inversión"; Comentarios Económico-Financieros de la Revista de Ciencias Económicas, ps. 92/6, Buenos Aires, Serie IV, N° 9, Enero/Marzo 1960.

TUROT, Paul: "Les Nouveaux Mécanismes d'Investissement Collectif" Rev. Banque, Paris, N° 140, Febrero 1958, ps. 74/9.

A P E N D I C E

ANTEPROYECTO DE LA MAYORIA DE LA COMISION
ESPECIAL HONORARIA (Decretos 10.025 y 16.245/57)

Artículo 1º.- Las sociedades de inversión comprendidas en el régimen de la presente ley tienen por único objeto la gestión de carteras de valores mobiliarios, a cuyo efecto podrán realizar las operaciones de compra y venta que las mismas requieren. Les están prohibidas todas las demás operaciones financieras, industriales y comerciales; la constitución de otras sociedades de las que no podrán ser fundadoras; la creación y explotación de empresas privadas; la garantía de colocación y venta en el mercado de títulos de entidades públicas o privadas; las operaciones de caución de valores y la adquisición de sociedades o fondos de comercio por cualquier causa. Sólo podrán gestionar la obtención de crédito bancario a corto plazo.

También les está prohibida toda participación en acuerdos con otras entidades, o personas con el fin de adquirir títulos de empresas públicas o privadas, para su posterior reventa, o para vender dichos títulos con el propósito de recomprarlos y repartir entre los participantes las ganancias o pérdidas resultantes de esas operaciones.

No podrán adquirir más inmuebles que los indispensables para su funcionamiento.

Art. 2º.- Las sociedades de inversión deberán constituirse bajo la forma de sociedades anónimas y su capital podrá ser fijo o variable. Deberán cotizar sus acciones por lo menos en un mercado de valores del país.

El capital de las sociedades de inversión deberá integrarse exclusivamente en dinero efectivo, títulos públicos o valores

mobiliarios de emisoras que coticen los mismos en las bolsas de comercio o mercados de valores del país o del exterior y que hayan cerrado al menos un ejercicio, aprobado por la Asamblea General. No acordarán partes o beneficios de fundador, ni podrán emitir obligaciones negociables. Todas las acciones ordinarias representativas del capital fijo serán de iguales características y gozarán de iguales derechos. Las de capital variable deberán ser de características uniformes dentro de cada sociedad. Las integraciones en especie se harán como máximo a la cotización de cierre del día.

Art. 3º.- En las sociedades de inversión de capital fijo, éste deberá ser de un mínimo de \$ 20.000.000.- Para su constitución se regirán por las disposiciones de los artículos 318 y 319 del Código de Comercio. No podrán comenzar sus actividades mientras no hayan suscripto e integrado totalmente el capital autorizado.

Art. 4º.- (Parágrafo 4º) El capital fijo inicial no podrá ser inferior a m\$ 10.000.000.- Será de aplicación lo dispuesto en el artículo 3º en cuanto a la constitución de la sociedad y a la suscripción e integración de su capital.

Art. 10.- Las sociedades de inversión no podrán poseer acciones u obligaciones, cuyo valor nominal total exceda del diez por ciento del capital de las emisoras, o que represente más de un décimo de los derechos de voto, ni adquirir de las mismas -salvo el caso de títulos del Estado- más del cinco por ciento de las sumas invertidas y de las disponibles para la colocación.

El total de los valores extranjeros no podrá exceder del veinticinco por ciento de la cartera de las sociedades de inversión.-

Los límites fijados podrán ser excedidos, cuando se ejerzan derechos de suscripción o se cobren dividendos en acciones, debiendo restablecer dichos límites en el término de seis meses.

Art. 11.- Las sociedades de inversión publicarán, dentro de los primeros cinco días de cada mes, un estado detallado de su cartera, indicando el costo y la cotización bursátil al cierre del mes anterior.

Dentro de los dos meses contados desde el cierre del ejercicio, deberán publicar el Balance General, la Cuenta de Ganancias y Pérdidas y una nómina detallada de la cartera al cierre del ejercicio, indicando el costo, la última cotización bursátil y la diferencia entre ambos valores para cada una de sus inversiones. Todos esos estados deberán llevar la certificación del Síndico.

Las publicaciones se harán en los boletines de las Bolsas que coticen sus acciones.

Los referidos documentos serán obligatoriamente remitidos a todas las Bolsas de Comercio del país, dentro de los mismos plazos.

Art. 12.- Solamente podrán utilizar la denominación de sociedades de inversión las constituídas conforme a las prescripciones de esta ley. Ninguna otra entidad podrá usar en su denominación la palabra "inversión" o sus derivados.

En todas las publicaciones deberán dejar constancia de la mención "Sociedad de Inversión" con el aditamento "Capital Fijo" o "Capital Variable", según el caso.

Art. 13.- No podrán ser fundadores, directores, ni síndicos los sometidos a interdicción, los quebrados y concursados no rehabi-

litados, los menores e incapacitados, los condenados a penas que lleven la accesoria de inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos, los que hubiesen sido condenados por delitos comunes y quienes por razón de su cargo no pueden ejercer el comercio, como así también los funcionarios dependientes de la administración pública cuyos cargos se relacionen con las actividades propias de las sociedades de inversión.

Art. 14.- Los síndicos de las sociedades de inversión durarán en sus cargos tres años, pudiendo ser reelegidos.

Sólo podrán ser removidos mediante decisión de la asamblea, adoptada con el voto favorable de accionistas que representen las tres cuartas partes del capital o por causa justificada, mediante sentencia judicial pasada en autoridad de cosa juzgada.

Además de las facultades establecidas en el art. 340 del Código de Comercio, son deberes de los síndicos:

- a) verificar que las inversiones se ajusten a lo dispuesto en la ley y vigilar permanentemente el estado de la cartera;
- b) vigilar el cumplimiento de los planes de los fondos comunes de inversión a que se refiere esta ley;
- c) certificar los estados de dichos fondos en las épocas previstas para la distribución de beneficios y siempre que, por cualquier causa, se dé a publicidad su composición, valor individual y total de los bienes del fondo, número de certificados de coparticipación en circulación y valor de rescate de los mismos;
- d) cerciorarse de la constitución y subsistencia de las garantías de los directores;
- e) asistir con voz a las asambleas de accionistas y de teneedores de certificados; y

f) denunciar a la asamblea o a los tribunales, las irregularidades de que tuviesen conocimiento.

Las funciones de los síndicos serán desempeñadas por contadores públicos nacionales.

No podrán ser síndicos las personas comprendidas en el art. 13., los gerentes o apoderados de la sociedad, los empleados de la misma, los cónyuges, los parientes consanguíneos de los directores o gerente en línea recta, sin limitación de grado, los colaterales dentro del cuarto y los afines dentro del segundo.

Art. 19.- Los fondos comunes de inversión se constituyen con los aportes en valores mobiliarios o en efectivo, pertenecientes a varios coparticipantes, que tienen sobre los mismos un derecho de copropiedad indiviso. El fondo común de inversión carece de forma asociativa.

La gestión de la cartera de los fondos comunes de inversión está a cargo, exclusivamente, de las sociedades de inversión a que se refiere esta ley.

Art. 20.- El derecho de los coparticipantes será representado por certificados, que acreditarán una cuota parte del fondo. Los títulos podrán representar más de un certificado y ser nominativos o al portador.

Al iniciarse un fondo común cada participación deberá representar un importe de cien pesos moneda nacional.

Art. 21.- El número de certificados podrá aumentarse por suscripciones recibidas mediante nuevas participaciones en el fondo común o disminuirse por rescate de los certificados anteriormente suscriptos.

Tanto la suscripción como los rescates, se efectuarán a los valores resultantes de dividir el monto total de los bienes del fondo por el número de participaciones existentes. Tales valores podrán aumentar o disminuir, según el caso, por aplicación de los gastos y comisiones previstos en los proyectos de emisión a que se refiere el art. 25.

Art. 22.- La división del fondo común de inversión se operará, exclusivamente, por el rescate de los certificados, efectuado en la forma prevista en esta ley.

Los coparticipantes, sus herederos, derecho-habientes o acreedores, no podrán exigir la disolución del estado de indivisión mientras esté en vigencia el plan de inversiones de un fondo común.

Art. 23.- Todos los bienes integrantes de un fondo común de inversión deberán depositarse en un banco autorizado. El depositario tendrá a su cargo la recepción de las suscripciones y deberá - efectuar el pago de los rescates a que se refieren las disposiciones de esta ley y ejecutar las órdenes de la sociedad gestora, relacionadas con las negociaciones de la cartera. Será de exclusiva atribución y responsabilidad del depositario asegurarse que todos los cobros y pagos correspondientes al fondo común de inversión se hagan por su intermedio.

Cuando alguno de los bienes del fondo se hallen en el exterior, el banco local deberá asegurarse de que los mismos sean depositados en un banco corresponsal que cumpla, en lo que respecta a dichos bienes, todas las funciones y obligaciones que la ley impone a los depositarios residentes en el país.

El depositario cuidará que las operaciones que efectúe

se conformen a la ley y a los proyectos de emisión a que se refiere el art. 25.

Art. 24.- Las sociedades de inversión podrán tomar a su cargo la gestión de varios fondos comunes. Adoptarán las medidas necesarias para la total independencia de los mismos y deberán asignarles denominaciones distintas, que se consignarán en los proyectos de emisión.

Art. 25.- Los derechos y obligaciones de los coparticipantes, de la sociedad gestora y del depositario, se determinarán en los proyectos de emisión, antes de dar comienzo a las operaciones del fondo. Dichos proyectos establecerán, especialmente:

- Características de los planes de inversión de los bienes de cada fondo;
- Las bases y plazos para la recepción de suscripciones y rescate de certificados, así como la forma de cálculo de los valores respectivos y el monto de los gastos y comisiones que se percibirán en cada caso;
- Las condiciones en que se ejercerán los derechos de voto acordados a los valores mobiliarios de propiedad del fondo;
- Las fechas y modalidades de distribución a los coparticipantes de los beneficios producidos por los bienes del fondo, así como los gastos de gestión que podrán ser percibidos por la sociedad gestora;
- La duración del estado de indivisión del fondo, las condiciones de liquidación del mismo y las formas de distribución de los bienes entre los copartícipes;
- Las disposiciones a adoptar en el caso en que, por cualquier causa que fuere, la sociedad gestora o el depositario no estuvieran

en condiciones de continuar las funciones que les atribuye esta ley, así como en el caso en que la gestión del fondo no pudiera continuar de acuerdo con la legislación sobre fondos comunes de inversión y con las condiciones de emisión.

Art. 26.- La cartera de valores mobiliarios de cada fondo común de inversiones, se ajustará a lo dispuesto en los arts. 2º y 10 de esta ley.

Los beneficios producidos por los bienes de los fondos comunes de inversión, deberán ser obligatoriamente distribuidos en su totalidad a los coparticipantes, dentro de cada ejercicio, con la única deducción de los gastos de gestión previstos en los proyectos de emisión.

Salvo disposición en contrario en dichos proyectos, la obligación de distribuir beneficios no incluye los provenientes de la compraventa de valores, de la venta de derechos de suscripción, ni los recibidos en forma de acciones liberadas.

Art. 27.- Los proyectos de emisión deberán inscribirse en el Registro Público de Comercio y ser transcriptos íntegramente en los certificados de coparticipación.

Art. 28.- La prórroga de duración o el cambio de los planes de inversión de los fondos comunes, deberán ser aprobados por una asamblea de tenedores de certificados, cuyo quórum en primera convocatoria será de la mayoría del capital del fondo y en segunda convocatoria, con los tenedores que concurrieren. Las resoluciones se adoptarán por mayoría del capital presente. Las asambleas de tenedores de certificados serán convocadas por el directorio de la sociedad gestora y se celebrarán por analogía, con los mismos requisitos que las de los accionistas de las sociedades anó-

nimas, sin limitación de voto.

Art. 29.- La asamblea de tenedores de certificados podrá ser pedida por tenedores que representen no menos del veinte por ciento del capital del fondo, sea para resolver sobre las cuestiones previstas en el artículo anterior, o para requerir el cambio de la sociedad gestora o el del banco depositario, o para pedir la designación de un fiscalizador de las operaciones del fondo, sin perjuicio de la actuación que por la ley corresponde a los síndicos de las sociedades gestoras. En los tres últimos supuestos, el quórum de la asamblea salvo disposición en contrario en el proyecto de emisión deberá ser del 75% del capital del fondo y las resoluciones se adoptarán con el voto de tenedores que representen no menos del 60% del capital.

Los gastos de las convocatorias y todos los que demanden las resoluciones adoptadas, incluso los honorarios del fiscalizador que se designare, serán a cargo del fondo.

Art. 30.- Las rentas y beneficios de cualquier clase, obtenidos por las sociedades de inversión o por los fondos comunes de inversión, estarán exentos de todo impuesto. La exención se extiende también a las utilidades no distribuídas a los accionistas o copartícipes, quienes no abonarán impuestos sobre las mismas, ni las incluirán en sus liquidaciones fiscales a los fines de las tasas adicionales progresivas que pudieran recaer sobre sus otras rentas, ganancias o beneficios.

No se les aplicarán tasas ni impuestos diferenciales. - Por sus actividades en cualquier jurisdicción sólo abonarán los gravámenes que correspondan específicamente a cada operación bursátil realizada.

Los fondos comunes de inversión se considerarán incluidos en el régimen del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes, si así lo estipularen las condiciones de emisión.

Art. 31.- El Banco Central de la República, por intermedio de la Inspección de Bancos, tendrá el contralor de las sociedades de inversión y de los fondos comunes con el derecho de inspeccionar los y tener acceso a su contabilidad y a todos sus libros, papeles y documentos, pudiendo solicitar toda otra información que estime conveniente. También vigilará y controlará toda clase de propaganda que se realice y podrá observarla o prohibirla, si no reuniese las condiciones indispensables de seriedad, objetividad y claridad.

Art. 32.- El Banco Central de la República está facultado para intervenir en la fijación de:

- a) los honorarios y retribuciones de los directores y síndicos de las sociedades de inversión;
- b) los gastos y comisiones a cargo de los accionistas tenedores de acciones de capital variable y de los tenedores de certificados de coparticipación;
- c) los honorarios que percibirán las sociedades gestoras por su administración; y
- d) los honorarios y comisiones de los Bancos depositarios.

Art. 33.- El Banco Central de la República, por intermedio de la Inspección de Bancos, llevará un registro de las sociedades de inversión y de los fondos comunes que administren, en el que, como mínimo, deberán constar, al 31 de diciembre de cada año:

- a) los montos de los capitales de las sociedades de capital fi-

- jo, de capital variable y de los fondos comunes de inversión;
- b) las reservas acumuladas;
- c) los aumentos y disminuciones netos de cada cartera y del total de las carteras en gestión;
- d) el volumen de inversiones, por ramos de actividad, expresado en valores nominales y en valores de mercado;
- e) las nóminas de los directores y síndicos de las sociedades en funcionamiento;
- f) la nómina de las sociedades de inversión que hubieren dejado de funcionar como tales y las causas.

Art. 34.- Las infracciones a la presente ley o a sus normas reglamentarias, serán pasibles de las sanciones que aplique el Directorio del Banco Central, previo sumario que se levantará en cada caso, en el que se dará al prevenido la oportunidad para alegar las defensas a que se considere con derecho. La resolución que al respecto adopte el Banco Central será susceptible de apelación ante la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Civil, Comercial y Penal Especial y lo Contencioso-Administrativo. Esas sanciones serán graduadas según la naturaleza e importancia de las transgresiones y la reincidencia en las infracciones, y podrán consistir, en forma aislada o acumulativa, en:

- a) aplicar a las entidades multas de m\$n 1.000.-hasta m\$n 500.000.- como máximo. Las personas que hubiesen cometido la infracción podrán ser sancionadas con multas no superiores a las que se apliquen a la entidad;
- b) inhabilitar temporal o permanentemente a los responsables para desempeñarse como Directores, síndicos o gerentes de sociedades de inversión o de sus bancos autorizados;

c) solicitar del Poder Ejecutivo otorgante el retiro de la personería jurídica de la sociedad infractora.

Sin perjuicio de dichas penas, el Banco Central de la República promoverá ante la justicia las acciones que correspondan.

Art. 35.- Las compañías de seguros y las de ahorro y capitalización, podrán invertir en acciones de sociedades de inversión una parte de sus reservas técnicas que no exceda del quince por ciento del total de las mismas.

Art. 36.- La Inspección General de Justicia de la Nación y las reparticiones análogas de las provincias, no tendrán otra intervención, en materia de sociedades de inversión, que la de informar en las solicitudes de personería jurídica y enviar sus inspectores a las asambleas de accionistas o de tenedores de certificados de coparticipación, al solo fin de vigilar el regular cumplimiento de tales actos y la observancia de las disposiciones legales, reglamentarias y estatutarias pertinentes.

Art. 37.- En todo lo que no esté expresamente establecido en esta ley será de aplicación lo dispuesto en el Código de Comercio.

ANTEPROYECTO BASE DEL COLEGIO DE GRADUADOS EN
CIENCIAS ECONOMICAS DE BUENOS AIRES

Artículo 1º: Las sociedades de inversión comprendidas en el régimen de la presente ley tienen por objeto la gestión de una cartera de valores mobiliarios que se coticen en bolsa, a cuyo efecto podrán realizar las operaciones de compra y venta que las mismas requieren. Les están prohibidas todas las demás operaciones financieras -excepto la obtención de crédito bancario a corto plazo - industriales y comerciales, especialmente la creación y explotación de empresas privadas; la garantía de colocación y venta en el mercado de títulos de entidades públicas o privadas; las operaciones de caución de valores y la compra de sociedades.

También les está prohibida toda participación o adhesión a acuerdos que tengan por fin adquirir títulos de empresas públicas o privadas, para su posterior reventa, o para vender dichos títulos con el propósito de recomprarlos y repartir las ganancias o pérdidas resultantes de estas operaciones entre los participantes.

No podrán adquirir más inmuebles que los indispensables para su funcionamiento.

Art. 2º: El capital deberá integrarse exclusivamente en dinero en efectivo, títulos públicos o valores mobiliarios de emisoras que coticen los mismos en las bolsas de comercio o mercados de valores del país o del exterior y que hayan cerrado al menos un ejercicio aprobado por la asamblea general. No acordarán partes o beneficios de fundador. Todas las acciones ordinarias serán de iguales características y gozarán de iguales derechos.

Art. 3º: Las sociedades de inversión y los fondos comunes de inversión no podrán poseer acciones u obligaciones cuyo valor nominal total exceda del 10% del capital de las emisoras, o que represente más de un décimo de los derechos de voto, ni invertir en las mismas -salvo el caso de títulos del Estado- más del 5% del total de las sumas invertidas y de las disponibles para la colocación.

Art. 4º:-Trimestralmente y dentro del mes contado desde el cierre del ejercicio, las sociedades de inversión y los fondos comunes de inversión deberán publicar en los boletines de las bolsas autorizadas para operar en valores mobiliarios, la cuenta de ganancias y pérdidas y un estado detallado de la cartera y de los fondos comunes de inversión que gestionen, indicando el costo y la última cotización bursátil y la diferencia entre uno y otro valor para cada una de las inversiones.

Art. 5º: No podrán ser promotores ni directores los sometidos a interdicción, los quebrados y concursados no rehabilitados, los menores o incapacitados, los condenados a penas que lleven la accesoria de inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos, los que hubiesen sido condenados por delitos comunes y quienes por razón de su cargo no pueden ejercer el comercio, ni tampoco los funcionarios dependientes de la administración pública cuyos cargos se relacionen con las actividades propias de las sociedades de inversión hasta tres años después de haber cesado en sus cargos. Esta disposición es de orden y acción pública.

Art. 6º (parágrafo 1º): Los directores responderán solidariamente respecto de la sociedad, de los fondos comunes de inversión, accionistas y acreedores por el daño que hayan causado por malicia,

abuso de facultades, o negligencia grave. Estarán eximidos de tal responsabilidad los integrantes del directorio que, habiendo obrado sin culpa, hayan demostrado su disconformidad con las decisiones causantes del daño, siempre que hubiesen dejado constancia de la misma inmediatamente después de informarse la decisión, si ésta hubiera sido adoptada en su ausencia.

Art. 7º: Las sindicaturas serán desempeñadas por contadores públicos nacionales legalmente habilitados para el ejercicio de su profesión. No podrán ser síndicos las personas comprendidas en el artículo 5º, los gerentes o apoderados de la sociedad, los empleados de la misma, los cónyuges, los parientes consanguíneos de los directores o gerentes en la línea recta, sin limitación de grado, los colaterales dentro del cuarto y los afines dentro del segundo. Estas disposiciones son de acción y orden público.

Además de lo establecido en el artículo 340 del Código de Comercio, los síndicos deberán especialmente: verificar que las inversiones se ajusten a la ley; vigilar permanentemente el estado de la cartera; cerciorarse de la constitución y subsistencia de las garantías de los directores; asistir con voz a las asambleas de los accionistas y denunciar a ella o a los Tribunales, las irregularidades de que tuviesen conocimiento.

Art. 12: En las sociedades de inversión de capital fijo, éste debe ser de un mínimo de m\$ 20.000.000.- totalmente suscripto y estarán obligadas a constituir una reserva la que se formará con los beneficios de la compraventa de valores mobiliarios, ventas de derechos de suscripción y primas de emisión de sus acciones. Esta reserva cesará cuando haya alcanzado el cincuenta por ciento

de su capital. En los estatutos sociales deberá indicarse la forma de su aplicación.

Art. 13: En las sociedades de capital variable, el capital estará formado por cuotas partes de igual valor y derecho; pudiendo emitirse títulos representativos de más de una cuota parte, y cumplirán los demás requisitos exigidos por el Código de Comercio para las acciones de las sociedades anónimas, salvo lo dispuesto en el artículo 343 del Código de Comercio.

Las cuotas del capital social emitido deberán estar integradas en su totalidad. El capital inicial no podrá ser inferior a m\$n 20.000.000.- totalmente integrado.

Art. 16: Solamente podrán efectuar llamamientos a suscripción pública de las acciones que emitan, utilizando la denominación "sociedades de inversión", aquellas que se hayan constituido conforme a las prescripciones de esta ley.

En todas sus publicaciones deberán dejar constancia de la mención "Sociedades de Inversión" con el aditamento "Capital Fijo" o "Capital Variable".

III.- DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

Art. 17: Se entienden por fondos comunes de inversión los creados por un contrato de emisión de acuerdo con esta ley y constituidos con aportes en valores mobiliarios o en efectivo pertenecientes a varios coparticipantes, que tienen sobre los mismos un derecho de copropiedad indiviso con el objeto de ser invertidos en valores mobiliarios. El fondo común de inversión carece de forma asociativa.

La promoción y la gestión de los fondos comunes de inversión será practicada exclusivamente por las sociedades de in-

versión de capital fijo a que se refiere esta ley.

La sociedad gestora responderá por las deudas del fondo que administre.

La cartera de valores mobiliarios de cada fondo común de inversión se ajustará a lo dispuesto en los artículos 2º, 3º y 4º de esta ley. La sociedad de inversión gestora de dos o más fondos comunes de inversión podrá adquirir para esos fondos valores de un mismo emisor, los que no podrán exceder en conjunto del 10% de las acciones de esa entidad emisora.

Art. 18: El derecho de los coparticipantes en el fondo común de inversión estará representado por certificados, los que acreditarán una cuota parte de dicho fondo.

Art. 19: Salvo disposición contractual no podrá requerirse la disolución del estado de indivisión durante la existencia del fondo común de inversión por los coparticipantes, sus herederos, derechohabientes o acreedores.

Art. 20: El número de certificados podrá ser aumentado por suscripciones recibidas mediante nuevas participaciones en el fondo, o disminuirse por rescate de los certificados anteriormente suscriptos.

Tanto la emisión como los rescates se afectuarán a los valores resultantes de dividir el monto de los bienes del fondo valuados en la forma que establece el contrato, por el número de participaciones existentes; tales valores podrán aumentar o disminuir según el caso, por aplicación de los gastos y comisiones previstas a que se refiere el artículo 22.

Art. 21: Todos los bienes integrantes de un fondo común de inver-

siones deberán depositarse en un banco. El depositario tendrá a su cargo la recepción de las suscripciones y deberá efectuar el pago de los rescates a que se refiere esta ley, y deberá ejecutar las órdenes de la gestora relacionadas con las negociaciones de la cartera de acuerdo a las cláusulas contractuales que deberán hacerse públicas.

Art. 22: El contrato de emisión determinará los derechos y obligaciones de los copartícipes; de la sociedad gestora y del depositario y deberá establecer como mínimo:

- a) Nombre y domicilio de la sociedad gestora y depositario.
- b) Nombre del fondo común de inversión.
- c) Características del plan de inversión del fondo.
- d) Las bases y los plazos para la recepción de suscripciones y rescate de coparticipaciones, así como la forma de cálculo de los valores respectivos y el monto de los gastos y comisiones que se reconocerán a la sociedad gestora y al depositario.
- e) Las épocas y condiciones de distribución a los coparticipantes de los beneficios producidos por el fondo, así como los gastos de gestión que podrán ser percibidos por la sociedad gestora y el depositario y las bases para calcularlos.
- f) Las condiciones en que se ejercerán los derechos de voto de los valores mobiliarios de propiedad del fondo.
- g) La duración del estado de indivisión del fondo, las condiciones de liquidación del mismo y las formas de distribución de los bienes entre los copartícipes.
- h) Las disposiciones a adoptar en el caso en que, por cualquier causa la sociedad gestora o el depositario no estuvieran en

condiciones de continuar las funciones que les son atribuidas por esta ley, así como en el caso en que la gestión del fondo no pudiera continuar de acuerdo con la legislación sobre fondos comunes de inversión y con el contrato de emisión.

Art. 23: El contrato de emisión deberá ser inscripto en el Registro Público de Comercio o en el Registro que el Poder Ejecutivo creare o autorizare al respecto y se transcribirá íntegramente en los certificados de coparticipación.

Art. 24: Con excepción a lo previsto en el párrafo 3º ningún impuesto nacional, provincial o municipal se aplicará a los capitales, beneficios u operaciones de las sociedades de inversión de capital variable o de los fondos comunes de inversión.

En las sociedades de inversión de capital fijo no se aplicará impuesto alguno sobre las ganancias obtenidas en las operaciones de compra y venta de valores mobiliarios de su cartera. Tampoco sus capitales, ingresos, operaciones o beneficios serán sometidos a gravamen alguno.

Tanto las sociedades de capital fijo o variable como los fondos comunes de inversión se hallarán sometidos al "Impuesto Sustitutivo del Gravamen a la Transmisión Gratuita de Bienes" sobre las bases de las sociedades anónimas en general.

Los beneficios que acuerda la ley del Impuesto Sustitutivo del Gravamen a la Transmisión Gratuita de Bienes, se harán extensivos a las acciones de las sociedades de inversión y a los fondos comunes de inversión.

Los beneficios que distribuyen las sociedades de inversión y los fondos comunes de inversión estarán exentos de todo impuesto.

Art. 25: (Se deja especial constancia de que las infracciones al presente proyecto de ley deberán ser motivo de estudio especial en el aspecto penal por profesionales especializados).

Art. 26: Las compañías de seguros y de ahorro y capitalización podrán invertir en acciones de sociedades de inversión de capital variable o en participaciones de fondos comunes de inversión una parte de sus reservas técnicas hasta el cincuenta por ciento del total de las mismas.-

--oOo--

I N D I C E

	Pág.
Abreviaturas	I
PROLOGO	1
EXPOSICION SUMARIA	6
CAPITULO PRIMERO	
Antecedentes extranjeros y tipos de fondos de inversiones mobiliarias.	
<u>Sección A</u>	
1.- Definiciones	12
2.- Clasificación	23
<u>Sección B</u>	
1.- Reseña de su origen	35
2.- Evolución, estado actual, e importancia en - los distintos países	39
CAPITULO SEGUNDO	
La fórmula del "trust" angloamericano y su aplicación a los fondos de inversiones mobiliarias.	
<u>Sección A</u>	
1.- El "Investment Trust" en el derecho anglosajón	72
2.- Adaptación del "Investment Trust" al ordenamiento jurídico de los países del continente europeo	80
<u>Sección B</u>	
1.- Las Cuentas Especiales para Participación en Valores Mobiliarios del I.M.I.M.	96
2.- Los fondos comunes de inversión.	
I.- Generalidades	108
II.- Dirección y Administración del Fondo. Entidad Depositaria	111

	Pág.
III.- Normas sobre inversiones	112
IV.- Certificados de inversión. Emisión y - rescate	113
V.- Distribución de Utilidades. Modifica- ción del Reglamento. Liquidación	115
VI.- Publicidad	117

CAPITULO TERCERO

Sección Unica

Condiciones económico-financieras y jurídicas para el desenvolvimiento de estos fondos en la República Argentina.

I.- Introducción	119
II.- Definición de fondo común. Denominación. Objeto social de la gestora	122
III.- Organos activos del fondo común	125
IV.- Capital mínimo de la sociedad gestora. Forma de integración	135
V.- Reglamento de gestión. Certificados. Emisión y Rescate	139
VI.- Política de inversión	149
VII.- Publicidad	162
VIII.- Régimen fiscal	171
IX.- Fiscalización privada y oficial	176
X.- Distribución de utilidades. Liquidación del fondo	183
CONCLUSIONES	193
BIBLIOGRAFIA	206
APENDICE	
Anteproyecto de la mayoría de la Comisión Especial Honoraria (Decretos 10.025 y 16.245/57). (1)	212

Anteproyecto Base del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas de Buenos Aires(2)	224
--	-----

(1) Artículos relativos o aplicables a los fondos comunes de inversión, según texto completo archivado en el Ministerio de Hacienda.

(2) Artículos relativos o aplicables a los fondos comunes de inversión, según texto completo aparecido en la Revista de Ciencias Económicas, ps. 97 y siguientes, Buenos Aires, Serie IV, N° 9, Enero/Marzo 1960.