



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



Funciones económicas de los fondos comunes de inversión

Schiopetto, Hugo Daniel

1963

Cita APA:

Schiopetto, H. (1963). Funciones económicas de los fondos comunes de inversión. Buenos Aires: s.e.

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

ORIGINAL

1501
789

FUNCIONES ECONOMICAS
DE LOS FONDOS
COMUNES DE INVERSION

Contenido:

- I) Los Fondos Comunes de Inversión en el mercado financiero argentino
- II) La gestión económico-financiera de Fondos Comunes de Inversión
- III) Aspectos contables de los Fondos Comunes de Inversión
- IV) Comentario de las disposiciones legales
- V) Conclusiones

Hugo Daniel Schioppetto
Sanchez de Bustamante 1896,
3er. piso "E" - Capital
N° de registro 3.502 -
Plan "D".

Noviembre de 1963.

Hugo Daniel Schioppetto

I) LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION EN EL MERCADO FINANCIERO ARGENTINO.

1) Algunos aspectos de los mercados financieros.

Una de las características esenciales de las economías subdesarrolladas es la escasez de capital, es decir la existencia de un bajo porcentaje de éste en relación con los recursos naturales y humanos. Paralelamente con la escasez de capitales, debe señalarse la deficiente estructura de los correspondientes mercados financieros que agudizan los efectos de la insuficiente capitalización, al no facilitar la canalización del ahorro nacional y la atracción y absorción del capital extranjero.

La distinción teórico-práctica del mercado financiero, en mercado monetario o de dinero y mercado de capitales o financiero propiamente dicho, establece que en el primero se encuentran la oferta y demanda a corto plazo y en el segundo a largo plazo, rigiéndose aquél por la tasa de descuento y éste por la de interés. Si bien su diferenciación es dificultosa y la estrecha interrelación entre ambos impide su tratamiento por separado, es importante recordar que en estructuras económicas inflacionarias, el comportamiento de cada uno es marcadamente diferente, llegando incluso a la desaparición del mercado de capitales.

Es evidente que si la tasa de desvalorización de la moneda es alta, la oferta de capitales a largo plazo requiere una cobertura, que se traduce en un elevado interés. Por su parte, la demanda, que se basa en el rendimiento futuro de la inversión actual, no puede contemplar la depreciación monetaria, por ser imposible su evaluación a largo plazo, determinando así una tasa de interés divergente con el fijado por la oferta.

El mercado monetario, por el contrario, puede mantenerse y aún adquirir más fluidez, por cuanto las disponibilidades líquidas en los esquemas inflacionarios son generalmente amplias y se colocan a corto plazo en expectativa de futuras inversiones, llegando a suplir las deficiencias de las colocaciones a mediano y aún a largo plazo. Es justamen-

te este factor el que hace altamente vulnerable los mercados financieros de las economías subdesarrolladas, que por hallarse en evolución no sólo económica, sino política y social, están sujetas a dificultades de orden institucional que se traducen en fuertes movimientos de capital a corto plazo, produciendo desajustes y crisis financieras.

2) Caracteres actuales del mercado financiero argentino.

En nuestro país, el mercado financiero refleja lo expresado anteriormente.

En primer lugar, debe destacarse que el mantenimiento de normas reguladoras de las tasas a percibir por las instituciones bancarias en los préstamos, ha impedido la atracción de capitales, por el correlativo bajo rendimiento ofrecido, careciendo por lo tanto, el mercado bancario de los medios para satisfacer plenamente las necesidades de las empresas. Es así como se han gestado sociedades "financieras" que, por medio de tasas de interés más remunerativas, han suplido el vacío en el corto plazo, consolidando un mercado paralelo de alto costo para el productor y de relativa seguridad para el inversor.

La falta de crédito interno a largo plazo, ha creado en las empresas la necesidad de financiación exterior para las ampliaciones de la capacidad productiva y aún para fines operativos, debiendo soportar bien el riesgo del curso del cambio u onerosas primas de seguro cambiario.

Asimismo el déficit de crédito hipotecario para la vivienda familiar, produjo la reaparición de las entidades de ahorro y préstamo para la vivienda, que actúan por sistema recíproco y en general ajustan los saldos de deuda por la tasa de desvalorización de la moneda.

Es evidente que estas nuevas instituciones financieras han llevado a cabo una importante tarea de acercamiento entre la oferta y la demanda de capitales, contacto que por otra parte, ha llegado a efectuarse en forma directa, la que si bien supone un abaratamiento, al ahorrar la retribución y gastos de intermediación, aumenta el margen de riesgo. La relación directa con la oferta de ahorro, la han establecido

las empresas bien mediante la creación de un órgano financiero, ya sea dentro de su estructura o en forma paralela, que recoge capitales en forma de créditos, o bien por el aumento de capitales propios colocando acciones por medio de entidades especializadas. En ambos casos, la seguridad de la inversión del ahorrista queda ligada indisolublemente al éxito o al fracaso de la empresa.

La llamada "expansión con fondos propios", es decir el incremento de los capitales de las empresas, ha sido un importante factor de absorción del ahorro nacional y extranjero en los últimos tiempos. Recordemos que en los tres años que corren entre 1960 y 1962 se colocaron en el Mercado de Valores de la Ciudad de Buenos Aires, por suscripción, acciones por un valor nominal cercano a los 25 mil millones de pesos, en tanto que, en el mismo período el conjunto de depósitos en caja de ahorro tuvieron una expansión de 22.000 millones y la tenencia neta interna de la deuda pública federal en manos de particulares - incluidos bancos y compañías de seguros - en 4.800 millones, no considerando los 12.500 millones de pesos emitidos como Bonos del Empréstito de Recuperación Nacional "9 de Julio", que en realidad fueron una colocación forzosa asimilable a una emisión monetaria restringida.

3) El mercado bursátil.

Las bolsas o mercados de valores son centros operativos, que facilitan el acercamiento de la oferta y demanda de capitales a corto y largo plazo, con el objeto de estimular por medio de la inversión en valores mobiliarios las actividades de las empresas, consolidando la participación de todos los sectores de la economía en el desarrollo y generando la democratización del capitalismo.

a) Desarrollo alcanzado:

la atracción del inversor por la adquisición de acciones de las principales sociedades anónimas del país, se ha gestado en forma paralela a la industrialización de nuestra economía. Diversos factores, al influir sobre inversiones alternativas, han coadyuvado a esa correlación: la inflación, el bajo rendimiento de los papeles públi

cos y de los depósitos bancarios, el congelamiento de los alquileres y el proteccionismo industrial, han sido los principales.

Para medir el desarrollo bursátil se emplean habitualmente los siguientes índices: a) número de sociedades admitidas a la cotización ; b) monto de los capitales autorizados a cotizar ; c) volumen de los valores negociados ; d) relación entre el valor efectivo y el valor nominal negociado. En el cuadro n° 1 transcribimos los datos de los últimos quince años. Fácil es establecer una correlación entre el aumento de sociedades admitidas a cotización, con los capitales autorizados y el volumen negociado anualmente, como asimismo con la relación entre el valor efectivo y el valor nominal. La correlación se explica sencillamente teniendo en cuenta que la admisión a cotizar en bolsa es, para el grupo directivo de una empresa, una especie de aval que le permite obtener aportes financieros, mediante la emisión de nuevas series de capital, y que un gran volumen de operaciones unido a una alta relación entre el valor efectivo y el valor nominal, son índices de una plaza de gran liquidez e interesada por oportunidades de inversión.

Como puede observarse en el cuadro mencionado, en los tres lustros analizados, el número de sociedades admitidas a la cotización se triplica comodamente, pero su crecimiento acusa grandes oscilaciones, correspondiendo el incremento máximo al año 1961, luego del auge de 1960 , con 108 sociedades, es decir más de un 16% del total autorizado en la actualidad. Corresponde anotar que de las veinte sociedades con capitales superiores a los mil millones al 31 de diciembre de 1962, catorce de ellas ya cotizaban en bolsa con anterioridad a 1947.

Un índice más elocuente de la evolución del mercado es el monto de capitales autorizados a cotizar. Si bien el monto actual supera en más de cuarenta veces el correspondiente al año 1947, es conveniente efectuar la reducción a dólares de los incrementos anuales y poder obtener así una acumulación en valores constantes (ver cuadro n° 2). Realizado este ajuste obtenemos para el año 1947 un valor de 552 millones de dólares y para 1962, deducidas las capitalizaciones de revalúos, 1.880

millones de dólares, es decir que el incremento a valores constantes fué de 2,4 veces. Por otra parte, si tenemos en cuenta que un gran porcentaje de los aumentos de capital, proviene de capitalizaciones de utilidades, que alcanzan en promedio durante los últimos 16 años al 50% del total de las autorizaciones, concluiremos que el aporte de capitales recibido por las empresas a través de la bolsa, no ha sido importante, salvo en los años 1960 al 62, que como apuntáramos antes, se emitieron por suscripción alrededor de 25 mil millones de pesos, que si bien el mercado los absorbió, produjo un efecto deprimente en las cotizaciones de los valores, que sufrieron una depreciación promedio cercana al 50%.

El volúmen operado en bolsa refleja el interés del inversor y depende de las condiciones generales económico-financieras del país. Su análisis en valores absolutos permite apreciar en forma superficial las tendencias a corto plazo, pero en razón de la depreciación monetaria, es necesario para efectuar una evaluación del desenvolvimiento a largo plazo, una comparación con un instrumento de medida general de la economía como es el Producto Bruto Nacional (ver cuadro nº 3) . A fin de no incurrir en desviaciones tendenciosas, hemos considerado como volúmen operado, sólo las transacciones al contado, dado que las prácticas operativas vigentes hasta 1951, permitían las transacciones a plazo, con escasa cobertura, que se tradujo en negociaciones de neto corte especulativo, que no reflejan el interés del inversor. Surge claramente, que a pesar de las oscilaciones cíclicas que se aprecian, el índice se mantiene estacionario o bien con tendencia a descender puesto que el valor correspondiente al auge de 1960 es inferior al de los años 1947; 48; 49 y 55 e idéntico al de 1954 . El último valor, 1962, sólo supera los de 1952 y 1957, años de profundas crisis bursátiles.

Si se efectúa la conversión del volúmen operado en cada año a dólares se comprueba una correlación con lo expuesto anteriormente, es decir un volúmen con fuertes altibajos y sin tendencia definida.

En el gráfico nº I condensamos algunos de los datos elaborados en los cuadros mencionados.

CUADRO I

Años	Número de Sociedades	Monto de los capitales	Valores negociados en acciones		Relación entre el VN y el VE
		(miles de millo nes)	nominal	efectivo	
1947	219	2,52	921	2.885	313,2
1948	242	2,91	1.360	5.155	379,0
1949	254	3,11	924	2.810	304,1
1950	266	3,61	629	1.257	200,0
1951	274	4,09	846	1.617	191,0
1952	275	4,59	796	1.039	130,5
1953	274	5,10	1.378	1.846	133,9
1954	275	5,69	2.716	5.411	199,2
1955	306	7,27	2.934	7.503	255,7
1956	361	9,61	1.922	4.252	221,2
1957	407	12,50	1.593	2.758	173,1
1958	433	17,11	3.478	6.902	198,4
1959	476	25,98	5.178	11.992	231,6
1960	552	47,06	12.180	32.966	270,6
1961	660	76,42	13.312	30.935	233,1
1962	669	102,76	12.945	15.433	119,1

Fuente: Boletines de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

CUADRO 2

Años	Capitales admitidos a la cotización del año acumulado		Cotización del dólar	Capitales admitidos a la cotización en dólares del año acumulado	
	(miles de millones)			(millones)	
1947		2,52	4,53		554,1
1948	0,39	2,91	6,97	55,9	610,0
1949	0,20	3,11	11,71	17,1	627,1
1950	0,50	3,61	15,99	31,3	658,4
1951	0,48	4,09	23,74	20,2	678,6
1952	0,50	4,59	22,94	21,7	700,3
1953	0,51	5,10	22,50	22,6	722,9
1954	0,60	5,69	25,39	23,6	746,5
1955	1,58	7,27	30,48	51,8	798,3
1956	2,34	9,61	35,78	65,4	863,7
1957	2,90	12,51	40,20	72,1	935,8
1958	4,61	17,12	48,04	95,9	1.031,7
1959	8,86	25,98	79,19	111,9	1.143,6
1960	21,08	47,06	82,94	234,1	1.397,7
1961	29,36	76,42	82,83	354,4	1.752,1
1962	26,34	102,76	113,73	231,6	1.983,7

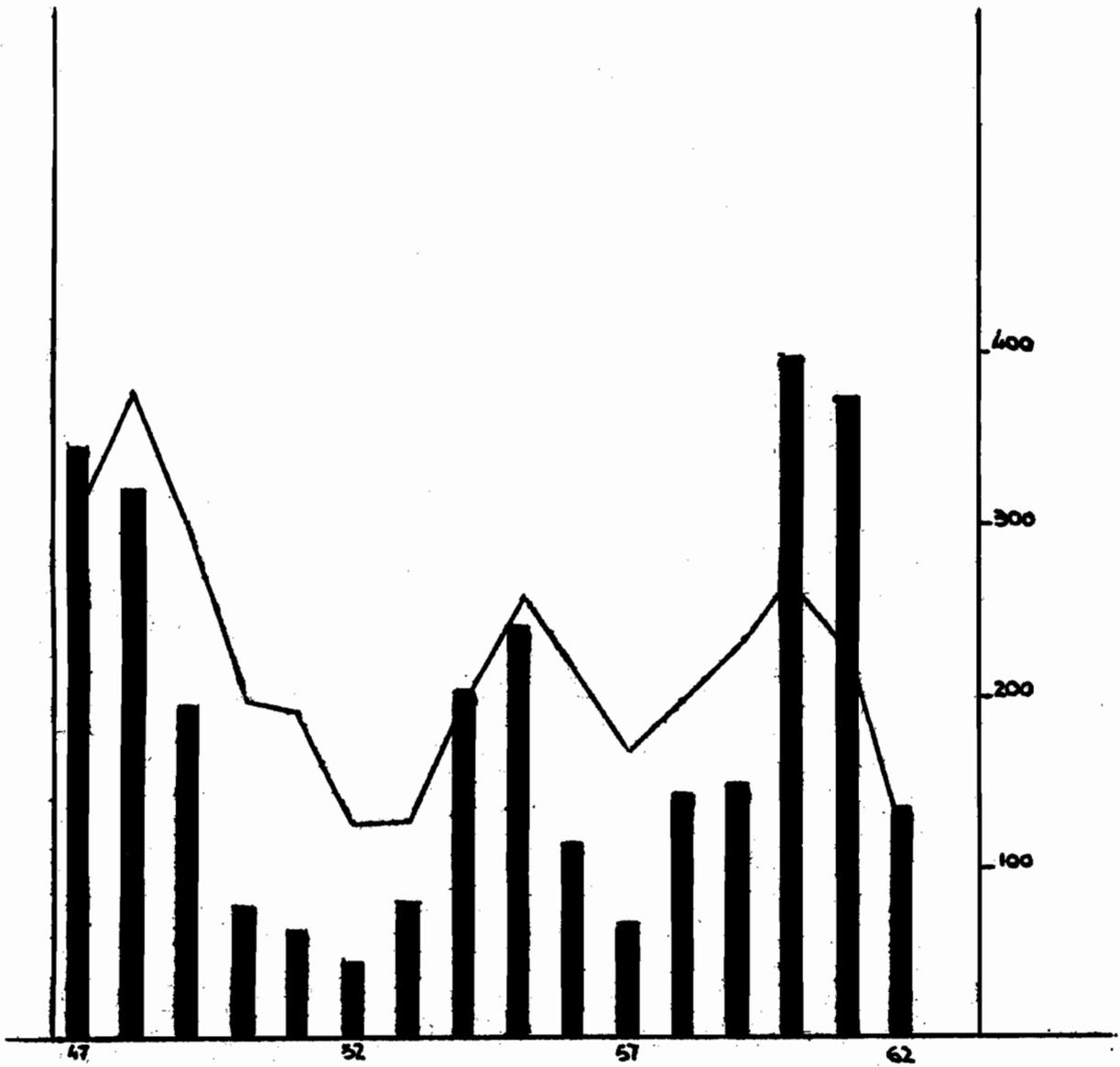
Nota: en 1962, 11.300 millones de pesos fueron autorizados por capitalizaciones de rovalúos contables, que se encuentran ajustados automáticamente en este cuadro, por ende al total de ese año de ben deducirse 99,4 millones de dólares.

Fuente: Boletín de la Bolsa de Comercio
Boletín Estadístico del BCRA.

CUADRO 3

Años	Volúmen operado al contado, en valor efectivo - 1 -	Producto Bru- to Nacional a precios corr. t. - 2 -	Relación entre 1 y 2	Volúmen opera- do convertido a dólares .
	(miles de millones)			(millones)
1947	1,57	35,6	4,41	347,0
1948	2,24	43,7	5,13	321,8
1949	2,27	52,5	4,33	194,4
1950	1,25	62,2	2,01	78,0
1951	1,62	87,5	1,85	68,1
1952	1,04	100,3	1,03	45,2
1953	1,82	112,0	1,62	80,9
1954	5,24	125,1	4,19	206,4
1955	7,37	146,4	5,03	241,7
1956	4,13	180,0	2,30	115,5
1957	2,70	231,4	1,16	67,2
1958	6,78	319,8	2,12	141,2
1959	11,93	606,8	1,96	150,6
1960	32,87	785,3	4,19	396,3
1961	30,86	924,0	3,34	372,6
1962	15,35	1.115,0	1,38	135,0

Fuente: Boletín de la Bolsa de Comercio
Boletín Estadístico del BCRA



VOLÚMENES OPERADOS EN MILLONES DE DÓLARES

— **RELACION ENTRE EL VALOR EFECTIVO Y EL VALOR NOMINAL**

b) Evolución:

el análisis detallado de las cifras expuestas en los cuadros mencionados, complementados con algunos datos de carácter económico-político pueden permitir arribar a ciertas conclusiones. Los años 47 y 48 muestran un importante crecimiento en el Mercado de Valores, fundamentado en una política económica de neto corte industrialista; basada en un fuerte proteccionismo económico y en un amplio apoyo crediticio realizado mediante una incontrolada emisión, que prácticamente duplicó en ese lapso la circulación monetaria. El control de cambios contuvo en parte la corriente especulativa en divisas y tanto el ahorro sano en procura de protección contra la inflación, como el capital especulativo, ávido de rápidas diferencias, se dirigieron al Mercado de Valores.

Sin duda el elemento especulación prevaleció sobre la inversión, especialmente en 1948, puesto que el 50% de las operaciones se concertaron a plazo y acciones de sólo tres compañías agruparon transacciones por más del 40% del total (Augusto Machado, "Manual Bursatil", Buenos Aires 1956 , pag. 113). En los años comentados ingresaron a la bolsa 63 nuevas sociedades, sobre 180 existentes en 1946, o sea un 32% . Al producirse a principios de 1949 un cambio en los ejecutivos de la dirección económica, la bolsa acusa un fuerte impacto y se produce el "crack". La posición del mercado se volvió insostenible y entró en un período de saqueamiento, que a pesar de la adopción de medidas fiscales favorables, en 1950, se tradujo en una fuerte reducción de precios y montos operados.

A fines de 1951 se insinuó una reacción, pero en ese momento ya comenzaba a reflejarse en la economía la crisis del sector agropecuario, que arrastra al sector industrial. Por otra parte se inicia una política monetaria de contención que agudiza el proceso. Durante el año 1952 nos encontramos con un mercado de total desinterés, pero saneado y con niveles de precios muy bajos.

El año 1953 presentó una lenta valorización y ampliación del volumen que se afirma recién a fines de 1954, coincidiendo con la recuperación de nuestra economía y finanzas y con el delineamiento de una

política de fomento a las inversiones extranjeras. Por otra parte las nuevas características del IMIM, al convertirse en un elemento activo de intermediación entre el ahorro popular y la bolsa, genera un sano proceso de inversión.

A pesar de los acontecimientos político-militares durante 1955, el mercado continuó activo y reflejó una buena valorización. Sin embargo medidas de carácter político y fiscal desalientan la evolución bursátil y los años 1956 y 1957 son realmente desfavorables con reducidos volúmenes y fuertes desvalorizaciones.

A pesar de ello, como elemento compensador, corresponde anotar el ingreso a la cotización durante esos dos años de 101 sociedades, que si bien es el producto del período anterior de bonanza, permitió ofrecer a los inversores una buena gama de nuevas inversiones alternativas. Es así que al concretarse la vuelta al régimen constitucional en 1958, el mercado bursátil reacciona notablemente y durante tres años se mantiene una plaza amplia y sostenida que, refleja en 1960 un volumen operado 12 veces superior al de 1957, para culminar en una fuerte especulación en el segundo semestre de 1960 y primer trimestre de 1961; con grandes oscilaciones de precios. Durante 1960 y 1961 ingresaron 184 sociedades nuevas, y la mayoría de las empresas con cotización colocaron importantes aumentos de capitales que llevaron el monto autorizado de 17.110 millones en 1958 a 76.420 en 1961.

El creciente endeudamiento de los grupos mayoritarios de las empresas, como consecuencia de las constantes suscripciones, que se operó en gran parte por medio de garantías accionarias, se tradujo al vencimiento de las cauciones en una secuencia de liquidaciones por falta de renovación, en razón de la política monetaria de contracción adoptada.

Dicha tendencia vendedora del año 1961 se consolidó con la crisis económico-institucional que se manifestó en 1962, llevando los precios bursátiles a niveles extremadamente bajos y a un mercado de total desinterés.

4) Institucionalización de la inversión bursátil.

Esta breve reseña pone en evidencia las fuertes oscilaciones a que se ve sujeto el inversor bursátil, que si bien en el largo plazo, obtiene una compensación remunerativa, debe sufrir durante las épocas de depresión, un congelamiento del ahorro en defensa del valor de inversión o bien una pérdida apreciable. Por otra parte las olas especulativas se desarrollan siempre en perjuicio del ahorrista, ante la impotencia de los órganos rectores del quehacer bursátil.

Es evidente que la actividad individual en el mercado de valores exige una dedicación y conocimiento que no es dable en el inversor medio. La agrupación de los pequeños y medianos inversores en un órgano coordinador que realice las inversiones, es sin duda un elemento que puede subsanar la falta de dedicación y conocimiento técnico, así como permitir en razón del volumen una diversificación en las tenencias que eliminaría los riesgos específicos de las inversiones especiales.

a) Cuentas especiales para inversión en valores mobiliarios:

El IMIM (Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias) se creó en 1947 con la finalidad de propender a la estabilidad del mercado bursátil y como órgano oficial dedicado a la intermediación entre el público ahorrista y la inversión bursátil por medio de las cuentas en participación.

Para su primera función se lo dotó de un capital proveniente de la banca oficial y privada y la segunda recién comenzó a llenarla en 1954. En 1956 entró en liquidación y transfirió su cartera al Banco Industrial, que a fines de 1962 alcanzó un monto de 9180 millones con la participación de 102.646 ahorristas, lo que pone de manifiesto la favorable acogida entre los inversores. Si bien el sistema está cumpliendo una función de desarrollo entre los ahorristas, ha dejado de actuar como nivelador del mercado, a partir de fines de 1955. Es evidente que esta función debe ser primordial entre las metas a cumplir por un instituto de estas características. Durante el auge de 1960 acompañó el movimiento y más bien

lo agudizó invirtiendo 1.733 millones, especialmente en acciones ordinarias.

Corresponde hacer algunas consideraciones sobre el sistema:

El inversor no expone al álea bursátil sus ahorros, pues el capital aportado no recoge los frutos de la valorización de las inversiones, ni sufre la eventual pérdida de la desvalorización.

El riesgo en las operaciones es por exclusiva cuenta del Banco Industrial. En la actualidad estimamos que el valor de la cartera de las "Cuentas Especiales" difícilmente cubra el pasivo que representan los depósitos de los ahorristas.

Su aceptación entre el público inversor se debe principalmente al pago de un interés superior a los rendimientos ofrecidos en operaciones bancarias similares. Sin embargo el 15% abonado en los últimos tres años, no compensa históricamente la desvalorización monetaria, ya que observando el índice del costo de la vida en 15 años, entre 1945/60 encontramos para la base 100 en 1945, un valor de 3921 para 1960, que representa aproximadamente una tasa de capitalización del 30% es decir el doble de la abonada por el Banco Industrial de la República Argentina.

No hemos contado con un número índice de la evolución de precios de las acciones que abarque todo el período analizado y reúna las condiciones básicas mínimas para medir eficazmente el mercado, sin embargo tomando el del "Consejo Técnico de Inversiones S.A." que parte de 100 en abril de 1958, tenemos para abril de 1963- 5 años después- un valor de 346,7; es decir un rendimiento superior al 35% capitalizado.

En razón de lo expuesto es posible inferir que si bien las "Cuentas Especiales" han cumplido en el aspecto canalización de ahorro, no han ejercido la función de estabilizador, y no pueden, en razón de su esquema operativo ofrecer un rendimiento acorde con el requerido con los ahorros para mantener al menos su valor adquisitivo, lo que en definitiva puede traducirse en un alejamiento de los ahorristas, perdiendo así toda función económica.

b) Fondos Comunes de Inversión.

Hemos puntualizado las funciones económicas a cumplir por la mancomunación de pequeños y medianos capitales en la bolsa.

Los Fondos Comunes de Inversión son las entidades llamadas a desarrollar estas funciones en nuestro medio.

De acuerdo al art.1º de la ley 15.885 se considera Fondo Común de Inversión el patrimonio integrado por valores mobiliarios y dinero perteneciente a diversas personas, a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad indivisa representados por certificados.

En la definición anterior surge la atipicidad jurídica y por ende la carencia de personería, emanando la necesidad de un órgano de gestión, la sociedad gerente que ejerce la representación colectiva de los copropietarios indivisos, y un órgano de contralor, el depositario, con el cual la sociedad gerente debe celebrar un contrato de gestión, que establece las bases de relación entre los inversores y los órganos y de éstos entre sí.

La característica esencial de los FCI, es la de poseer un patrimonio variable, designándoseles como entidades de capital abierto. Este proceso se lleva a cabo por la emisión y rescate continuo de cuotas partes, que son los títulos representativos de los derechos de los coparticipes.

El manejo de los valores concierne exclusivamente a la sociedad gerente, dentro de los márgenes establecidos por las disposiciones legales y el contrato de gestión.

En otros capítulos se comentan la legislación vigente y aspectos contables y comerciales de los FCI.

5) Funciones económicas de los Fondos Comunes de Inversión.

Nos detendremos ahora a analizar las posibilidades y las formas en que los FCI, pueden llenar las funciones económicas de canalización y estabilización.

En primer lugar anotemos que la canalización del ahorro y

la estabilización del mercado bursátil son funciones concomitantes e interdependientes por cuanto la actividad de estabilizador depende en gran medida de la gestión canalizadora y por otra parte la capacidad de canalización estará influida notablemente por el resultado de la política de estabilización.

Es evidente que el primer impulso en ese circuito, lo debe dar la canalización para ingresar luego sí en la faz de interrelaciones, daremos pues prioridad en el análisis a la canalización.

a) Canalización.

El proceso de atracción de inversores debe ser el fruto de campañas educativas de neto corte institucional, dejando fuera todo aspecto promocional de tipo comercial.

En realidad el desarrollo de los FCI tropieza justamente con las dificultades que supone exponer al inversor poco avezado sus características operativas. El público ahorrista tiene una noción del capital y del interés como funciones fijas y por ende no se ven atraídos por operaciones en las cuales no se garantiza el valor nominal de su capital ni se fija una tasa de rendimiento básico.

Sólo en ciertos niveles de los estratos socio-económicos, (profesionales, alta clase media) son recibidos los FCI, como una efectiva contribución al ahorro personal. Sin embargo, las fuertes oscilaciones del mercado bursátil, siguen desalentando el proceso de acercamiento del inversor a la tenencia del capital de las empresas, llevándolo en cambio a una especie de asociación directa o indirecta por medio de préstamos financieros.

Circunstancias especiales de nuestro mercado financiero, hacen que actualmente en la generalidad de los casos, el capital ajeno (deuda de la empresa), se retribuya con una tasa superior a la del capital propio, pero una vez superada la crisis se retornará al planteo real del costo-beneficio para fijar los márgenes de endeudamiento empresarial. Por ello recordemos que siempre la tasa de interés que está dispuesta a pagar por capitales ajenos una empresa debe ser inferior a su tasa de uti-

lidad y si a esto agregamos la intermediación de instituciones crediticias, se puede establecer un amplio margen entre la tasa ofrecida a los colocadores de capital en préstamos y la tasa de utilidad de los productores.

Si llamamos U la tasa de utilidad de las empresas e I la tasa de interés que están dispuestas a pagar, en condiciones normales del mercado deducimos $U > I$. Las empresas dejarán de tomar capital ajeno en préstamo en el momento que el interés se iguale a la utilidad marginal. Considerando que en general las operaciones de crédito se efectúan por instituciones intermediarias (bancos, cías. financieras) y suponiendo que I , es decir la tasa abonada por las empresas, es la percibida por el instituto de crédito y llamando A la tasa que éste abonaría a los ahorristas, podemos fijar que $I > A$ y en general $U > I > A$. No se consideran gastos de intermediación ni cargas impositivas que seguramente amplían las brechas entre los términos de las desigualdades determinadas.

El disloque actual del mercado financiero dificulta grandemente la difusión de los FCI. Si bien los bajos niveles alcanzados por los valores bursátiles, deberían ser un motivo de atracción para el inversor, las inversiones alternativas de alto rendimiento y las perspectivas desfavorables de las empresas industriales, impiden dicho movimiento inversor. Casi un cuarto de siglo en constante proceso inflacionario ha creado la convicción en el ahorrista de no poder defender el poder adquisitivo de su moneda y por ello se encuentran atraídos por las inversiones de alto rendimiento nominal, aunque de mínima seguridad. Por otra parte los más expertos financistas han llegado a la conclusión, que la defensa contra la inflación se encuentra en un grupo de inversiones alternativas en el tiempo y por ende otorgan un máximo de importancia al factor liquidez, que permite una movilidad entre operaciones bursátiles, de cambio, financieras, agropecuarias, etc. cuyas rentabilidades varían en los diferentes puntos de la espiral inflacionaria.

Con todo entendemos que las perspectivas para la difusión de los FCI son promisorias y si bien demandarán un período de gestación

posiblemente largo, estimamos que su institucionalización económica, lograda ya la jurídica, es prácticamente un hecho.

Los FCI iniciaron en nuestro país sus actividades en 1960 y luego de un auspicioso comienzo, en razón del auge bursátil, han entrado en un período de casi completa inactividad. En la actualidad operan una decena de FCI, pero solamente tres poseen patrimonios superiores a los 100 millones de pesos y en conjunto difícilmente se acercan a los 500 millones, cifras que demuestran su pequeña significación actual. Sin embargo el haber superado los dos años de crisis, que si bien ha medrado en algo sus posibilidades, es un hecho auspicioso y supone una posible expansión sostenida no bien la actividad económica del país retorne a su firmeza.

b) Estabilización.

En cuanto a su función estabilizadora del mercado, actualmente es prácticamente nula por la escasa importancia de sus patrimonios que señalamos antes. Con todo su actuación ha sido beneficiosa, y alcanzado cierto desarrollo seguramente harán sentir su capacidad técnica de selección desalentando los movimientos especulativos, sean generales o particulares. Debemos señalar como factor importante en su función de estabilización, la coincidencia de interés con la política de inversión propia de los fondos, que en general en los movimientos alzistas optarán por seguirlos con cautela, liquidando posiciones muy valorizadas y reservando tenencias en disponibilidades o en operaciones a plazo fijo para reinvertirlas en los períodos de baja.

Por otra parte, sus decisiones de compra y venta, influirán en la plaza, no sólo por la importancia de sus operaciones propias, sino también por que al llegar al conocimiento de los operados habituales incidirán en las transacciones de estos, que tomarán en cuenta las posiciones adoptadas por los fondos.

Fijados en general los temperamentos operativos de los Fondos, tanto desde el punto de vista particular como para la coincidente función estabilizadora, corresponde señalar los índices que determinen los puntos de valorización y desvalorización del mercado bursátil.

Al tratar la política de inversión de los FCI, se consideran los aspectos fundamentales que deben regirla, en cuanto a la gestión general y particular de la cartera; anotamos ahora que uno de los indicadores fundamentales debe ser el rendimiento efectivo de los valores, es decir la relación precio-dividendo (multiplicador). Matemáticamente el multiplicador es la inversa de la tasa efectiva de utilidad y por ende si la tasa de interés normal es de un 15%, el multiplicador deberá ser 6,6 y puede inferirse que las acciones cuyo multiplicador supere a 10 estarían, salvo circunstancias especiales, sobrevaloradas y aquellas que mostraran un índice inferior a 4, subvaloradas y con las excepciones naturales, representarían buenas oportunidades de rendimiento.

Correlacionando este ratio con la tasa de interés bancario o de valores públicos, puede conocerse la situación general del mercado y adoptar decisiones operativas.

II) LA GESTIÓN ECONOMICO - FINANCIERA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

1) Objetivos .

Los objetivos en la gestión económico-financiera de un Fondo Común de Inversiones, que se obtienen principalmente por medio de la diversificación de inversiones, son los siguientes:

- a) Seguridad.
- b) Liquidez
- c) Rentabilidad
- d) Valorización

Los tres primeros son en principio concurrentes; el último, la valorización, aparece como antagónico de los anteriores en razón de principios económicos elementales. En primer lugar, observemos que la mayor apreciación de una inversión surge de la superación de un riesgo preexistente y es el premio que recibe la iniciativa empresaria. Por el contrario, la seguridad, liquidez y renta, son características de inversiones que, en razón de una posición especial en el mercado ya han merecido una valoración acorde con la superación del riesgo y por ende, se encuentran ajenas a cambios favorables importantes, que son los que en definitiva producen la valorización.

Corresponde destacar que situaciones especiales del mercado mobiliario, o de un ramo o empresa de la actividad económica, pueden hacer que los tres objetivos señalados en primer término no sean en todos los casos consecuentes. Determinadas inversiones de gran seguridad pero sujetas a fluctuaciones cíclicas tienen oscilaciones importantes en su rentabilidad. Del mismo modo una sólida acción puede tener un mercado reducido que la haga poco apreciable desde el punto de vista de la liquidez.

Analicemos ahora, partiendo de los objetivos anteriormente señalados las políticas aplicables a la gestión de un Fondo Común en la selección de los valores que integran su cartera de inversiones.

a) Seguridad:

El grado de seguridad de una acción, es decir la capacidad de mantener su valor, está dada por factores internos y externos de la empresa. Dentro de los elementos internos corresponde analizar:

1) Volúmen del patrimonio: generalmente podemos asimilar el concepto de seguridad a un gran volúmen patrimonial. No podemos dudar que una empresa poseedora de un capital elevado tiene ventajas apreciables desde el punto de vista de la solidez que otra de escaso patrimonio.

Actualmente en el mercado de Valores de la Ciudad de Buenos Aires se exige como condición para cotizar un capital mínimo de 50 millones de pesos. Al 31-12-62 estaban autorizadas a la cotización acciones de 669 empresas con capitales admitidos por un total de 102.762 millones de pesos. Debemos destacar que de ellas, 90 sociedades con capitales individuales superiores a 250 millones de pesos totalizaban un importe de 65.438 millones que representaba un 65% del total de capitales autorizados.

Es obvio señalar que esas empresas son las que mayor poder de atracción ejercen entre los inversores, no sólo por la solidez que trae aparejada su monto de capital, si no que además en razón del mismo volúmen, poseen en general un mercado transaccional amplio que les da un alto grado de liquidez.

2) Integración del patrimonio: la composición del patrimonio de una empresa está dada por los rubros del activo; es evidente que una armónica distribución es la mejor garantía para el inversor. Las características diferenciales de cada actividad imponen diferentes grados en la composición y combinación de los activos, sin embargo principios elementales de economía empresarial nos indican una cuidadosa observación de los siguientes puntos:

- I) Altos importes imputados a rubros inmateriales o cargos diferidos.
- II) Excesivo stock de bienes de cambio
- III) Elevado porcentaje de créditos.

Las posibles conclusiones que se obtengan luego del análisis anterior deberán ser valoradas dentro del esquema general de la coyuntura económica y en los aspectos especiales que puedan caracterizar la situación del ramo o empresa sujeta a estudio.

Al evaluar las condiciones de seguridad de una empresa, toda inversión en immobilizaciones reales deberá considerarse como factor positivo y sólo se analizará su grado de economicidad al estudiar la empresa en sus aspectos rentísticos o su capacidad de crecimiento.

3) Situación patrimonial: es este uno de los elementos más apreciados por los analistas de balances, se evalúa por medio de los llamados índices de endeudamiento o solvencia. Posiblemente se ha otorgado a estos "ratios" una importancia y valoración propia exagerada para el análisis microeconómico, sin embargo desde el punto de vista de la seguridad patrimonial es incuestionable su validez.

Su ponderación debe realizarse considerando las características especiales que el giro de los negocios imponen a una empresa, como también de la rentabilidad del capital propio y el costo financiero del capital ajeno.

No es posible generalizar un valor normal de endeudamiento, puesto que las diferencias apuntadas anteriormente nos indican que un índice considerado bueno para una empresa comercial puede ser demasiado estrecho para una entidad industrial, que al requerir mayores immobilizaciones supone una proporción distinta entre patrimonio propio y ajeno.

En cuanto a los factores externos que hacen a la seguridad de una empresa digamos que son de carácter económico general y dependen en su mayor parte de los cambios en la política económica del país. Es indudable que las medidas monetarias, fiscales, laborales, aduaneras, etc. afectarán el grado de seguridad de una inversión, en tanto presupongan cambios importantes en el esquema económico existente.

b) Liquidez:

Una de las condiciones esenciales en la gestión de los Fondos Comunes de Inversión es mantener un alto grado de liquidez. Es posible que más es una característica, en lugar de una condición, puesto que las inversiones bursátiles en general poseen de por sí un elevado grado de liquidez en relación con otros sistemas de ahorro. Con todo, la selección de valores de la cartera debe efectuarse con suma precaución en este punto.

Hemos anotado antes, que en nuestro mercado de valores hay muchos papeles que a pesar de poseer atractivas características en los aspectos seguridad, renta o crecimiento, tienen un escaso mercado.

En diversas oportunidades las posiciones líquidas de los Fondos Comunes pueden no ser suficientes para hacer frente a retiros de los inversores, en consecuencia es conveniente mantener un margen de la cartera en diferentes acciones de gran mercado fácilmente negociables. Lamentablemente no existe en nuestro país un mercado de valores públicos amplio que, sin lugar a dudas permitiría un desahogo en este aspecto.

En el mercado de Valores de la ciudad de Buenos Aires, durante 1962 se operó en acciones por un valor nominal de 12.945 millones de pesos. Acciones de 30 sociedades tuvieron transacciones por un monto de 6.579 millones de pesos (valor nominal), es decir un 50% del volumen total. Por otra parte corresponde destacar que, de las 669 sociedades autorizadas, 97 aún no habían cotizado sus acciones al 31 de diciembre de 1962 y 19 tenían la cotización suspendida. Si agregamos que durante el año 1962 el número de sociedades que cotizaron sus acciones osciló mensualmente entre 355 y 434, podemos concluir que tienen un tratamiento habitual en el mercado papeles de sólo 250 sociedades.

Lo arriba anotado no hace más que corroborar la necesidad de una política sumamente precautoria en lo referente a la liquidez de las inversiones.

a) Rentabilidad:

Seguramente el obtener una renta homogénea a través del tiempo es el objetivo más difícil de lograr. La mayoría de las inversiones no bursátiles tienen por característica el brindar una renta fija o al menos de escasas fluctuaciones. Por el contrario la rentabilidad de las acciones fluctúa con el ciclo comercial y por ende los rendimientos de los Fondos Comunes se encuentran sujetos a oscilaciones constantes.

Es necesario por razones de política comercial, poder al menos asegurar una rentabilidad mínima al inversor. Para ello una parte de las inversiones deberá dirigirse a papeles de buen rendimiento aún en desmedro del crecimiento o la liquidez. Una buena gama de acciones preferidas, con rendimientos fijos o con mínimos básicos y participaciones adicionales, presentan cotizaciones excelentes para esta finalidad. La falta de mercado de las acciones preferidas las hace para el inversor privado poco atractivas por su escasa liquidez, manteniendo en consecuencia sus cotizaciones a bajos niveles. Es así que en base a las cotizaciones de diciembre de 1962 las acciones preferidas de mayor mercado en nuestra bolsa tenían rendimientos efectivos que oscilaban entre un 14 y un 22% de interés anual.

Otro de los aspectos a considerar dentro de la rentabilidad de los Fondos Comunes es el alto porcentaje de sociedades que abonan sus dividendos en acciones. Al estudiar los aspectos contables ahondamos el análisis de este hecho y por ello solo recordaremos aquí la íntima vinculación que tiene la capacidad de distribución de renta de un Fondo Común con la forma de contabilizar los dividendos en acciones.

La crisis que sufre nuestro mercado bursátil ha querido ser fundamentada en factores intrínsecos del sistema, acusando al pago de dividendos en acciones como principal causante. Es evidente la inconsistencia de esa tesis, el mercado bursátil sólo refleja la situación económica del país y acusa los impactos anticipadamente, por ello su crisis se adelantó en un año a la crisis financiera del país. Entende-

mos que el pago de dividendos en acciones es una consecuencia de los caracteres inflacionarios de nuestra economía, por ello es necesario concluir que no puede tomarse partido a favor de los dividendos en acciones sino aceptarlo como una exigencia de las circunstancias. Con todo cabe recordar que una balanceada proporción entre acciones y efectivo en el pago de los dividendos parece ser la fórmula adecuada para satisfacer al inversor y beneficiar capitalizando a la empresa; la prueba: una sociedad que durante 10 años abonó un dividendo idéntico parte en efectivo y parte en acciones, manteniendo durante todo ese lapso una cotización elevada en relación al rendimiento efectivo.

El elemento de análisis utilizado para medir la rentabilidad de una empresa es el "multiplicador", al cual nos hemos referido anteriormente. Como los Fondos Comunes efectúan inversiones a largo plazo, el índice deberá calcularse tomando en consideración únicamente el beneficio operativo normal, sin incluir las ganancias extraordinarias obtenidas al margen del giro normal de la empresa.

d) Valorización:

El mayor valor que una acción puede lograr depende del margen de crecimiento que tenga. El crecimiento puede darse por la colocación de nuevos productos o por una mejora competitiva. Ambas posibilidades se realizan por cambios organizativos y por incrementos de inversión, que suponen un riesgo. Por ello como decíamos antes, la valoración de una acción es un premio al riesgo, en este caso representado por cambios en la estructura de la empresa. Alemann ("la Inversión Bursátil", Buenos Aires, 1961, pág. 104) sostiene que el crecimiento se manifiesta por un aumento correlativo de capital y ganancia.

Los últimos años en nuestro país han expuesto los peligros de la expansión espontánea, un buen número de empresas se lanzaron a concretar ambiciosos proyectos industriales y comerciales, que nuestros mercados financiero y consumidor no pudieron asimilar, llevando a muchas de esas inversiones a un fracaso empresarial.

Consideramos que la mayoría de las empresas argentinas

tienen un margen amplio de desarrollo pero el analista deberá cuidar, al seleccionar valores de crecimiento, que los proyectos sean consistentes con las realidades de nuestros mercados, es decir se ajusten a las metas del desarrollo nacional. La calidad de acción de crecimiento coincide generalmente con el tipo de industria dinámica que en el mercado argentino está representada especialmente por la química y la metalurgia pesada.

2) Bases para la programación de la gestión.

Los objetivos antes señalados deben ser evaluados en cada acción y en el conjunto de las inversiones del Fondo Común, es decir que al analizar si un determinado papel puede ser incorporado a la cartera de inversiones se estudiará primero sus características intrínsecas y luego se establecerá si es consistente con la gestión de aquella. Con esta finalidad podrían determinarse las siguientes bases:

1. Diversificación
 - 1.1. Poscer un mínimo de 30 acciones diferentes.
 - 1.2. En ningún caso el valor de inversión en una determinada sociedad podrá superar el 5% del patrimonio del Fondo , ni el 10% del capital social de la emisora.
2. Seguridad
 - 2.1 El 80% de las sociedades en que se invierta deberán poseer un capital integrado superior a los 100 millones de pesos moneda nacional , o bien un patrimonio neto mayor de 150 millones de pesos.
 - 2.2 Las acciones que representen el 75% del valor del Fondo Común deberán mantener un patrimonio neto superior al 66 % de los recursos ajenos.
3. Liquidez
 - 3.1. No menos del 3% del patrimonio neto del Fondo Común deberá mantenerse en efectivo.
 - 3.2. Un 20% de las inversiones deberá efectuarse entre accio

nes de gran mercado, es decir con un promedio transaccional mensual de 50.000 acciones.

- 3.3. Un 60% del total deberá tener transacciones de no menos de 3.000 acciones mensuales.
- 3.4. No podrá invertirse más de un 10% en acciones cuya tenencia fuera superior al volumen operado durante los últimos 6 meses.
4. Rentabilidad
- 4.1. El 75% de la cartera deberá estar integrada por acciones cuyo rendimiento promedio en los últimos 5 años haya sido al menos equivalente a los intereses abonados en Caja de Ahorro por las instituciones bancarias autorizadas del país.
- 4.2. Un 15% de la cartera se invertirá en valores de renta básica acumulativa cuyo rendimiento efectivo supere en un 20% como mínimo la tasa de Caja de Ahorro citada.
5. Crecimiento.

Para la inversión en este tipo de acciones, los márgenes resultarán de los excedentes que resultaran del cumplimiento de los anteriores.

Las condiciones enumeradas, si bien parecen demasiado minuciosas y trasuntan un bizantinismo reglamentista, son perfectamente viables y facilitan la gestión permitiendo desarrollar una tarea conciente encaminada a lograr los objetivos determinados dentro de un mecanismo de auto-control.

3) Disposiciones legales y reglamentarias. (1)

Analizaremos ahora las normas de aplicación sobre inversiones que establecen la ley de Fondos Comunes de Inversión y su decreto reglamentario.

(1) En razón de la importancia que se le asigna a las presentes disposiciones, se ha optado por incluirlas en este apartado en lugar de hacerlo al efectuar el análisis integral de la ley 15.885 y del decreto reglamentario 11.146/62.

a) Un precepto fundamental es el del inciso a) del artículo 22 que impone que las inversiones se efectúen siempre en valores mobiliarios cotizados en bolsas o mercados de valores. Como puede advertirse, se excluye todo tipo de operación que no sea en valores mobiliarios, o casi mejor valores bursátiles pues exige como condición conexas la de cotizar en bolsa.

En muchas oportunidades, la situación del mercado bursátil, puede inducir a no efectuar inversiones en previsión de posibles quebrantos; en especial cuando se producen auges especulativos la gestión de los Fondos Comunes se hace difícil, puesto que el público inversor actúa siempre en razón de olas psicológicas y acude a adquirir valores, poniendo en manos de la sociedad gerente importantes fondos líquidos que ésta no invierte en acciones para evitar desvalorizaciones. Para no dejar inactivos esos fondos, se deben colocar en operaciones en valores bursátiles de renta fija y de difícil desvalorización. Estas podrían consistir en papeles del Estado o acciones preferidas, pero ambos tienen un mercado muy reducido que hace dificultosa la compra o venta instantánea de sumas importantes.

Por otra parte el artículo 25 de la ley obliga a depositar en "cuenta corriente" en bancos oficiales, provinciales o mixtos, los fondos no invertidos, lo cual impide - a contrarius sensu - las colocaciones transitorias a interés (Caja de Ahorro, Plazo Fijo) en instituciones de crédito. En principio pues, no habría otra posibilidad que mantener ociosos los fondos no invertidos en valores bursátiles.

Sin embargo entendemos que hay una vía para efectuar operaciones a corto plazo con un interés razonable, nos referimos a las "cauciones bursátiles". Si bien dichas operaciones son típicamente de préstamo, la concreción operativa se realiza por medio de una compra de valores bursátiles contado, vinculada a una venta a plazo simultánea. El Mercado de Valores garantiza la operación fijando los valores de aforo y constituyéndose en depositario de los títulos sujetos a transacción. Estimamos que esta operación se aleja del espíritu de la ley, pero ante

la omisión evidente de las normas de aplicación al no permitir operaciones a plazo en instituciones bancarias, el gestor debe procurar a los inversores un medio de renta que bien puede ser la "caución".

Queda en pie la revitalización del mercado de títulos públicos que es un requisito básico para la fluidez del mercado financiero.

b) El artículo 23 establece límites de inversión: 1) un límite "interno" que impone la condición de no invertir más del 10% del haber total del Fondo en una sola entidad; 2) otro límite "externo" que condiciona las inversiones en acciones de una entidad a un máximo del 10% del total emitido por dicha sociedad.

Entendemos que para asegurar un mayor grado de diversificación, el primer límite debería reducirse a un 5%, ampliando complementariamente a 20 el número mínimo de acciones diferentes para constituir la cartera. En casos de Fondos "especializados", es decir los constituidos para invertir en un ramo o región, podría mantenerse el límite actual del 10%. En nuestro mercado bursátil fácil es observar la existencia de "grupos financieros" que poseen el control de un número de sociedades que en algunos casos supera la decena. Si se mantiene el margen actual del 10% se posibilitaría la creación de Fondos Comunes que vinculados a estos "grupos" invirtieran los fondos disponibles en las acciones del sector, desapareciendo así los beneficios de la diversificación, pues si bien las sociedades son entidades diferentes, la estrecha vinculación hace que unas se hagan pasibles de los infortunios de las demás.

c) Al establecer que el 90% de las inversiones deben efectuarse en acciones de entidades con balances aprobados durante 3 años por lo menos, el inciso b) del artículo 22 indirectamente permite un margen de inversión en sociedades nuevas. Anotemos que esta disposición es un poco vaga pues la palabra aprobado no define claramente una situación. Entendemos que se refiere a la aprobación de la asamblea de accionis-

tas. Nos preguntamos si las acciones de una emisora con una antigüedad como sociedad anónima de solo 6 meses, pero con balances "aprobados" como Sociedad de Responsabilidad Limitada o en Comandita por Acciones durante 3 años, podrían ser adquiridas dentro del 90% por el Fondo Común. Estimamos que hubiera sido preferible establecer una antigüedad en la cotización en bolsa, que permitiría una mejor apreciación sobre las condiciones económicas y bursátiles de la emisora.

d) También a contrarius sensu del inciso c) del mismo artículo, podemos concluir que el 25% del haber del Fondo puede invertirse en acciones de emisoras extranjeras que cotizan en el exterior.

Uno de los preceptos más discutibles de la ley 15.885 es éste. La escasez de capitales es como hemos dicho uno de los factores más importantes del estancamiento económico argentino y la disposición comentada hace caso omiso de este problema, permitiendo que el ahorro interno canalizado por medio de los Fondos Comunes pueda ser destinado a inversiones en el exterior. No podemos menos que sorprendernos de la desapreñción del legislador en este punto que consideramos básico en la política de financiación del desarrollo económico de nuestro país.

e) El artículo 12 del decreto reglamentario establece como condición para las adquisiciones fuera de bolsa que los valores a incorporar deben haber tenido cotización por lo menos durante 5 días en los últimos 20 días hábiles bursátiles y además que el precio sea el de la última cotización o el más favorable al Fondo. Se excluyen de estas condiciones a los casos de ofrecimiento por licitación pública.

Es sin lugar a dudas una disposición sabia tendiente a impedir maniobras ajenas al interés del ahorrista.

III) ASPECTOS CONTABLES DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION.

1) Características y objetivos.

Los registros contables de los Fondos Comunes de Inversión, por sus características especiales, y por la necesidad de producir diariamente un balance, son y deben ser sencillos. En el primer aspecto, las características especiales de los Fondos Comunes de Inversión nos referimos al hecho de poseer sus activos en fondos líquidos o inversiones mobiliarias, que redundan, como es lógico suponer en una simplicidad contable, pero no por ello debemos descartar la existencia de problemas técnicos y prácticos que trataremos de exponer y resolver. El segundo aspecto apuntado, el balance diario para establecer el valor de la cuota-parte, es exigido por el carácter de condominio abierto, que requiere efectuar las emisiones y rescates de las cuotas-partes al valor real, basado en la cotización bursátil de las inversiones del Fondo Común, que varían día a día.

Además de la determinación diaria del valor de la cuota-parte, existe otra necesidad conexas, la de efectuar ese balance en el menor tiempo posible. De acuerdo al horario habitual de nuestro mercado bursátil, las inversiones de los Fondos Comunes adquieren un valor fijo entre las 15 hs. de un día y las 13 hs. del día siguiente. En consecuencia, una vez conocidas las cotizaciones de cierre del día se debe efectuar el balance y determinar así el nuevo valor de la cuota-parte. A partir de la iniciación de una nueva rueda bursátil, caduca el precio anterior y hasta la determinación del nuevo valor, no existe precio fijo; por ende las operaciones de emisión y rescate deben ser diferidas hasta la fijación de dicho precio.

Es evidente que el conocimiento del precio es un elemento básico para toda operación económica, de ahí surge la necesidad de simplificar las tareas administrativo-contables en los Fondos Comunes, para reducir a un mínimo el interregno que media entre el conocimiento de las cotizaciones de cierre de la bolsa y la determinación del valor de la cuota-parte.

Sin perjuicio de lo expresado anteriormente, cabe efectuar una acotación sobre la vigencia del valor de la cuota-parte. Se ha impuesto como costumbre en nuestro medio, efectuar operaciones de emisión y de rescate en firme, basadas en el precio determinado por las cotizaciones de una rueda bursátil, hasta la iniciación de una nueva rueda. Sin embargo, los precios de cierre del mercado bursátil de un día pueden diferir mucho de los precios de apertura de la próxima rueda. La experiencia demuestra que hechos económicos, políticos y, o sociales producidos en el breve lapso de un día, pueden hacer variar en un sentido u otro las cotizaciones de los valores mobiliarios y por ende incidir en el valor de la cuota-parte. Las condiciones de equidad que deben regir la conducción de un Fondo Común de Inversiones, imponen a los órganos de gestión la obligación de preservar los derechos de todos los cuota-partistas; en razón de este principio, en situaciones como las citadas más arriba, previendo corrientes especulativas, se debería suspender la vigencia de la cotización anterior y no efectuar operaciones de emisión o rescate hasta la determinación del nuevo valor basado en las cotizaciones que reflejen las cambiantes situaciones. Estimamos que dicha medida podría ser adoptada en los casos necesarios por la sociedad gerente con acuerdo del depositario

2) Análisis operativo y su proyección contable

a) Emisión de cuotas-partes:

es esta la operación con que nace y se desarrolla un Fondo Común. En principio no existen dificultades en sus características y su tratamiento contable. El inversor paga el valor de la cuota-parte vigente en ese momento y por ende se produce un ingreso de Disponibilidades con una contrapartida que llamaremos Patrimonio Pagado. Esta cuenta es un equivalente del rubro Capital de una empresa comercial, la hemos denominado Patrimonio Pagado porque en ella se reflejan los aportes efectuados por los inversores y para diferenciarla del rubro "Valorización (o desvalorización) de Patrimonio" que analizaremos más adelante.

Puede presentarse el caso en el cual el inversor en lugar de a portar una suma de dinero, aporta valores mobiliarios, que podrán ser aceptados si llenan los requisitos de las normas legales y los fijados en el contrato de gestión; en este caso el débito será Acciones, Títulos, Bonos, etc. según la característica del bien aportado; el crédito será siempre "Patrimonio Pagado". Anotemos que el valor a fijar a los papeles así adquiridos no podrá ser superior al de la última cotización bursátil.

B) Rescate de cuotas-partes:

es la operación inversa a la analizada anteriormente, por ello nos limitamos a señalar que contablemente la cuenta debitada será Patrimonio Pagado y la acreditada Disponibilidades.

Sólo en casos excepcionales, que exigen en nuestra legislación el acuerdo previo de la Inspección General de Justicia, se pueden abonar rescates en especie; en tal caso el tratamiento contable será, para el valor aplicado al pago, por analogía el de las ventas de valores mobiliarios.

a) Compra de valores mobiliarios:

Habíamos calificado de operación típica y fundamental la emisión de cuotas-partes, en el mismo nivel y como consecuencia directa de ella, nos encontramos con la compra de valores mobiliarios, que es la finalidad mediata de los Fondos Comunes.

Al tratar los aspectos económicos-financieros, se hacen algunas consideraciones sobre la gestión de la cartera de los Fondos Comunes, bastará pues señalar aquí, los aspectos contables de la operación. Los valores mobiliarios son a los Fondos Comunes, lo que el Stock de bienes de cambio es a una empresa comercial, su contabilización será pues equivalente y se efectuará por el costo.

Corresponde analizar un problema práctico, el tratamiento de los gastos de compra de valores mobiliarios en la bolsa (comisión del corredor, impuestos, derechos) . Al determinarse el valor de la cuota-parte, se actualizan los valores de los papeles de acuerdo a

La cotización bursátil, pero en razón de los gastos de bolsa, dichos valores son inferiores a un precio de costo real; por ende al pagar el nuevo cuotapartista sólo el equivalente de la cotización bursátil, no se colocaría en pie de igualdad con los anteriores. Valga un ejemplo para aclarar el supuesto anterior:

El Fondo Común de Inversiones tiene un patrimonio de \$ 10.000 representado por 50 acciones de la empresa " ABC SA " cotizadas a \$ 200 cada una y cuenta con un único cuotapartista tenedor de 80 cuotas-partes que valen 125 \$ cada una. Ingresan nuevos inversores que suscriben 80 cuotas-partes a \$ 125 cada una es decir, aportan \$ 10.000 . La sociedad gerente, en cumplimiento del plan de inversiones, decide comprar acciones de la empresa citada, que sigue cotizándose en \$ 200 ; pero en razón de los gastos bursátiles debe desembolsar \$ 202,20 por cada acción, adquiriendo pues 49 acciones, invirtiendo \$ 9.907,80 . Si al cierre de las operaciones del día la cotización de las acciones "ABC SA" continuara siendo de \$ 200, el nuevo balance del Fondo Común sería:

Disponibilidades:	\$ 92,20	Valor de	19.892,20
99 accs. de "ABC SA"	\$ 19.800.—	la cuota	$= \frac{19.892,20}{160} = 124,32$
Patrimonio neto	\$ <u>19.892,20</u>		

Como puede observarse, la cuota-parte se ha desvalorizado \$0,68 y el cuotapartista original ha visto reducida su inversión de \$ 10.000 a \$ 9.946,10; que es justamente un importe equivalente al 50% de los gastos de bolsa pagados por la compra de las nuevas acciones. En consecuencia, podemos inferir que, los gastos de compra de toda nueva inversión es soportada en una parte proporcional a sus aportes por los cuotapartistas primitivos. Análoga situación presenta el caso de los rescates, pues suponen ventas que demandan el mismo gasto, que en definitiva sería soportado por los cuotapartistas que no se retiran.

Si los nuevos inversores (o los que se retiran) abonaran una so
bre-tasa compensatoria y ésta se ingresara al Fondo Común, en caso de

de no efectuarse inversiones (o ventas) , los cuotapartistas primitivos (o los que se quedan) verían valorizada su cuota-parte por la distribución del importe de la sobretasa abonada.

En resumen, la solución técnica y equitativa sería que la sobre-tasa se abone a la sociedad gerente y ésta se haga cargo de los gastos de bolsa que demande la gestión del Fondo Común. Sin embargo se plantea un nuevo problema, la sociedad gerente efectúa en muchos casos: compras y ventas que no están relacionadas con el ingreso o egreso de cuotapartistas; son las operaciones denominadas "intermedias" y que se realizan con el objeto de mantener la rentabilidad, seguridad o valorización del Fondo Común. En estos casos la sociedad gerente debería soportar directamente los gastos de bolsa. Pero, por otra parte, la mayoría de los rescates que debe hacer frente el Fondo Común, son abonados con fondos líquidos que se mantienen bien como fondo fijo, o a la espectativa de inversiones, y por lo tanto no es necesario efectuar ventas de valores mobiliarios para pagarlos . En consecuencia la sociedad gerente no abona los gastos de bolsa, percibiendo sí la sobre-tasa por los rescates.

De lo expuesto surge la necesidad de fijar normas justas y precisas para la financiación de los gastos bursátiles. Consideramos que podrían ser las siguientes:

a) Autorizar a la sociedad gerente a percibir una sobre-tasa compensatoria de los gastos de bolsa, tanto en las emisiones como en los rescates.

b) Dicha sobre-tasa será acreditada en un rubro del pasivo de la sociedad gerente, que lo descargará cuando abone gastos de compra o venta de valores mobiliarios del Fondo Común.

c) Si los gastos de bolsa abonados por la Sociedad gerente en un ejercicio, superasen los importes percibidos , la Inspección General de Justicia podrá autorizar el traslado de la diferencia al Fondo Común, previo análisis de las causas del déficit, determinando especialmente que

no provenga de actitudes especulativas de la sociedad gerente en el manejo de los bienes del condominio.

En el caso de adquisición de valores de renta fija con cu
pón corrido, se plantea la discusión teórica si corresponde imputar co
mo costo el interés devengado, que se ha reflejado en la cotización del
título, o bien separar dicho importe cargándolo a Intereses Pagados y
registrar el costo puro. Consideramos conveniente por su sencillez el
primer sis tema.

d) Venta de valores mobiliarios :

este item supone dos operaciones: a)
la venta propiamente dicha, b) el costeo de la venta.

El primer paso no implica dificultades, sólo cabe recordar
que deberá imputarse como precio de venta el monto bruto, cargando con
los gastos de venta la sociedad gerente.

En cuanto al costo, teórica o prácticamente se impone el
uso del costo promedio, resultando de difícil justificación la aplica-
ción de sistemas tales como " primero entrado primero salido "(FIFO) o
"último entrado primero salido" (LIFO), que se pretenden utilizar en re
lación al ciclo del mercado bursátil. En Estados Unidos de Norteamérica
existe la obligación para fines impositivos de utilizar el costo identi
ficado, pero en general dicha obligación se obvia llevando un análisis
extracontable y utilizando para fines operativos el costo promedio.

Corresponde apuntar que, por analogía con lo expresado en
el item 3) in-fine, la venta de títulos de renta fija se puede imputar
por su total sin distinguir los intereses devengados. Si se adoptara el
otro sistema, la parte de intereses corridos, se acreditaría a Intere-
ses Devengados.

Uno de los puntos más aptos para la polémica es el que se
refiere al tratamiento de las ventas de derechos de suscripción (cup
nes) . La legislación y la costumbre extranjera, a las que ha seguido
nuestra legislación, establecen que los ingresos por cesión de derechos

de suscripción son utilidades.

Justamente es en este caso donde mejor se reflejan las diferencias que pretendemos señalar y tomar en cuenta para establecer un sistema operativo acorde con las características de nuestro país y no basado en la experiencia de economías más desarrolladas.

El valor de los derechos de suscripción nace de la diferencia entre la cotización de la acción y el precio de la nueva emisión vinculado con la proporción que representa esa nueva emisión con el capital original.

Cuanto mayor sea la diferencia entre el precio de cotización y el de ofrecimiento, y mayor la proporción de la emisión, mayor será el valor del cupón.

Veamos el siguiente ejemplo:

	<u>Sociedad A</u>	<u>Sociedad B</u>
Capital original	100	100
Cotización bursátil.	300	150
Suscripción a colocar.	100	25
Precio de colocación (V/N) . . .	100	100

El valor del cupón se determina (siempre que las nuevas acciones sean emitidas en igualdad de condiciones con las en circulación) con la siguiente fórmula:

$$VC = \frac{P_m - P_e}{\frac{C}{S} + 1}$$

en donde: VC= valor del cupón Pe = precio de emisión

Pm = precio de cotización. S = monto de la suscripción

C = monto del capital original.

Aplicando la fórmula obtendríamos los siguientes valores:

Cupón de A = 100

Cupón de B = 10

La ampliación de capitales de empresas industriales en los países desarrollados se produce en porcentajes bajos en relación al capital existente; por el contrario en nuestro país y en todos los países en rápido proceso de industrialización, las inversiones en ampliaciones

do capacidad muchas veces superan las capacidades instaladas anteriores. En consecuencia el divisor de la fórmula tiende a ser más bajo en las economías en proceso de desarrollo. Además, en nuestro país, medidas impositivas que gravaban las primas de emisión y la costumbre bursátil han llevado a que las nuevas emisiones se lancen generalmente al valor nominal, sin tener en cuenta el precio de mercado. Esta práctica, produce como explicamos antes que el valor del cupón sea alto y por ende la cotización del papel sufre una fuerte depreciación al desprenderse el cupón reflejando la redistribución de las reservas y de la capacidad de ganancias del capital originario.

Podemos concluir diciendo que la venta de los derechos de suscripción, difícilmente pueda ser considerada como una utilidad, más bien supone una desinversión y correspondería aplicarla al costo. Contablemente debería rebajarse el costo de las acciones por el importe de la venta de los cupones.

e) Suscripción de acciones:

Al tratar en el punto anterior la venta de derechos de suscripción, hemos vertido algunos conceptos que son de aplicación a l presente item.

Se pueden plantear diferentes situaciones al ejercer el derecho de suscripción:

1) suscripción de acciones con derechos preexistentes en la tenencia: es el caso que se presenta cuando se lanza una emisión de nuevas acciones que el Fondo Común ya tiene en cartera. Al ejercer el derecho y adquirir las correspondientes acciones se dará ingreso a éstas por el costo correspondiente. En caso de tratarse de una emisión a integrarse en cuotas, corresponde igualmente ingresar las acciones por su costo total, acreditando la diferencia entre éste y el pago al contado en una cuenta del pasivo: " Suscripciones a Pagar".

2) suscripción de acciones con cupones adquiridos al efecto: en este caso nos encontramos con dos operaciones vinculadas, primero la adquisición de los cupones y luego el ejercicio del de-

recho de suscripción. El costo de la primera operación deberá transferirse en definitiva a la segunda, es decir que al concretarse la suscripción, se incrementará el costo de las acciones adquiridas con el importe de la compra de los cupones.

f) Percepción de dividendos:

Los dividendos que abonen las sociedades cuyas acciones tenga el Fondo Común en su cartera son el ingreso típico de éstos y por ende su rentabilidad dependerá en alto grado de esos dividendos.

En la práctica los dividendos son abonados en dos formas alternativas o concurrentes: en efectivo o en nuevas acciones.

El registro del ingreso de los dividendos abonados en efectivo debe analizarse a la luz de las prácticas bursátiles.

Cuando la sociedad pone a disposición de sus accionistas un dividendo, las acciones sufren una baja equivalente al ingreso que supone dicho dividendo, se produce la llamada "paridad técnica". Ahora bien, como dijimos esta baja en la cotización es simultánea con el ingreso del dividendo, pero prácticamente este no se cobra en el día, por consiguiente será necesario que se impute ese beneficio provisoriamente en una cuenta del activo, "Dividendos a Cobrar en Efectivo", acreditando "Dividendos en Efectivo". Cuando se percibe el importe se liquida la cuenta del activo.

La constante inflación que se desarrolla en nuestro país desde aproximadamente un cuarto de siglo, ha llevado a las sociedades a capitalizar sus utilidades con el fin de mantener intacto su capital de trabajo; esta práctica ha impuesto en nuestro medio el pago de dividendos con nuevas acciones liberadas. En los últimos años hemos podido observar que la casi totalidad de los dividendos fueron abonados, salvo raras excepciones, en acciones, hecho este que ha redundado en la apertura de una polémica respecto a sus beneficios e inconvenientes, que dejaremos de lado, para optar por señalar algunos aspectos prácticos que nos han llevado a conclusiones que admitimos como discutibles pero están

amos verdaderamente realistas y necesarias.

Como apuntamos anteriormente, el pago del dividendo en acciones no es más que una capitalización de las utilidades, y en definitiva produce los mismos efectos que si se abonara el dividendo en efectivo y al mismo tiempo se abriera una suscripción de acciones por el equivalente del monto del dividendo. Demostremos este hecho con un ejemplo práctico:

Una sociedad con un capital de \$ 1.000.000 representado por 10.000 acciones de \$ 100 ; declara un dividendo en acciones del 20% . La cotización previa al pago del dividendo era de \$180; al abonarse el beneficio el precio de la acción desciende a su paridad técnica de \$150 y el capital de la sociedad aumenta a \$ 1.200.000. El valor total de la empresa basado en las cotizaciones pre y ex dividendo no cambia : $10.000 \times 180 = 12.000 \times 150$.

Si la sociedad opta por abonar el dividendo del 20% en efectivo e inmediatamente abre una suscripción por el 20% de su capital obtendríamos los mismos resultados: cuando abona el dividendo del 20% en efectivo la cotización desciende de \$ 180 a \$ 160; luego , al efectuarse la suscripción tendríamos una nueva paridad, que de acuerdo a lo visto anteriormente sería de \$150. En resumen la sociedad llevaría su capital a \$ 1.200.000 y la nueva cotización sería de \$ 150; es decir igual que en el caso del pago en acciones directo.

La práctica de abonar los dividendos en acciones ha colocado al inversor-rentista en la necesidad de liquidar las acciones recibidas por dividendo a fin de transformar esa capitalización forzosa en una renta. A priori, parecería que el producto de la venta tendría que ser equivalente al importe percibido si el dividendo se hubiera abonado en efectivo; pero, cuando la acción se cotiza sobre el valor nominal, se produce un ingreso mayor y por ende una descapitalización con respecto al cobro en efectivo.

Tomemos el mismo ejemplo anterior: el accionista que posee 100 acciones cobraría en efectivo al abonarse el 20% \$ 2.000 .Si

se pagara en acciones, el inversor recibe 20 acciones, que al venderlas al precio de mercado ex-dividendo (\$150) obtendría \$3.000.

La inversión del primero quedaría en \$16.000 ; y la del segundo en \$ 15.000; es decir, que al cobrar en acciones y vender éstas se obtendrían fondos líquidos mayores en desmedro del capital. Quizás sea este punto poco señalado, el que verdaderamente supone un inconveniente del pago de dividendos en acciones.

Ahora bien, hemos dicho que la base rentística de los Fondos Comunes de Inversión son los dividendos percibidos; si éstos se abonan en acciones, la forma de contabilizar el ingreso de esas acciones , determinará la capacidad distributiva del Fondo Común. La mencionada registración puede efectuarse de tres formas:

- 1) a valor "0" - 2) a valor nominal - 3) a valor ex-dividendo.

La contabilización a valor "0" es sostenida por quienes consideran que el dividendo en acciones representa sólo una redistribución del patrimonio societario y aducen que el juego de la paridad técnica en la cotización del papel demuestra la inexistencia de una utilidad. Estimamos erróneo este concepto por cuanto siguiendo esta línea , llegaríamos a que los dividendos en efectivo son una disminución del patrimonio y no un ingreso, porque en ellos también juega la "paridad técnica".

El proceso de valorización de una acción por las utilidades se produce a través de todo el ejercicio económico-financiero de la empresa, es imperceptible pues no puede separarse de la cotización la parte que representan las utilidades generadas de los otros factores que afectan al valor de mercado. Corresponde si, ingresar a valor "0" las acciones liberadas recibidas en concepto de capitalización de reserva, sean éstas provenientes de utilidades o de revaluaciones ,ya que la existencia de las mencionadas reservas expresas u ocultas ,son por lo general preexistentes a un ejercicio.

La registración a valor nominal tiene fundamentos jurídicos y especialmente impositivos que no pueden tener preeminencia sobre la realidad económica. Nuestro Código de Comercio establece que el capital de las sociedades anónimas debe dividirse y representarse por acciones de igual valor (art. 326) . Ahí nace el valor nominal , que en general coincide con el precio de emisión, pero que puede ser diferente al capital pagado, dependiendo esta diferencia de la existencia de emisiones con prima o descuento.

Por otra parte, creemos que las normas de aplicación en materia impositiva tienen vigencia en cuanto a su función recaudadora, pero no es necesario tomarlas en cuenta para finalidades diferentes a la determinación de un rédito imponible que además no es procedente en el caso de los Fondos Comunes de Inversión, por hallarse exentos.

Entendemos que para los Fondos Comunes el valor de una acción es el de su cotización bursátil y en definitiva volcamos decididamente nuestra opinión favorable al registro por el valor ex-dividendo, avalamos este principio con el hecho de ser el más real de todos los expuestos.

Las rentas deben medirse por el valor que tienen al recibirse; cuando se abonan en especie, para fines contables y económicos, deben reducirse a un común denominador que es el dinero. Para reducirlo a un valor expresado en unidades monetarias debemos conocer el valor de plazo, que en el caso de las acciones recibidas por dividendo , es el precio ex-dividendo.

Hemos dicho anteriormente que la capacidad distributiva de los Fondos Comunes depende en gran parte en la forma de registrar los dividendos en acciones. Supongamos el caso de un Fondo Común que sólo recibiera dividendos en acciones liberadas (en la realidad este supuesto se cumple en un 95%) . Si los contabilizara a valor "0" llegaría a fin de ejercicio y no tendría utilidades a distribuir , a pesar de haber percibido numerosos dividendos de las acciones que posee en cartera.

En caso de optar por la registraci3n al valor nominal, el monto distribuible a fin de ejercicio no tendr3a relaci3n con los dividendos percibidos, puesto que dicha valuaci3n al ser fija no contempla el verdadero valor de los valores recibidos .

Solo contabilizando a precio de mercado se puede dar una valuaci3n justa al dividendo percibido. Insistimos en que este procedimiento debe ser analizado y evaluado en base a la realidad econ3mica de nuestro pa3s.

g) Apropriaci3n de gastos:

En primer t3rmino corresponde se3alar cuales son los principales gastos que debe soportar un Fondo Com3n de Inversiones:

- 1) Retribuci3n de la sociedad gerente.
- 2) Retribuci3n del depositario .
- 3) Comisi3n por custodia de valores.
- 4) Comisi3n por cobranza de dividendos y rentas.
- 5) Gastos de publicidad.

Es fundamental en la operatoria contable que estos egresos sean devengados proporcionalmente durante el ejercicio. Los incisos 1); 2) y 3) pueden prorratearse d3a a d3a, calculando y ajustando la provisi3n correspondiente diariamente. Anotemos que las retribuciones de la sociedad gerente y del depositario deben calcularse bien sobre las utilidades, bien sobre el patrimonio neto y ambos se conocen d3a a d3a. En lo referente a la comisi3n por custodia de valores debe tenerse en cuenta que generalmente es un porcentaje sobre el valor nominal de la cartera no presentando su estimaci3n mayores dificultades.

El inciso 4), comisi3n por cobranza de dividendos se debe imputar a p3rdidas el mismo d3a que se devenga el ingreso.

En cuanto a la apropiaci3n de los gastos de publicidad debemos se3alar que solamente puede cargarse al Fondo Com3n aquella publicidad que las normas legales o costumbres hayan impuesto, pero de ninguna forma la propaganda promocional o institucional que enca-

ren los órganos de gestión para difundir el Fondo Común entre el público. Para dejar mejor aclarada la diferencia entre una y otra publicidad diremos que es imputable al Fondo Común la publicidad dirigida a los inversores existentes; en cambio la dirigida a presuntos nuevos inversores, deberá ser soportada por la sociedad gerente.

La dificultad de establecer una forma de prorrateo de estos gastos nos lleva a sugerir la creación de una previsión basada en la experiencia de costos publicitarios y en el número de cuotas a artistas.

h) Apropiación de intereses devengados:

en las inversiones a interés fijo es necesario devengar diariamente los intereses ganados, en el caso de operaciones a interés vencido, o bien diferir los no devengados, en las colocaciones a interés adelantado (descuento). Ninguno de ambos casos presenta dificultades y la única previsión que debe tomarse es la de calcular la parte correspondiente a los días feriados siguientes al último día hábil.

i) Ajuste diario de la cartera de valores mobiliarios a la cotización bursátil:

al valorizar la cartera del Fondo Común de acuerdo a los precios de mercado se establece una diferencia con el valor de costo de la cartera, obteniéndose un importe que puede ser positivo o negativo. El registro de este ajuste supone un asiento contable que afecte la valuación del activo y el monto del patrimonio.

La valuación del activo se ajusta con una cuenta que denominaremos "Diferencia de Cotización", cuyo saldo deudor significaría una valorización de las inversiones, y en caso de presentar saldo acreedor una desvalorización.

El ajuste del patrimonio se efectuará con dos cuentas: en caso de apreciación de la cartera se imputará la cuenta "Valorización de Patrimonio" y en caso de existir una disminución del valor total de la cartera a "Desvalorización de Patrimonio".

3) Estados Contables.

Analizaremos a continuación los principales estados contables de un Fondo Común de Inversión.

a) Balance General:

Es un estado patrimonial estático equivalente a los balances convencionales, difiere de éstos en que se presenta como una diferencia entre activo y pasivo que da por resultado el patrimonio. La extrema significación de éste hace que el balance general lo muestre como una cifra única, dejando su demostración analítica para un estado anexo. Otra diferencia con los balances convencionales consiste, en el registro de las inversiones a valor de cotización, indicando por nota el precio de costo.

b) Evolución del Patrimonio:

Es un estado patrimonial dinámico en el que se muestran los cambios producidos en el último ejercicio en el patrimonio.

Se parte del patrimonio existente al cierre del ejercicio anterior y se adicionan los factores de modificación: a) Diferencia entre emisiones y rescates; b) diferencia entre utilidades realizadas y distribuidas; c) valorización o desvalorización de las inversiones. El resultado final será el patrimonio a la fecha de balance. Este esquema es completado en algunos casos con el denominado " Demostración del Patrimonio Pagado y Ganado" que es la resultante de adicionar todos los cuadros de evolución desde la iniciación del Fondo Común.

c) Cuadro Demostrativo de Ganancias y Pérdidas:

Equivalente a los convencionales estados de resultados se presenta de forma tal que permita apreciar:

1) Las rentas, es decir los dividendos percibidos.

2) Los resultados de capital, o sea las ganancias o pérdidas provenientes de la realización de acciones.

3) los otros ingresos, por ejemplo intereses.

4) los gastos y en especial el monto cargado al Fondo Común en concepto de retribuciones a la sociedad gerente y al depositario.

Del cuadro de Ganancias y Pérdidas surge la utilidad distribuible del Fondo Común. El Código de Comercio en su artículo 364 establece que las utilidades a distribuir por una sociedad anónima deben ser líquidas y realizadas. Es este un principio de sana administración que tiene además por finalidad prevenir fraudes a nuevos accionistas, proveedores, acreedores, etc. por medio del ocultamiento de quebrantos no realizados. En la enunciación anterior de los rubros componentes del cuadro de resultados de un Fondo Común no han sido mencionadas las utilidades o las pérdidas no realizadas, es decir el mayor o menor valor de la cartera de inversiones en relación a su costo.

La omisión de las ganancias no realizadas tiene por objeto respetar el principio de distribuir sólo utilidades realizadas, pero la no deducción de las pérdidas no realizadas supone un quebrantamiento del principio concurrente del art. 364: la liquidez.

Las características de los Fondos Comunes de Inversión, permiten omitir el principio de la liquidez de las utilidades a distribuir puesto que su patrimonio es actualizado diariamente por su valor real, obviando las dificultades que se presentan para conocer el verdadero valor de las empresas. Por otra parte, la operatividad de los Fondos Comunes de Inversión está concebida en forma tal de mantener una desvinculación del patrimonio con las rentas, es decir que aquél depende de las cotizaciones fluctuantes de las inversiones, mientras que las rentas son la resultante de las utilidades realizadas del con dominio, no debiendo verse afectadas por las oscilaciones del valor de las inversiones.

d) Cartera de inversiones:

En realidad es un anexo del Balance General,

pero su trascendencia por mostrar el elemento vital del Fondo Común, le ha conferido caracteres que le dan vida propia.

Si bien es un cuadro estático que refleja a una fecha da da las inversiones del condominio, al compararse con carteras anteriores permite un análisis dinámico que dará por resultado una evaluación de la política de inversiones de la sociedad gerente.

Usualmente la cartera de valores se presenta agrupada por clase de inversión (acciones ordinarias, preferidas, títulos, bonos, debentures, etc) y dentro de éstas por ramo de actividad (metalúrgica, agropecuaria, química, etc.)

Para cada valor poseído se indica habitualmente:

- 1) Cantidad de unidades poseídas o valor nominal .
- 2) Valor de cotización .
- 3) Valor de cotización .
- 4) Porcentaje que representa del total de la cartera.

En algunos casos también se agregan los cambios regist trados (compras, ventas, etc.) en el último período .

IV) COMENTARIO DE LAS DISPOSICIONES LEGALES

Por decreto 2.333 del 7 de marzo de 1960 el Poder Ejecutivo Nacional encomendó a una comisión integrada por los Dres. Matías Mackinlay Zapiola, Miguel Bomchil y Mario Robiola la redacción de un proyecto de ley de Fondos Comunes de Inversión. Esta comisión produjo rápidamente su despacho y elevó el 20 de mayo del mismo año el proyecto. Por intermedio del Ministerio de Educación y Justicia, el Poder Ejecutivo Nacional envió, el 10 de junio de 1960, el proyecto de referencia sin modificaciones, al Senado Nacional.

En la sesión del 15 de septiembre el Senado trató el proyecto introduciéndole algunas modificaciones, que se comentan más adelante, y lo envió a la Cámara de Diputados que luego de debatirlo en las sesiones del 6; 20 y 21; 26; 27 y 28 de julio de 1961 lo devolvió al Senado, que en la reunión del 21 de septiembre del mismo año aceptó las modificaciones introducidas por la Cámara baja, sancionando el cuerpo legal que llevó el n° 15.885.

Con fecha 18 de octubre de 1962 el Poder Ejecutivo Nacional reglamentó las disposiciones legales por medio del decreto 11146 que fuera elaborado por la Inspección General de Justicia.

1) Caracterización jurídica.

Los fondos inversionales pueden dividirse desde el punto de vista jurídico en contractuales y estatutarios. Nuestra legislación ha adoptado el tipo contractual en el cual el vínculo entre los inversores y los órganos del fondo se establece por un contrato de adhesión. El legislador al definirse por el sistema contractual tomó en consideración que los inversores al colocar sus ahorros en un fondo de inversión buscan en general seguridad y/o rédito para su capital, pero en modo alguno pretenden asociarse con otros ahorristas, resultando por ende inapropiada la forma estatutaria, que en definitiva es una sociedad por acciones de capital variable.

En principio la forma contractual supone una mayor agili

dad en las decisiones operacionales, porque el gestor debe atenerse a lo establecido en el reglamento de gestión (contrato), que solo puede ser modificado por los órganos activos del fondo. Por el contrario, la forma estatutaria implica el funcionamiento de una asamblea de accionistas cuya soberanía supone la sujeción del grupo adminis-
trador a aquella, mellando así la libertad de acción de éstos.

De lo expuesto surge que la forma contractual (fondos comunales de inversión) es un condominio abierto, sin personalidad propia, que en virtud de la adhesión de los adquirentes de las cuotas-partes al contrato de gestión, otorga mandato y representación a la sociedad ges-
tora.

La caracterización jurídica de los fondos se encuentra de-
finida en los artículos 1º , 2º , 3º y 9º de la ley 15.885 .

El artículo 1º define a los Fondos Comunes de Inversión como " el patrimonio integrado por valores mobiliarios y dinero perte-
neciente a diversas personas , a las cuales se les reconocen derechos
"de copropiedad indivisa, representados por certificados ". El artícu-
lo sancionado ha respetado la redacción original de la Comisión Aseso-
ra, que reconoce como antecedentes en la legislación comparada los ar-
tículos 1º de la ley Belga (27 de marzo de 1956) ; 1º de la ley Alema-
na (abril de 1957) y 1º de la ley Francesa (1957).

Anotemos que el proyecto de la "Comisión Especial de Ré-
gimen de Sociedades de Inversión del Colegio de Graduados en Ciencias
Económicas , contenía en su artículo 17 una definición análoga : "....
".. constituidos con aportes en valores mobiliarios o en efectivo per-
tenecientes a varios coparticipantes, que tienen sobre los mismos un
"derecho de copropiedad indiviso ...".

El segundo artículo del cuerpo legal aclara que "los Fon-
dos Comunes de Inversión no constituyen sociedades y carecen de perso-
nería jurídica". Se mantuvo la letra del proyecto de la Comisión Ase-
sora, apesar de considerarse en el debate parlamentario como redun-
dante. En la legislación comparada tiene antecedente en la ley Francesa

de 1957 , art. 1°. Cabe destacar que el mencionado proyecto del Colegio de Graduados en el art. 17 in-fine establecía: "...el fondo común de inversión carece de forma asociativa".

La verdadera innovación jurídica que establece esta ley , surge del artículo 8°, que al establecer : " La indivisión del patrimonio de un fondo común de inversiones no cesará a requerimiento de uno o varios de los copropietarios indivisos, sus herederos, derecho-habientes o acreedores ..." determina una modificación al régimen tradicional de condominio establecido en el art. 2.693 del Código Civil, que fijaba un máximo de cinco años para las convenciones de suspensión de indivisión.

Continúa el artículo 8° estableciendo que "...los cuales no podrán pedir su disolución durante el término establecido para su existencia en el reglamento de gestión o cuando fuere por tiempo indeterminado, mientras esté en vigencia el plan de inversiones del fondo común". Este agregado no tiene mayor significación , en especial el último párrafo, por cuanto el plan de inversiones es la esencia de un Fondo Común y la determinación de su no vigencia es en la práctica difícil de probar; por otra parte es evidente que expirado el plazo de existencia el Fondo Común entraría en liquidación.

Como en los casos anteriores se aprobó literalmente el proyecto de la Comisión Asesora, inspirado en su primera parte en el art. 14° inc. 1° de la ley alemana.

El proyecto del Colegio de Graduados en su art. 19 expresaba en concordancia con el espíritu del legislador: " 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, derecho-habientes o acreedores".

Por último el art. 9° aclara que " la desvinculación de los coparticipes se operará exclusivamente por el rescate de cuotas , previsto en las disposiciones de esta ley y el reglamento de gestión". En este caso también se mantuvo la redacción de la Comisión Asesora.

2) Sociedad Gerente.

a) Objeto exclusivo:

La sociedad gerente tiene a su cargo exclusivo la gestión del haber del fondo, con las limitaciones derivadas de las disposiciones legales y del reglamento de gestión.

En su primera parte el artículo 4° de la Ley establece: " La dirección y administración de fondos comunes de inversión estará a cargo de una sociedad anónima especialmente constituida y habilitada para esta gestión, que actuará con la designación de sociedad gerente....." : El proyecto de la Comisión Asesora del Poder Ejecutivo Nacional no incluía el término constituida que es un agregado del Senado. Al aclararse el alcance de la disposición, en la Cámara Joven, se estableció que se procuraba fijar una exclusividad en el objeto de la sociedad gerente. Así mismo se reconoció que se modificaba en parte el régimen de sociedades anónimas de nuestro Código de Comercio, al determinar un tipo de sociedad " especialmente habilitada" .El decreto reglamentario 11.146/62 aclaró expresamente el espíritu del legislador en su artículo 1° estableciendo que " la sociedad gerente tendrá como objeto exclusivo la promoción y administración de fondos comunes de inversión... "

En la legislación comparada el artículo 3° de la ley Francesa de 1957 establece un régimen análogo y también son concordantes el 2° de la ley Belga; el 1° y 2° de la ley Alemana y el 2° del Decreto con Fuerza de Ley n° 324 de Chile (1960).

El decreto reglamentario agrega en su primer artículo que la sociedad gerente integrará su denominación con la expresión " sociedad gerente de fondos comunes de inversión" u otra de igual significación.

b) Representación:

Es función de la sociedad gerente la representación colectiva de los copropietarios indivisos en lo concerniente a sus intereses y respecto de terceros, conforme a las reglamentaciones con -

tractuales concertadas (art. 4º inc. a) de la ley 15.885) . En el debate parlamentario se sostuvo que debía ajustarse la expresión "conforme a las reglamentaciones contractuales" con una más específica tal como: .." conforme a esta ley y el reglamento de gestión". El miembro integrante de la Comisión de Finanzas de la Cámara de Diputados no aceptó la modificación por considerar redundante la aclaración propuesta , consintiendo en que ése era el espíritu de la letra.

Es concordante en la legislación comparada el inc. 1) , del art. 8 de la ley Alemana.

c) Capital:

El inciso b) del artículo 4º fija un capital mínimo de cinco millones de pesos (\$ 5.000.000.-) que de acuerdo al artículo 7º infine debe poseerse por cada fondo administrado; es decir que una sociedad gerente que dirija tres fondos comunes debe mantener un capital de quince millones.

La disposición de un capital mínimo integrado tiene antecedentes en las legislaciones extranjeras: Alemania 500.000 marcos , España 25.000.000 pesetas, Méjico 5.000.000 de pesos , Francia 750.000 nuevos francos .

El proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados preveía un capital mínimo de \$ 20.000.000.

El decreto reglamentario en su art. 2 establece normas para el cómputo e inversión del capital requerido . Fija que el capital mínimo proscripto deberá poseerse y conservarse permanentemente y para su determinación regula que del capital accionario integrado se deducirá el saldo de pérdidas y el importe de todo rubro inmaterial o de dudosa posibilidad de realización, que no se halle cubierto con reservas de utilidades líquidas y realizadas. En cuanto a la inversión del capital no empleado en el establecimiento de oficinas de la empresa y atención de los negocios sociales, el artículo citado prevee una serie de aplicaciones, aclarando que cuando medien razones justificadas la Inspección General de Justicia podrá autorizar otras in -

versiones. Las colocaciones previstas tienden en general a garantizar la liquidez y seguridad del capital de la sociedad gerente.

d) Domicilio:

La Comisión de Finanzas de la Cámara de Diputados inclu
yó en el inciso b) del artículo 4 la obligación de tener su domicilio en el país. El decreto reglamentario fijó en el artículo primero que deberán ser sociedades anónimas autorizadas e inscriptas en jurisdicción nacional o provincial.

3) Depositario.

a) Requisitos:

Debe ser banco autorizado o sociedad financiera con domi
cilio en el país que revista la forma jurídica de sociedad anónima y estar autorizada e inscripta en jurisdicción nacional o provincial (ley 15.885 art. 6° y decto 11.146/62 art. 1°). En caso de no ser institución bancaria deberá contener en el estatuto autorización expresa para actuar como depositaria.

El art. 6° de la ley fija un capital mínimo integrado de diez millones de pesos, cuyo cómputo se rige por lo establecido para las sociedades gerentes (art. 2 del decto. 11.146/62). Consideramos que hubiera correspondido crear la misma obligación que para las sociedades gerentes, en cuanto a que el monto mínimo de capital debería poseerse por cada fondo del que asuma el carácter de depositario.

Gran parte de la discusión previa a la sanción de las normas legales se centró en el requisito de ser banco para actuar co
mo depositario. El proyecto del Poder Ejecutivo incluía a las sociedades financieras como posibles depositarios, el Senado alteró la dis
posición estableciendo que únicamente los bancos podrían actuar como depositarios. Al tratar el proyecto la Cámara de Diputados volvió al texto original, incluyendo el requisito de revestir la forma jurídica de sociedad anónima. Vuelto en revisión al Senado, este lo aprobó.

El motivo sustentado por el sector que sostenía que únic
amente los bancos podían ser depositarios era el de brindar a los in -

versores un alto grado de seguridad para sus ahorros. En oposición a esta argumentación se sostuvo que se otorgaría un monopolio a los bancos y que las funciones específicas de éstos no les permitiría el cumplimiento en debida forma de las obligaciones de contralor que fijaba la ley para el depositario.

Entendemos que para conciliar los fines perseguidos por ambos sectores podría haberse establecido que, cuando el depositario fuera una sociedad financiera, los bienes del fondo deberían ser depositados en uno o más bancos ; manteniendo las otras funciones fijadas en la ley. Distinguiríase así la función de depositario fiscalizador de la de simple depositario. En este sentido de considerarse el art. 25 de la ley, que establece: " El dinero en efectivo perteneciente al fondo no invertido en valores mobiliarios, deberá depositarse en cuenta corriente en bancos oficiales nacionales, provinciales o mixtos". Puede citarse como esquema análogo el de la ley Alemana que distingue entre banco fiscalizados y banco depositario, aunque la distribución de funciones es diferente a la propugnada anteriormente.

Agreguemos que el proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados en su art. 21 establecía: "Todos los bienes integrantes de un fondo común de inversiones 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".

b) Funciones:

en tres incisos del artículo 6º del cuerpo legal se fijan las funciones del depositario:

- 1) Percepción del importe de las operaciones
- 2) Pago de los rescates
- 3) Vigilancia del cumplimiento por la sociedad gerente del

plan de inversiones

- 4) Guarda y depósito de los valores
- 5) Pago y cobro de los beneficios devengados
- 6) Pago y cobro del producido de las compraventas de títulos y cualquier otra operación.

Como anotáramos antes, se pueden observar que aparte de las funciones pasivas de guarda, depósito, pago y cobro, se otorga una función de vigilancia sobre la gestión de la cartera, que es ampliada por el art. 13 del reglamento que obliga al depositario a dar inmediato aviso a la Inspección General de Justicia de la falta de uno o más requisitos de los fijados en el art. 4° de la ley, lo cual prácticamente transforma al depositario en fiscalizados del cumplimiento de las normas legales y del reglamento de gestión.

4) El Reglamento de Gestión.

Es el contrato que establece los derechos y obligaciones de la sociedad gerente y el depositario entre sí y con respecto a los copropietarios indivisos. Como puede observarse este contrato es convencional entre los órganos activos del fondo y de adhesión para los inversores.

a) Formalidades:

El artículo 10° de la ley establece que el reglamento de gestión debe ser formalizado entre la sociedad gerente y el depositario por escritura pública antes del funcionamiento del fondo. También deberá ser aprobado por el órgano de fiscalización, la Inspección General de Justicia, que tiene que expedirse dentro de los treinta días de presentado a su aprobación, por último se inscribirá en el Registro Público de Comercio. De acuerdo al reglamento (art.5) deberá redactarse claramente y en idioma nacional. Idénticas formalidades deben cumplirse para las modificaciones al reglamento de gestión que de de ben cumplirse para las modificaciones al reglamento de gestión que de ben introducirse.

Debe anotarse que en este artículo el legislador introdujo una importante modificación al proyecto del Poder Ejecutivo Na -

cional, al requerir la previa aprobación del contrato por el órgano de fiscalización, su celebración por escritura pública y la posterior inscripción en el Registro Público de Comercio, medidas que no se encuentran contempladas.

El proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados preveía la inscripción en el Registro Público de Comercio o en un registro especial creado al efecto (art. 23)

Son concordantes en la legislación comparada los artículos 14 de la ley alemana y el 5º, apartado I de la francesa.

La adhesión de los copropietarios indivisos al contrato de gestión se determina en el artículo 11 de la ley al expresar: " la suscripción de certificados emitidos por los órganos del fondo implica de pleno derecho adhesión al reglamento de gestión ...".

b) Contenido:

las disposiciones esenciales del reglamento de gestión están determinadas en ocho incisos del artículo 12 de la ley. De acuerdo a ellos, el reglamento de gestión deberá especificar:

- 1) los planes generales de inversión;
- 2) normas y plazos para las suscripciones y rescates y procedimientos para los cálculos respectivos;
- 3) límites de los gastos y comisiones a percibir por los órganos activos;
- 4) normas para el ejercicio del voto de las acciones del condominio;
- 5) procedimiento para la eventual modificación del reglamento;
- 6) plazo de duración del condominio o la constancia de ser por tiempo indeterminado;
- 7) normas para la liquidación y distribución entre los condóminos del patrimonio del fondo;
- 8) fijación del período del ejercicio y plazo para la distribución de los beneficios a los cuota-partistas;
- 9) previsiones a adoptar en casos de imposibilidad por cualquiera de los órganos de continuar sus funciones.

El decreto reglamentario incluyó cuatro condiciones más:

- 10) límites a las facultades de administración, fijando que en caso alguno podrá comprometer a los copropietarios por sumas superiores al haber del fondo;
- 11) normas de procedimiento para lograr rápida solución a las divergencias entre los órganos del fondo;
- 12) en caso de preverse consultas a los copropietarios, régimen de celebración de éstas y limitación para la representación de aquellos en dicha consulta;
- 13) previsión para la sustitución del órgano impedido en el caso del inciso 9) anterior.

El proyecto del Colegio de Graduados contemplaba en su artículo 22 previsiones análogas a las fijadas por la ley, con excepción de la del inc. 5), pero agregando el requisito de los nombres y domicilios de la sociedad gerente y depositaria y el nombre del fondo, aspectos que en el cuerpo legal se ha considerado incluidos implícitamente. Son antecedentes de nuestras normas de aplicación las leyes francesa (art. 5) la chilena (art, 1 ap. 3) y la alemana (art. 14 inc.3).

Por último debemos anotar que el art. 5 in-fine del decreto reglamentario propugna que la Inspección General de Justicia establezca condiciones generales uniformes para todos los reglamentos de gestión de los fondos comunes de inversión.

5) Cuotas partes:

Subjetivamente la cuota-parte es la unidad de medida del Fondo Común de Inversiones. Objetivamente es un certificado, similar a una acción, que acredita el derecho a una parte proporcional del patrimonio indiviso.

a) Características:

las cuotas-partes de un fondo común están representadas por un certificado de copropiedad, que puede comprender, según el artículo 14 de la ley, una o más cuotas-partes.

Dichos certificados pueden ser nominativos o al portador (art. 13 de la ley) y deberán contener:

- 1) Número de orden del título;

- 2) fecha de emisión;
- 3) denominación del Fondo Común de Inversiones;
- 4) número de inscripción del fondo común en el Registro de la Inspección General de Justicia;
- 5) denominación de la sociedad gerente, fecha de reconocimiento como persona jurídica y gobierno que la acordó;
- 6) denominación del depositario e idénticos requisitos que para la sociedad gerente, salvo que se trate de un banco;
- 7) número de cuotas-partes representadas;
- 8) fecha de aprobación del modelo de certificado por la Inspección General de Justicia;
- 9) firmas de ambos órganos, que podrán ser estampadas por medios mecánicos copiadores;
- 10) al dorso deberán reproducir íntegramente el reglamento de gestión.

Los requisitos anotados surgen de los artículos 11 y 13 de la ley y del artículo 21 del decreto reglamentario. El proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados preveía en forma similar, la inserción del contrato de gestión en los certificados de copropiedad (art.23). Idéntica disposición se establece en el inc. 1 del art. 14 de la ley alemana.

b) Emisión:

el artículo 15 inciso b) de la ley establece un valor uniforme de \$100 para la primera colocación de cuotas-partes de un fondo. Es evidente que la disposición ha tomado la difundida unidad de valor nominal de las acciones de sociedades anónimas. Sin embargo en la actualidad dicho valor nominal de \$100 está siendo dejado de lado, como consecuencia de la inflación y hubiera sido más real fijar un valor de lanzamiento de \$ 1.000.-. El art. 18 inc. 3) de la ley alemana establece un máximo de 100 marcos.

La emisión de los certificados se efectuará sólo contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales (art. 15 inc a) . Dicha integración total podrá efectuarse en dinero o bien en valores bursátiles, para lo cual deberán cumplir los requisitos

del artículo 12 del decreto reglamentario que comentamos al tratar la gestión económica-financiera de los fondos comunes de inversión.

c) Rescates:

En concordancia con el artículo 9° ya comentado, la ley determina en el artículo 20° que " los titulares de cuotas-partes tienen el derecho a exigir en cualquier tiempo el rescate". Establece el mismo artículo que los órganos del fondo deberán obligatoriamente cumplir el rescate dentro de los siete días de formulado. El decreto reglamentario en su artículo 15 establece que el rescate será pagado en efectivo, cheque o giro, sólo en casos excepcionales, con previa autorización de la Inspección General de Justicia podrá abonarse con valores de la cartera. Agreguemos que el artículo 32 de la ley refirma el derecho inderogable al rescate, pero aclarando que en ningún caso podrán exigirlo en especie, aún en caso de liquidación.

Conforme a lo previsto en el artículo 2715 in-fine del Código Civil, la obligación del rescate podrá quedar en suspenso en casos excepcionales, pero de exceder los tres días debe resultar de una decisión del órgano de fiscalización.

d) Condiciones:

los artículos 18 y 19 de la ley (12 y 13 en el proyecto de la Comisión Asesora) establecen dos normas operacionales esenciales de los fondos comunes de inversión:

1) " La emisión de cuotas-partes podrá acrecentarse en forma continua, conforme a la suscripción de nuevos certificados, o disminuir en razón de los rescates producidos" . Este artículo 19 resume el carácter de condominio abierto, es decir de patrimonio variable. Corresponde anotar que en la Cámara de Diputados se aclaró que la vigencia del presente artículo depende de las disposiciones del contrato de gestión, por cuanto el espíritu de la ley no es imponer necesariamente la existencia de una institución abierta continuamente, sino sujeta a lo que disponga el reglamento de gestión.

En la legislación extranjera es concordante el art. 2º de la ley francesa. El proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados contenía en su art. 20 una disposición semejante.

2) "Las suscripciones y rescates deberán efectuarse a los precios resultantes de dividir el valor total del patrimonio del fondo por la cantidad de cuotas-partes suscriptas" (art. 18 de la ley 15.885) .

La presente disposición está complementada por el artículo 17 de la reglamentación que establece la forma de valuación de los valores mobiliarios de la cartera del fondo, fijando que se estimarán por su valor de cotización . Cabe anotar que la redacción del artículo legal no es del todo feliz ya que, en lugar de la palabra "suscriptas", al hacer referencia a las cuotas-partes que integran el divisor, debía haberse utilizado la expresión " en circulación", que es más precisa.

Son concordantes en la legislación comparada las disposiciones de la ley alemana (art. 18, inc 2), francesa (art. 2 y 5 ap. 3) y chilena (art. 1 ap. 4). El citado art. 20 del proyecto del Colegio de Graduados propugnaba el mismo sistema de valuación.

6) Utilidades:

Tres artículos de la ley 15.885 se refieren a la distribución de utilidades:

Artículo 17 : establece que los beneficios devengados deben distribuirse de acuerdo a lo previsto en el reglamento de gestión después de cada ejercicio con la única deducción de los gastos admitidos.

Artículo 32: ya comentado al tratar el rescate, incluye entre los derechos inderogables del suscriptor el de la distribución de utilidades.

Artículo 11 , inciso h : también citado al referirnos al contenido del reglamento de gestión, exige que éste prevea la fecha de

distribución de los beneficios producidos a los copropietarios indivisos, que debe fijarse dentro de los tres meses del cierre del ejercicio, el que puede ser anual o por períodos más reducidos.

Las disposiciones citadas coinciden con las previstas en el proyecto del Poder Ejecutivo Nacional en los arts. 11; 19 y 9 inc. h) , habiéndose agregado a éste, al tratarse en el Parlamento la posibilidad de reducir el plazo de un año para los ejercicios económicos-financieros.

Estimamos que el agregado sancionado por el Parlamento, si bien ha obviado la omisión del proyecto que suponía una única distribución anual de beneficios, al establecer la necesidad de "cerrar ejercicio para efectuar distribuciones en períodos menores, no coincide con el uso y costumbre de nuestra práctica financiera del ejercicio anual. Conceptuamos que hubiera bastado con autorizar distribuciones provisionales de utilidades, determinadas en la misma forma que para el ejercicio anual.

En el decreto reglamentario, el artículo 18 define los rubros que se considerarán a efectos de la distribución de utilidades:

- a) Intereses vencidos en el ejercicio. Pareciera que a contrario sensu no podrían computarse los devengados, sin embargo, teniendo en cuenta que el art. 17 de la ley se refiere a los beneficios devengados, consideramos que deben computarse.
- b) Los dividendos de acciones en cartera, incluso los otorgados en acciones, puestos al cobro por las sociedades emisoras en el mismo período.
- c) Los resultados de la realización de valores en cartera.
- d) La cesión de derechos de suscripción. Nos remitimos a lo expuesto al tratar el régimen contable donde fundamos nuestro punto de vista contrario a esta disposición.
- e) Las acciones recibidas por capitalización de reservas de utilidades constituidas con anterioridad o en razón de revaluación.

luación de bienes de las sociedades emisoras.

Consideramos que esta disposición, al incluir como utilidad los revalúos percibidos, contraría abiertamente la ley 15.272.

Para la determinación de las utilidades distribuíbles se deben deducir a las utilidades brutas los cargos imputables al fondo y pueden constituirse reservas de acuerdo a lo siguiente:

1) afectando hasta el 10% de las utilidades netas distribuíbles; 2) afectando el porcentaje que se fije en el reglamento de gestión sobre los incisos c), d) y e) antes comentados

7) Gastos de Gestión.

El inciso c) del artículo 12 de la ley establece que el Reglamento de Gestión deberá especificar los límites de los gastos de gestión y de las comisiones que percibirán en cada caso la sociedad gerente y el depositario.

Asimismo, el artículo 18 reconoce que los precios de emisión y rescate podrán variar respecto del "valor de inventario" en razón de los gastos y comisiones previstas en el reglamento de gestión.

El artículo 14 del decreto reglamentario reconoce dos tipos de cargos:

a) Por gastos ordinarios de gestión: pueden fijarse en forma de porcentaje sobre las utilidades brutas del fondo o sobre el haber neto. En caso de fijarse sobre las utilidades brutas no deben computarse en éstas las utilidades provenientes de realización de valores, cesión de derechos de suscripción, ni los ingresos de acciones por revaluación.

Como puede observarse, dos son los sistemas admitidos para establecer la retribución a la sociedad gestora en concepto de compensación de gastos ordinarios de gestión; el primero, fijado sobre el monto de las utilidades brutas ajustadas, tiene su origen en los esquemas aplicados por los fondos suizos; el segundo, relacionado con el

haber neto del fondo es el sistema tradicional americano.

En los primeros es normal un porcentaje del 5% sobre las utilidades. En el segundo oscila entre 1 y 4% del haber del fondo, en relación al monto de éste.

Las razones que justifican uno u otro sistema se fundan en diversas argumentaciones. En primer lugar corresponde anotar que las retribuciones abonadas en forma de porcentaje sobre las utilidades son menos onerosas que las aplicadas sobre el haber neto del fondo, puesto que para un 5% de las utilidades sea equivalente al 1% del capital, el rendimiento de éste debe ser del 20%, que en general es una tasa muy alta en mercados financieros desarrollados. La justificación de uno u otro sistema debe analizarse a la luz de las prácticas de cada mercado. En el mercado suizo, en general los fondos comunes operan con capitalistas que aportan fuertes sumas individualmente, lo que trae aparejado un gasto operativo bajo; por el contrario en el mercado estadounidense los fondos son recolectados del ahorro de los sectores populares, produciéndose así una baja proporción de capital por inversor, que inversamente supone un aumento de los gastos operacionales. Por otra parte, los fondos americanos tienen un volumen mayor que los suizos, lo cual significa una gestión más dificultosa y lenta, dando por resultado un rendimiento menor.

b) Por gastos de colocación: es un cargo que se realiza en el momento de la integración de las cuotas-partes y tiene por finalidad subvenir los gastos de colocación de la sociedad gerente (comisiones a intermediarios, propaganda, etc.)

Si bien el cargo por emisión es usual en todos los mercados, la tasa varía en forma notable. En razón de los mismos conceptos apuntados anteriormente, en U.S.A. la tasa es un 8% básico, reduciéndose proporcionalmente según el monto de la inversión; por el contrario en Suiza oscila entre el 3 y 5% manteniéndose fija para cualquier monto.

Anotemos que el decreto reglamentario ha omitido el car-

go por rescate que generalmente cobran las sociedades gerente en concepto de gastos administrativos y de venta de valores mobiliarios . Además, expresa en el citado artículo 14 in-fine que: " .. ningún débito o requerimiento podrá hacerse al fondo común de inversión o a los suscriptores de certificados fuera de los enunciados precedentemente (los antes comentados). Esta disposición extralimita la función reglamentista del Poder Ejecutivo Nacional contrariando el artículo 18° de la ley, que admite los cargos por rescate.

8) Publicidad.

La ley 15.885 fija en tres artículos las obligaciones que debe cumplir la sociedad gerente en los aspectos publicitarios.

El artículo 33° establece que obligatoriamente debe publicarse:

- a) diariamente el valor de la cartera;
- b) trimestralmente el balance de resultado;
- c) anualmente la cuenta de resultados, estado patrimonial del fondo común de inversiones y la nómina de los valores y otros bienes pertenecientes al fondo.

El artículo 34° dispone que dicha publicidad puede hacerse a opción de la sociedad gerente en el Boletín Oficial, en el órgano oficial de la Bolsa de Comercio o en un órgano de conocida difusión de la sede del fondo común.

Por último, el artículo 35° sujeta la propaganda de los fondos comunes a normas de seriedad, no permitiéndose utilizar afirmaciones o promesas engañosas, ni garantizar los resultados de la inversión.

Estos tres artículos constituían en el proyecto de la Comisión Asesora del Poder Ejecutivo Nacional uno solo, el n° 20 ; en él se agregaba que el órgano de aplicación tendría atribuciones para intervenir en lo atinente al actual art. 35°.

El decreto reglamentario, art. 16 , reforma con buen criterio, sin perjuicio de comportar una nueva extralimitación, el inciso a) del art. 33° de la ley, estableciendo que para dar cumplimiento a la mencionada disposición legal, la sociedad gerente publicará diariamente el

valor de la cuota-parte, obtenido mediante la división del activo neto del fondo por el número de cuotas-partes en circulación. Es evidente que la substitución de la información del valor de la cartera, por la del valor de la cuota-parte es lógica, pues este último es el que interesa al inve sor, sin por eso desconocer la significación que tiene el valor de la car tera.

De la lectura de la reglamentación no surge claramente si la disposición comentada modifica el requisito legal substituyendo la información, o bien la complementa, ya que el agregado "... obtenido mediante la división .. etc. etc." es obvio y podría interpretarse que la pu**bl**icidad se extiende al activo neto y al número de cuotas-partes. Con todo, anotemos que en realidad existiría una modificación por cuanto el "valor de la cartera" cuya publicación surge de la ley, no es equivalente al "activo neto" mencionado por la reglamentación, puesto que el primero es el total del activo del fondo y el segundo la diferencia entre activo y pasivo. Nuestra opinión, basada en la costumbre es favorable a la publicación directa del valor de la cuota-parte.

La anterior, no es la única deficiencia del art. 33º, como se hizo notar en la Cámara de Senadores durante la discusión parlamentaria, en el inciso b) es mencionado un "balance" de resultados y en el inciso c) la "cuenta" de resultados. En primer lugar no podemos establecer la diferencia entre ambos conceptos y en caso de haber procurado distinguir un estado parcial (el trimestral) de un estado general (el anual), hu**bi**era convenido designar aquél como "cuenta" y a éste como "balance". Destaquemos que el inciso h) del artículo 12 de la ley, que comentáramos anteriormente, autoriza la división de la gestión en períodos menores a un año y que al vencimiento de cada "ejercicio" deberá verificarse la "cuenta" de resultados. Agreguemos por último, que consideramos innecesaria la publicidad trimestral del balance o cuenta de resultados y que en su lugar debía haberse previsto la de la composición de la cartera, elemento de juicio de mayor valor para el inversor.

En cuanto al artículo 34° también lo consideramos inoperante puesto que debería haber establecido la obligatoriedad de publicar los datos exigidos en el Boletín Oficial y en dos diarios de amplia difusión. La opción concedida en el artículo de referencia desvirtúa la finalidad de hacer conocer a los inversores - recordemos que son ahorristas de todos los estratos económicos - la situación del fondo. Las disposiciones del art. 30 del reglamento establecen, obviando en parte la deficiencia anotada, que la sociedad gerente preparará un impreso que deberá contener todos los elementos requeridos por el inc. c) del art. 33° de la ley, que se pondrá a disposición de los cuota-partistas dentro de los 30 días de cerrado el ejercicio.

En la legislación extranjera podemos citar como concordante el art. 20 (inc. 1 y 2) de la ley alemana. El artículo 4° del proyecto del Colegio de Graduados establecía: " Trimestralmente y dentro del mes contando desde el cierre del ejercicio,.... los fondos comunes de inversión deberán publicar en los boletines de bolsas autorizadas para operar en valores mobiliarios,..... un estado detallado de la cartera ... indicando el costo y la última cotización bursátil y la diferencia entre uno y otro valor por cada una de las inversiones".

9) Aspectos impositivos.

La primera disposición legal sobre los fondos comunes de inversión es el decreto 10.447/59 publicado el 29/8/59 en el Boletín Oficial, en el cual luego de reconocer en sus considerandos la utilidad que pueden brindar a las finanzas en general las " asociaciones de capital bajo forma de condominios abiertos", resuelve dispensarles transitoriamente por analogía el tratamiento impositivo fijado para las sociedades de capital, aclarando que la solución adoptada no produce perjuicio sino ventaja fiscal. Posteriormente la ley 15.273 por el inciso 11) del artículo 2 , incluye en el artículo 54 de la ley 11.683 un inciso d) estableciendo que : " Las agrupaciones de capitales denominados fondos de inversión que reúnan las condiciones que determine el reglamento. En estos casos, los inversionistas que integran dichas agrupaciones están sujetos

al tratamiento establecido para los accionistas de sociedades anónimas a todos los efectos tributarios".

Las condiciones reglamentarias no fueron dictadas pues la ley 15.885 fijó en cuatro artículos el régimen impositivo de los fondos comunes de inversión, modificando la disposición anterior. Dichos artículos establecen:

"Los beneficios periódicos o eventuales de cualquier clase obtenidos por los fondos comunes de inversión se hallarán exentos de todo impuesto " (art. 26°) .

"La exención comprende las utilidades distribuidas a los tenedores de certificados, quienes no están obligados a incluirlas en sus liquidaciones fiscales, a los efectos de las tasas adicionales progresivas que pudiesen recaer sobre sus otros beneficios" (art. 27°).

"No se aplicarán tasas ni impuestos diferenciales" (art.28°)

"Los certificados emitidos por los fondos comunes de inversión, quedan incluidos en el régimen del impuesto sustitutivo a la transmisión gratuita de bienes " (art. 29°).

De acuerdo al esquema impositivo vigente al dictarse la ley de Fondos Comunes de Inversión, el artículo 26° los eximía del pago del impuesto a los réditos, beneficios extraordinarios y ganancias eventuales y el artículo 27° liberaba a los cuota-partistas de incluir las rentas percibidas de los fondos en sus liquidaciones individuales para el cálculo de las tasas adicionales.

La inclusión de los certificados (cuotas-partes) en el régimen del impuesto sustitutivo a la transmisión gratuita de bienes (artículo 29°) es perfectamente congruente, no sólo con el sistema impositivo argentino, sino también con las características de aquellos que los hacen asimilables en un todo a las acciones de las sociedades anónimas.

El artículo 28° fué dictado en previsión de posibles apetitos fiscales emanados de nuestro régimen federal. En este orden de ideas, cabe destacar que si bien el artículo 27° exime los beneficios de los fondos comunes de inversión, los ingresos brutos que grava el impuesto muni-

principal a las Actividades Lucrativas serían materia imponible y es así que las Ordenanzas Municipales de 1961 y 1962 incluían expresamente al tratar la "base imponible" los "fondos de inversiones de valores mobiliarios y financieros. El mantenimiento del cargo en la ordenanza de 1962 estando ya sancionada la ley 15.885 significaba que las autoridades municipales no aceptaban otorgar a los fondos comunes el trato generoso que pretendían las autoridades nacionales al dictar la ley. El haber suprimido en la Ordenanza de 1963 la disposición comentada, induce a pensar que el mantenimiento en 1962 se debía a un error de ordenamiento .

Los esquemas operativos de los fondos comunes de inversión hacen que las fuentes generadoras de réditos sean los valores mobiliarios y que su concreción se realice por la percepción de dividendos, rentas y ganancias de compraventa. Al sancionarse la ley 15.885 el régimen vigente gravaba el resultado de la compraventa de acciones realizada en forma habitual, mientras que los dividendos percibidos tenían un tratamiento especial por el cual podía optarse entre incluirlo en la declaración personal, pudiendo deducir hasta un 33% como pago a cuenta ; o bien abonar un 8% en el momento del cobro como pago definitivo. En la práctica, en los casos en que el beneficiario era una sociedad anónima, los dividendos percibidos no incidían en el impuesto a tributar.

La sanción del decreto-ley 11.452/62 modificó substancialmente el tratamiento impositivo de los valores mobiliarios, haciendo inoperante la exención fijada en la ley de Fondos Comunes de Inversión. En el art. 1º, apart. 1) del mencionado decreto-ley se establece la exención del resultado de la compraventa, cambio o disposición de acciones, títulos, bonos, letras de tesorería, debentures y demás valores mobiliarios. El apart. 7) del mismo artículo grava con una tasa general del 8 % los dividendos distribuidos.

Como puede observarse, con la sanción de las disposiciones comentadas, prácticamente ha desaparecido la ventaja fiscal otorgada a los Fondos Comunes de Inversión, por cuanto una sociedad anónima que tuviera por finalidad la compraventa de acciones y el cobro de dividendos, estaría en idéntica situación fiscal que los Fondos Comunes de Inversión.

10) Fiscalización.

a) Control:

tres son los órganos de control en los Fondos Comunes de Inversión: 1) el depositario, cuyas obligaciones ya hemos comentado;

2) el síndico de la sociedad gerente;

3) la Inspección General de Justicia.

Las funciones del síndico emanan del artículo 30° de la ley. Destaquemos que al discutirse en el Parlamento el mencionado artículo, se resolvió que la función de síndico de la sociedad gerente debía ser ejercida por un contador inscripto en la matrícula profesional respectiva. El proyecto de la Comisión Especial del Colegio de Graduados prevía en su artículo 7° una disposición análoga.

El mencionado artículo 30° establece que el síndico deberá certificar los estados del fondo dados a publicidad, vigilar permanentemente la cartera y denunciar a la Inspección General de Justicia las irregularidades que pudieran cometer la sociedad gerente y el depositario.

La Inspección General de Justicia, en virtud del artículo 31° de la ley tiene a su cargo el registro y fiscalización de las sociedades gerentes y depositarias.

En el proyecto del Poder Ejecutivo Nacional, se otorgaba la función de contralor externo a las Bolsas de Comercio del lugar en que se constituyesen los fondos. Antes de la sanción del cuerpo legal, la Inspección General de Justicia de acuerdo al artículo 23 de la ley 11.672, realizó verificaciones y fiscalizó el funcionamiento de los Fondos Comunes de Inversión existentes.

El Senado modificó el proyecto del Poder Ejecutivo Nacional, considerando que los fondos comunes por sus características merecían una fiscalización con el objeto de garantizar a los inversores y por encontrar que su funcionamiento podía afectar el orden público. El miembro informante luego de aclarar que las Bolsas de Comercio son asociaciones privadas, de existencia posible pero no necesaria; sostuvo

que la función fiscalizadora debía ser llenada por un organismo oficial y que dentro de nuestro ordenamiento cabía pensar en el Banco Central, la Comisión de Valores o la Inspección General de Justicia. En este orden de ideas surge evidentemente como órgano eficaz la Inspección General de Justicia, por cuanto la Comisión de Valores y el Banco Central cumplen funciones de regulación del mercado financiero, en tanto que aquélla ejerce una vigilancia fiscalizadora sobre las sociedades anónimas que la hace idónea para la finalidad buscada en la legislación de los fondos comunes.

El artículo aprobado por el Senado establecía que la Inspección General de Justicia "tendría a su cargo la fiscalización y registro de los Fondos Comunes de Inversión, habiéndose reformado por el texto actual en la Comisión de Finanzas de la Cámara de Diputados. En el debate en esta cámara quedó aclarado que el alcance jurisdiccional del poder de la Inspección General de Justicia comprendía el ámbito nacional.

El decreto reglamentario, elaborado por la misma Inspección General de Justicia, ha fijado algunos elementos esenciales para el cumplimiento del cometido de esa repartición. Merece citarse el artículo 4º, en el cual se establecen los requisitos a llenar para la autorización del funcionamiento de un fondo, que exigen la previa presentación al órgano de aplicación de:

- 1) texto del reglamento de gestión;
- 2) modelo de certificados de copropiedad;
- 3) modelo de solicitud de suscripción;
- 4) balance general de la sociedad gerente y de la sociedad depositaria, analizado y certificado por profesional de Ciencias Económicas;
- 5) una vez autorizada, testimonio de la reducción a escritura pública del contrato de gestión y constancia de su inscripción en el Registro Público de Comercio.

Recordemos que el artículo 10º de la ley otorga un plazo breve a la Inspección para expedirse, 30 días, que de acuerdo al artículo 5º in-fine del decreto reglamentario, deberá computarse tomando en cuenta sólo los días hábiles administrativos.

En cuanto a la fiscalización operativa, los artículos 29 y 30 del reglamento determinan los plazos máximos para cumplir las publicaciones prescriptas por la ley y establecen las informaciones periódicas que deben presentarse al órgano de aplicación.

b) Incompetencia:

el cuerpo legal determina en el artículo 38 las incompetencias para actuar como director de los órganos activos del fondo, mencionando a los sujetos a interdicción judicial, los quebrados o concursados no rehabilitados, los menores o invapacitados, los condenados con penas que lleven la accesoria inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos, o por delitos infamantes, los que no puedan ejercer el comercio y agregando como inhabilitaciones especiales : a) los infractores a la ley de fondos; b) a los directores de la sociedad gerente integrar el directorio de la sociedad depositaria.

c) Sanciones:

el artículo 39 de la ley 15.835 dispone que las infracciones a la ley serán reprimidas con multas de \$10.000 a \$ 5.000.000.--. Establece que los órganos jurisdiccionales para aplicar dichas penas son los jueces de primera instancia en lo Penal Económico de la Capital Federal y los jueces federales de primera instancia en las provincias. Podrán promover los juicios correspondientes las autoridades de la Bolsa de Comercio o personas que demuestren interés legítimo. Es evidente que en este artículo se deslizó una omisión al designar expresamente a la Bolsa de Comercio, en lugar de la Inspección General de Justicia, que en definitiva fué designado órgano de aplicación. Este error fué suplido por el artículo 34 del reglamento que otorgó a la Inspección la posibilidad de promover de oficio la aplicación de las multas aludidas.

Asimismo, el citado artículo establece sanciones aplicables directamente por la Inspección, que pueden ser: a) apercibimiento; b) apercibimiento con publicidad; c) inhabilitación temporaria o definitiva.

V) CONCLUSIONES.

En las páginas anteriores se ha pretendido explicar la operatoria económica-financiera y contable de los Fondos Comunes de Inversión, ubicar a éstos dentro del mercado financiero argentino y comentar algunos aspectos de las normas de aplicación recientemente promulgadas.

Cabe ahora resumir algunas observaciones anotadas a través de las páginas anteriores, para reflejar en forma cabal la significación económica de los Fondos Comunes de Inversión.

No nos corresponde efectuar un diagnóstico del proceso de estancamiento que sufre nuestra economía, reflejado en las cifras del Producto Bruto Nacional, aunque sí recordaremos que uno de sus principales **síntomas** es el escaso desarrollo de las obras de capital social básico.

El quebrar esta deficiencia supone un gran esfuerzo de capitalización social, que deberá llevarse a cabo a través del sector oficial. La financiación de las mencionadas obras difícilmente pueda concretarse con ahorro genuino del sector gobierno, absorberá pues, gran parte de la eventual contribución del capital extranjero y en buena medida exigirá un mayor traslado del ahorro del sector particular al sector oficial.

Lo expuesto induce a concluir que el sector empresarial de ver reducidos los medios financieros para su desenvolvimiento. La evaluación de las necesidades financieras en el sector particular, para los próximos años, presenta una incógnita de problemática solución: el comportamiento de las inversiones extranjeras.

En principio consideramos que el apoyo exterior en caso de concretarse deberá hacerse en forma de inversiones directas, ya que luego de la experiencia sufrida en la última devaluación cambiaria de 1962, los empresarios argentinos no están dispuestos a tomar deudas en moneda fuerte.

Por ahora se observa una tendencia a la cancelación de los pasivos con el exterior por medio de un lento pero provechoso pro-

ceso de capitalización interna. Este proceso requiere una estructura eficaz del mercado financiero que permita la minimización de filtraciones de la oferta.

El análisis de la oferta de ahorro nos muestra una atomización desconcertada frente al proceso inflacionario. La tarea de captación del capital exige el ofrecer un incentivo al ahorro. En las condiciones actuales de nuestro mercado financiero es primordial la protección contra la desvalorización. Paralelamente los elementos seguridad y rentabilidad complementan los incentivos para el ahorro.

Consideramos que los requisitos exigidos por la oferta pueden ser cumplimentados por los Fondos Comunes de Inversión, permitiendo a la vez la satisfacción de las necesidades de la demanda.

Hemos sentado la premisa que en el largo plazo la inversión que mejor comportamiento tiene frente a la inflación es la bursátil, que en definitiva, significa la asociación del ahorrista a las empresas más importantes del país. La agrupación de los inversores en un fondo inversional posibilita la actuación de expertos en el manejo de los capitales, que podrán lograr: liquidez absoluta de la inversión, mínimo de riesgos en razón de la diversificación, mayor utilidad por la constante vigilancia de las oportunidades que ofrece el mercado. Todos estos elementos permiten concluir que los fondos inversionales se hallan en condiciones de atraer al ahorro canalizándolo a la inversión bursátil, que en definitiva, significa volcarlo a las empresas productoras de nuestra economía.

Las fuertes oscilaciones de precios que se producen en el mercado bursátil dificultan la atracción de inversores que temen exponer sus ahorros al fluctuante devenir de la especulación. Huelga, anotar que los Fondos Comunes de Inversión permiten gracias a su conducción técnica aprovechar esos flujos y reflujos de precios, pero además en el futuro atemperarán esos movimientos especulativos actuando a manera de estabilizadores.

Podemos concluir diciendo que los Fondos Comunes de

Inversión son instrumentos eficaces para la tarea de canalización del ahorro nacional y su vuelco a las actividades productivas.

La sanción de la ley 15.885 que si bien adolece de defectos, algunos formales, otros de fondo, ha sido un importante avance para la consolidación de los fondos inversionales ofreciendo las bases para la protección del ahorrista.

Toca ahora al órgano de aplicación, la Inspección General de Justicia cumplimentar su tarea de control teniendo a la vista la importante significación económico-financiera que están destinados a llenar estos condominios abiertos. En ese sentido estimamos de fundamental trascendencia el control que pueda ejercerse sobre la gestión de la cartera de valores de los fondos. El ordenamiento legal ha puesto en manos de la repartición mencionada la posibilidad de vigilar que aquélla sea congruente con los requerimientos de nuestra economía impidiendo toda tergiversación de fines especulativos o monopolistas.

BIBLIOGRAFIA

- Alemann, Juan E. - "La inversión bursátil" , Selección Contable , Buenos Aires, 1962.
- Arce, Horacio - "Qué son los dividendos en acciones?" , Revista de Ciencias Económicas , Serie IV n° 12 , octubre, noviembre , diciembre 1960 , pág. 423.
- Ariza, Rafael L. - "Función de los mercados de valores en una política de desarrollo económico", Revista de Ciencias Económicas, Serie IV n° 13, enero, febrero, marzo 1961 , pág. 3.
- Bomchil, Miguel - " Régimen Jurídico, Financiero y Económico de los Fondos Comunes de Inversión" , Buenos Aires, 1960.
- Bomchil, Máximo - "Informe sobre Fondos Comunes de Inversión y bases para la legislación a dictarse" , Diario de Sesiones de la Cámara de Senadores de la Nación, 15/9/60, pág. 1.232 .
- Colegio de Graduados en Ciencias Económicas- Comisión Especial de Régimen de Sociedades de Inversión (Alberto T. López, Pedro R. Chapouille, Samuel Wichepol, Paulino Filippello, Héctor A. Marconi, Luis J. Bertonasco, Alberto G. Servente) - " Informe y anteproyecto base para la ley de Sociedades de Inversión y Fondos Comunes de Inversión" , Revista de Ciencias Económicas, serie IV n° 9 , enero, febrero, marzo 1960, pág. 93.
- Comisión Asesora del Poder Ejecutivo Nacional (Máximo Bomchil, Matías Mackinlay Zapiola, Mario Robiola) "Anteproyecto de ley sobre Fondos Comunes de Inversión", Diario de Sesiones de la Cámara de Senadores de la Nación, 15/9/60, pág. 1.232.
- De Ravel, Robert Roland - " Les sociétés d'investissement" , Sirey , Paris, 1959.
- González, Norberto - " La financiación del desarrollo económico con recursos nacionales", Revista de Desarrollo Económico, Vol II n°3 - Gobernación de la Provincia de Buenos Aires , 1960.

- Kalecki M. - "Teoría de la dinámica económica", Fondo de Cultura Económica , México 1956.
- Machado, Augusto R. - "Manual Bursátil" , Macchi Hnos. , Buenos Aires 1956.
- Nurkse, Ragnar - "Problemas de formación de capital" , Fondo de Cultura Económica, 2da. edición , México 1960.
- Paton W.A. - "Manual del Contador", U.T.E.H.A., México 1947.
- Servente, Alberto Guido - "Sociedades de Inversión" , T.E.A., Buenos Aires, 1959.
- Vito, Francesco - "Economía Política" , Tesoro, 3ra. edición, Madrid 59.
- Weber, Adolfo - "Teoría General de la Economía Política" 4ta. edición, Segunda Parte, Bosch, Barcelona 1949.
- Banco Central de la República Argentina - Boletines Estadísticos .
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Memorias, Boletines Semanales, Anuarios Estadísticos.

A N E X O

LEY N° 15.885

FONDOS COMUNES DE INVERSION

Artículo 1° - A los fines de la presente ley, se considera Fondo Común de Inversión el patrimonio integrado por valores mobiliarios y dinero perteneciente a diversas personas, a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad indivisa, representados por certificados.

Artículo 2° - Los fondos comunes de inversión no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.

Artículo 3° - La denominación de Fondo Común de Inversión, así como las análogas que determine la reglamentación, podrán utilizarse únicamente por los que se organicen conforme a las prescripciones de la presente ley. Deberán agregar, además, la designación que les permita diferenciarse entre sí.

Artículo 4° - La dirección y administración de fondos comunes de inversión estará a cargo de una sociedad anónima especialmente constituida y habilitada para esta gestión, que actuará con la designación de "sociedad gerente", y deberá:

- a) Ejercer la representación colectiva de los copropietarios individuales en lo concerniente a sus intereses y respecto de terceros, conforme a las reglamentaciones contractuales concertadas;
- b) Tener un capital integrado de \$ 5.000.000.- (cinco millones de pesos) como mínimo y su domicilio en el país.

Artículo 5° - La "sociedad gerente" y sus directores serán solidariamente responsables de los perjuicios que se ocasionen a los titulares de cuotapartes por incumplimiento de las disposiciones de esta ley o del reglamento de gestión.

Artículo 6° - Los bienes integrantes de un fondo común de inversión se depositarán en uno o más bancos autorizados, o sociedades financieras con

domicilio en el país, que actuarán con la designación de "Depositario" . Las sociedades financieras que actúen en este carácter, deberán revestir la forma jurídica de sociedad anónima y tener un capital mínimo integrado de \$ 10.000.000.- (diez millones de pesos) . Es de incumbencia del " depositario":

a) La percepción del importe de las suscripciones, pagos de los rescatos que se requieran conforme a las prescripciones de esta ley y del reglamento de gestión;

b) Vigilancia del cumplimiento de las disposiciones por la "sociedad gerente", relacionadas con las adquisiciones y venta de acciones y títulos previstas en el reglamento de gestión;

c) Guarda y depósito de valores, pago y cobro de los beneficios devengados, así como del producido de las compraventas de títulos y cualquiera otra operación inherente a estas actividades.

Artículo 7° - La "sociedad gerente" podrá administrar varios fondos comunes, en cuyo caso deberá adoptar las medidas conducentes a la total independencia de los mismos, las que deberán consignarse en los prospectos de emisión. En estos casos, la sociedad gestora deberá tener un capital mínimo de cinco millones de pesos por cada fondo que administre.

Artículo 8° - La indivisión del patrimonio de un fondo común de inversión no cesará a requerimiento de uno o varios de los copropietarios indivisos, sus herederos, derecho-habientes o acreedores, los cuales no podrán pedir su disolución durante el término establecido para su existencia en el reglamento de gestión, o cuando fuere por tiempo indeterminado, mientras esté en vigencia el plan de inversiones del fondo común.

Artículo 9° - La desvinculación de los coparticipes en la indivisión se operará exclusivamente por el rescate de partes, previsto en las disposiciones de esta ley y el reglamento de gestión.

Artículo 10° - El reglamento de gestión, que se celebrará por escritura pública antes del funcionamiento del fondo de inversión entre la "sociedad gerente" y el "depositario", establecerá las normas contractuales que re-

girán las relaciones entre los nombrados y los copropietarios indivisos. Dicho reglamento de gestión, así como las modificaciones que se le introduzcan, entrarán en vigor una vez aprobados por el organismo de fiscalización establecido en el artículo 31, el que deberá expedirse dentro de los 30 días de presentado a su aprobación. Transcurrido ese lapso, si el organismo de fiscalización no se hubiera pronunciado, se considerará automáticamente aprobado el reglamento de gestión o sus modificaciones, procediéndose a su correspondiente inscripción en el Registro Público de Comercio.

Artículo 11°- La suscripción de certificados emitidos por los órganos del fondo implica de pleno derecho adhesión al reglamento de gestión, cuyo texto deberá reproducirse íntegramente al dorso de los certificados.

Artículo 12° - El reglamento de gestión deberá especificar:

- a) Planes que se adoptarán en general para la inversión de los bienes de cada fondo;
- b) Normas y plazos para la recepción de suscripciones, rescate de certificados y procedimientos para los cálculos respectivos;
- c) Límites de los gastos de gestión y de las comisiones que se percibirán en cada caso por la "sociedad gerente" y "depositario";
- d) Condiciones para el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones que integran el haber del fondo con la limitación prevista en el artículo 23, incisos a) y b) de esta ley;
- e) Procedimiento para la modificación del reglamento de gestión por ambos órganos activos del fondo;
- f) Término de duración del estado de indivisión del fondo o la constancia de ser por tiempo indeterminado;
- g) Condiciones de liquidación y bases para la distribución de los bienes entre los propietarios;
- h) Fecha de distribución a los copropietarios indivisos de los beneficios producidos por la explotación del fondo, y que deberá efectuarse dentro de los tres meses siguientes a la clausura del ejercicio. Este deberá ser anual, o conforme a los períodos más reducidos que se establezcan

y a la fecha de su vencimiento deberá verificarse la cuenta de resultados;

i) Disposiciones que deberán adoptarse en los supuestos de que la "sociedad gerente" o el "depositario" no estuviesen en condiciones de continuar las funciones que les atribuye esta ley, o previstas en el reglamento de gestión.

Artículo 13º- Las cuotas partes emitidas por el Fondo Común de Inversión 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.

Artículo 14º - Un mismo certificado podrá representar una o más cuotas partes.

Artículo 15º- La emisión de certificados de coparticipación deberá ajustarse a las siguientes disposiciones:

a) Expedirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales;

b) En la primera emisión que realice el fondo, su valor de colocación no podrá exceder de \$ 100.- (cien pesos) cada uno, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 14.

Artículo 16º- En caso de robo, destrucción o pérdida de uno o más certificados, se procederá conforme a lo dispuesto en el reglamento de gestión, y, en su defecto, se aplicarán los artículos 746 a 765 del Código de Comercio.

Artículo 17º- Los beneficios devengados durante la actividad de los fondos comunes 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.

Artículo 18º - Las suscripciones y los rescates deberán efectuarse a los precios resultantes de dividir el valor del total del patrimonio del fondo por la cantidad de cuotas partes suscriptas; los precios podrán variar de acuerdo a los gastos y comisiones previstas en el reglamento de gestión.

Artículo 19º- La emisión de cuotas partes podrá acrecentarse en forma continua, conforme a la suscripción de nuevos certificados, o disminuir en razón de los rescates producidos.

Artículo 20º- Los titulares de cuotas partes tienen el derecho a exigir en cualquier tiempo el rescate, que deberá verificarse obligatoriamente por los órganos del fondo común dentro de los siete días de formulado el requerimiento, contra devolución del certificado respectivo.

Artículo 21º - La obligación de proceder al rescate quedará en suspenso en casos excepcionales, conforme a lo previsto en el artículo 2.715 in fine del Código Civil, lo que en el supuesto de exceder de tres días deberá resultar de una decisión del organismo a que se refiere el artículo 31 de la presente ley.

Artículo 22º- La gestión del haber del fondo deberá ajustarse a las siguientes disposiciones:

- a) Invertir siempre en valores mobiliarios cotizados en bolsas o mercados de valores;
- b) El 90 por ciento de dichas inversiones, corresponder a emisoras con balances aprobados durante tres años por lo menos;
- c) El 75 por ciento, como mínimo, ser invertido en valores mobiliarios que coticen en bolsas o mercados de valores del país.

Artículo 23º- La gestión del haber del fondo no podrá:

- a) Constituir la cartera con acciones que representen más del 10 por ciento del valor nominal total de las emitidas por una misma sociedad;
- b) Ejercer más del 5 por ciento del derecho a voto de una misma emisora, cualquiera sea su tenencia;
- c) Invertir en una sola entidad más del 10 por ciento del haber total del fondo.

Artículo 24º - Salvo en cuanto al ejercicio del derecho de voto, las limitaciones establecidas en los incisos anteriores podrán excederse transitoriamente cuando se ejerciten derechos de suscripción o se perciban dividendos en acciones, debiendo restablecerse tales límites en el término

de seis meses a contar de la fecha en que se produjo el exceso.

Artículo 25°- El dinero en efectivo perteneciente al fondo no invertido en valores mobiliarios, deberá depositarse en cuenta corriente en bancos oficiales nacionales, provinciales o mixtos.

Artículo 26°- Los beneficios periódicos o eventuales de cualquier clase obtenidos por los fondos comunes de inversión se hallarán exentos de todo impuesto.

Artículo 27°- La exención comprende las utilidades distribuidas a los tenedores de certificados, quienes no están obligados a incluirlas en sus liquidaciones fiscales, a los efectos de las tasas adicionales progresivas que pudiesen recaer sobre sus otros beneficios.

Artículo 28° - No se les aplicarán tasas ni impuestos diferenciales.

Artículo 29° - Los certificados emitidos por los fondos comunes de inversión, quedan incluidos en el régimen del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes.

Artículo 30° - El o los síndicos de la sociedad gerente, uno de los cuales al menos deberá ser contador inscripto en la matrícula profesional respectiva, están obligados:

a) 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; números de los certificados representativos de cuotas-partes en circulación, valor del rescate de los mismos y vigilancia permanente del estado de la cartera;

b) A denunciar al organismo a que se refiere el artículo 31 de la presente ley, las irregularidades en que hubiesen incurrido las sociedades gerentes y depositarias y que no hubieren corregido dentro del plazo prudente que señalen al efecto.

Artículo 31°- La Inspección General de Justicia de la Nación tendrá a su cargo la fiscalización y registro de las sociedades gerentes y depositarias.

conforme a las prescripciones de esta ley, a la reglamentación que al efecto dicte el Poder Ejecutivo de la Nación, y a las normas que en su consecuencia establezca el mencionado órgano de fiscalización.

Esta fiscalización y registro serán sin perjuicio de las funciones específicas que competan a las bolsas de comercio del país.

Las decisiones de la Inspección General de Justicia de la Nación que causen gravamen irreparable podrán ser apeladas dentro de los 30 días de su notificación, ante la Cámara Federal de Apelaciones de la jurisdicción que corresponda.

Artículo 32° - Los suscriptores de certificados gozarán del derecho iderogable a la distribución de las utilidades que arroja el fondo común y al rescate de las cuotas partes en la forma prevista en esta ley y en el reglamento de gestión, pero sin que puedan exigir el reintegro en especie, sea que el reembolso se efectúe durante la actividad del fondo o al tiempo de liquidación del mismo.

Artículo 33° - Será obligatoria la publicidad de:

- a) Diariamente el valor de la cartera;
- b) Trimestralmente el balance de resultados;
- c) Anualmente la cuenta de resultados, estado patrimonial del Fondo Común de Inversión, nómina de los valores y otros bienes pertenecientes al mismo.

Artículo 34° - Tal publicidad deberá practicarse a opción de la sociedad gerente en el Boletín Oficial, órgano oficial de la Bolsa de Comercio o un órgano de conocida difusión correspondiente a la sede del Fondo Común.

Artículo 35° - La publicidad y anuncio que practiquen los fondos con carácter de propaganda deberán ajustarse a normas de seriedad, no pudiendo contener afirmaciones o promesas engañosas, y en ningún caso podrán asegurar ni garantizar los resultados de la inversión.

Artículo 36° - 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.

Artículo 37° - La rescisión podrá evitarse si se celebra nuevo convenio que reemplace al rescindido.

Cualquier reforma o modificación que se haga al reglamento de gestión deberá formalizarse e inscribirse con las mismas solemnidades prescriptas para su celebración.

Artículo 38 ° - No podrán integrar los directorios de los organismos activos del fondo las personas sometidas a interdicción judicial, los quebrados o concursados no rehabilitados, los menores o incapacitados, los condenados a penas que lleven la accesoria de inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos, o por delitos infamantes, o quienes no puedan ejercer el comercio, y los infractores a que se refiere el artículo 39 de la presente ley. Prohíbese a los directores de las sociedades gerentes integrar los directorios de las sociedades depositarias.

Artículo 39° - Cada una de las infracciones a las disposiciones de la presente ley serán reprimidas con penas de multa de diez mil pesos(\$ 10.000.-) hasta cinco millones de pesos(\$ 5.000.000.-), aplicables por los jueces de primera instancia en lo penal económico de la Capital Federal y por los jueces federales de primera instancia en las provincias, sin perjuicio de la facultad de ordenar el inmediato cese temporal o definitivo de las actividades de las entidades infractoras. El procedimiento podrá ser promovido de oficio por las autoridades de las bolsas de comercio o personas que demuestren un interés legítimo.

Artículo 40°- Las disposiciones que regulen los fondos comunes existentes deberán ser ajustadas a las prescripciones de la presente ley dentro del término de 180 días de su promulgación.

Artículo 41° - Comuníquese al Poder Ejecutivo.