



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



# Fondos comunes de inversión

Castro Corbat, Marcelo J.

1963

Cita APA: Castro Corbat, M. (1963). 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

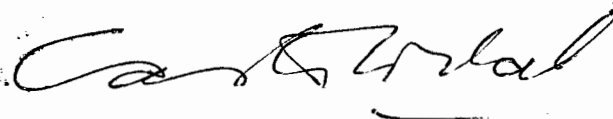
1501  
785  
Buenos Aires

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

TESIS DOCTORAL

FONDOS COMUNES DE INVERSION

Marcelo J. Castro Corbat  
Bolívar N° 430 - 2° P.  
T.E. 30-0948  
N° de Inscripto 8.125  
Buenos Aires, Octubre de 1963.



## RESUMEN

La asociación de varias personas tendiente a invertir capitales en forma de diversificar los riesgos naturales de las actividades comerciales e industriales, data de muy antiguo.-

Esta forma de asociación se ha orientado en su moderno mecanismo a las inversiones bursátiles, y ha tenido un rápido crecimiento en el presente siglo, especialmente después de la segunda postguerra mundial. Razones de éste crecimiento son el haber posibilitado el acceso del ahorro popular a las colocaciones en valores mobiliarios, y haber difundido las ventajas de diversificar los riesgos, defender el capital contra la desvalorización monetaria, contar con la liquidez de la inversión, disponer de asesoramiento especializado y percibir una renta acorde con el producido de las grandes empresas, Los mayores volúmenes de capitales los han reunido las Investment Companies o fondos mutuos en EE.UU.-

En la República Argentina, en el año 1961 se dictó la ley de Fondos Comunes de Inversión, organizada dentro del modelo anglo-sajón del "Trust", y con gran similitud con la ley francesa. Consideramos que la ley ha dado un paso adelante al organizar éste nuevo sistema de inversiones, que orientará hacia campos dinámicos de la economía los ahorros del público que hasta la fecha en parte tenían un destino de atesoramiento, adquisición de moneda extranjera o colocaciones no productivas. Sin embargo es de lamentar que no se haya legislado también sobre sociedades de inversión de capital variable, en las cuales los asociados tienen participación en la dirección de dichas empresas, sistema que consideramos de gran trascendencia para la educación popular en el plano de las inversiones.-

En relación con el régimen legal vigente en nuestro país, podemos decir:

La sociedad gerente establecida en la ley ha sido innecesariamente limitada en su actuación por el decreto reglamentario, el que restringe los campos de inversión de su propio capital. Existen numerosos aspectos dentro

del ramo financiero y de asesoramiento para los cuales la sociedad gerente está especialmente capacitada y que no afectan sus normales actividades de gerencia del fondo.-

Las funciones que la ley atribuye al depositario, están expuestas de manera precisa, por lo que, las que actualmente desempeñan son algo más amplias que la simple custodia del fondo, pero no llegan a configurar un órgano positivamente activo como sería de desear.-

La disposición que obliga a que el efectivo sea depositado en bancos nacionales provinciales o mixtos es un recaudo innecesario de la ley dado que el sistema bancario argentino contempla las mismas garantías para los depositos en los bancos privados, habiéndose constatado desinterés por parte de éstos, en tomar a su cargo las funciones de depositario.-

La obligación del pago de las utilidades del fondo en dinero efectivo es una incongruencia del decreto reglamentario al desconocer el sistema habitual de pago de los dividendos en acciones por las sociedades emisoras, lo que en períodos de baja como el que se ha sufrido, obliga a la realización de parte de la cartera del fondo para atender dichos pagos con los quebrantos consiguientes a los copropietarios.-

La ley deja librado al reglamento de gestión los cargos al fondo pero el decreto determina que los mismos deberán fijarse en porcentos, lo que por su rigidez en algúnos casos puede significar un cargo excesivo al fondo o convertirse en antieconómico para la sociedad gerente, al tener que absorber gastos naturales del fondo.-

Las operaciones fuera de bolsa han sido reglamentadas de manera que no significan una mayor garantía en cuanto a la corrección de los valores que se fijen; hubiera sido preferible dejarlo librado a la resolución fundada del Directorio de la sociedad gerente con conocimiento del depositario.-

La Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina es el organismo que cuenta con los mayores antecedentes y conocimientos en materia bursátil, y a la misma debería habersele encargado las funciones de fiscalización.-

En la redacción de la ley se ha incurrido en algunos errores que han sido salvados por el decreto reglamentario, pero en éste existen ciertas disposiciones que alteran lo dispuesto por la ley o que legislan sobre aspecto nuevos, lo que dará lugar a los consiguientes problemas legales.-

Los fondos de inversión podrían convertirse en importante factor de canalización de capitales de inversores del exterior en las empresas de nuestro país, tal como sucede en Canadá con las emisiones de sus fondos en los EE.UU. Para tal efecto se han creado las sociedades de inversión N.R.O. (non resident owned), pero dada la legislación nuestra, las posibilidades de que tal cosa se concrete son improbables por las trabas legales existentes.-

El éxito de los fondos comunes de inversión en nuestro país, después de tres años de actuación, es pobre, y ello debe atribuirse a la mala situación económica, a la gran caída de los valores bursátiles, y al escaso conocimiento del público sobre los mismos. Sin embargo ya se comprueba que algunos fondos están paulatinamente creciendo y fortaleciéndose, lo que hace pensar que con un mejoramiento de la economía, y la debida difusión y enseñanza sobre sus indudables ventajas, se convertirán a corto término, en un poderoso instrumento de apoyo a las empresas productivas, de atracción para la masa ahorrista, y de estabilidad social

1501  
185

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

TESIS DOCTORAL

FONDOS COMUNES DE INVERSION

Marcelo J. Castro Corbat  
Bolivar N° 430 - 2° P.  
T.E. 30-0948  
N° de Inscripto 8.125  
Buenos Aires, Octubre de 1963.

*Marcelo J. Castro Corbat*

A  
P C R  
L E I C  
E C B

# I N D I C E

PAG.

## I - CONCEPTOS SOBRE INVERSIONES Y DIRECCION

### 1 - Un nuevo tipo de ahorro

#### 1) Antecedentes históricos.

2

- a) Siglo XVII - Administratie Kantooren
- b) 1822 - Soc. General de los Países Bajos
- c) 1852 - Credit Mobilier
- d) 1868 - Unit Trust

#### 2) Formas actuales en que se organizan las empresas inversionistas

- a) Sociedades de inversión de capital fijo
- b) Sociedades de inversión de capital variable
- c) Fondos mutuos de inversión
- d) Cfa. Inversionista Unitaria
- f) Sociedades de inversión en aspectos especializados de la industria
- g) Sociedades de desarrollo regional
- h) Sociedades de inversiones inmobiliarias

#### 3) Ventajas del ahorro por intermedio de los fondos de inversión

- a) Para el ahorrista
- b) Para la comunidad social
- c) Incidencia en la economía general

### 2 - Sociedades de inversión y fondos mutuos de inversión 15

- 1) Sociedades de Inversión de Capital fijo
- 2) Sociedades de Inversión de Capital variable
- 3) Evolución en Estados Unidos de las Sociedades de Capital fijo y variables
- 4) Fondos comunes de inversión - Legislación Argentina
- 5) Consideraciones sobre el régimen argentino

## LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION EN LA LEGISLACION ARGENTINA

II - LOS ORGANOS DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

3 - Los organos de los fondos comunes de inversión 25

1) Organización de las Sociedades de Inversión de Capital variable

- a) La sociedad de inversión
  - Contrato de Administración
  - Contrato de Distribución
- b) El custodio
- c) Fiscalización

2) Organización de los fondos comunes de inversión

- a) La Sociedad Gerente
- b) El Depositario
- c) Fiscalización
- d) El Fondo de Inversión

3) Diagramas

4 - La Sociedad Gerente 32

1) Requisitos previos para el funcionamiento

- a) Sociedad Anónima
- b) Exclusividad del objeto
- c) Capital
- d) Designación y domicilio
- e) Consideraciones sobre el objeto y la composición del capital

2) Funciones de la Sociedad Gerente.

- a) Dirección
- b) Administración
- c) Representación colectiva
- d) Promoción

3) Requisitos para iniciar las operaciones del fondo.

4) Restricciones, Responsabilidades y derechos

- a) Restricciones
- b) Responsabilidad solidaria
- c) Derechos

5 - El Depositario

48

1) Requisitos para ser Depositario

- a) Banco o Sociedad Financiera
- b) Forma jurídica
- c) Objeto social
- d) Capital
- e) Designación y domicilio

2) Funciones.

3) Restricciones, Responsabilidades y Derechos

- a) Restricciones
- b) Responsabilidades
- c) Derechos

6 - Relaciones entre la Sociedad Gerente y el Depositario 53

1) Iniciación de las relaciones

2) Control recíproco de los órganos

- a) Control al depositario por la Sociedad Gerente
- b) Control a la Sociedad Gerente por el depositario
- c) Apreciación de los valores de la cartera

3) Tratamiento de las divergencias

4) Finalización de las relaciones

7 - Organización jurídica de los Fondos Mutuos de Inversión 59

- 1) Contrato de adhesión
- 2) Carencia de personería jurídica
- 3) Designación
- 4) Dirección, administración y representación
- 5) Copropiedad indivisa de los bienes
- 6) Cesación de la indivisión

III - EL REGLAMENTO DE GESTION

8 - El Reglamento de Gestión

63

- 1) Aspectos formales
- 2) Redacción y contenido
- 3) Vigencia
- 4) Disposiciones que debe contener
- 5) Incumplimiento del reglamento de gestión

9 - Modificación del Reglamento de Gestión

67

- 1) Causas de la modificación
- 2) Procedimiento para la modificación

IV - LOS CERTIFICADOS DE COPROPIEDAD Y LOS CUOTASPARTISTAS

10 - Los certificados de copropiedad

70

- 1) Representación de cuotas partes
- 2) Nominativos o al portador
- 3) Contenido del certificado
- 4) Aprobación por la Inspección General de Justicia
- 5) Canje y transferencias de Certificados
- 6) Pérdida o robo de certificados

11 - Los titulares de cuotas partes

75

- 1) Derechos de los cuotaspartistas
  - a) Identidad de derechos
  - b) Derecho de suscripción de certificados
  - c) Derecho de copropiedad indivisa
  - d) Derecho a las utilidades
  - e) Derecho al rescate
  - f) Derecho a la consulta
  - g) Derecho a la indemnización por infracciones cometidas
- 2) Limitación de la responsabilidad

V - LA AUTORIZACION PARA FUNCIONAR

12 - Autorización para iniciar operaciones

79

- 1) Presentación previa para su autorización y fiscalización
- 2) Presentación de elementos posteriores a la autorización
- 3) Firma de la documentación
- 4) Empresas no constituidas de acuerdo con la ley

13 - Duración y liquidación del Fondo

84

- 1) Duración del fondo
- 2) Liquidación del fondo
- 3) Liquidador
  - a) Designado de acuerdo con el Reglamento de Gestión
  - b) Designado por la Inspección General de Justicia
- 4) Distribución de bienes
- 5) Reintegro en efectivo
- 6) Reintegro en especie
- 7) Gastos de liquidación

VI - ADMINISTRACION DEL FONDO

14 - Mecánica de las operaciones

100

- 1) Suscripción de certificados
  - a) Efecto legal de la suscripción
  - b) Normas para la recepción de suscripciones
  - c) Precio de la suscripción
- 2) Pago del importe de la suscripción
- 3) Depósito del dinero recaudado
- 4) Entrega del certificado
- 5) Inversión en valores mobiliarios y custodia  
Inversiones fuera de bolsa y por canje de certificados
- 6) Suscripción de acciones, cobranza de dividendos y otras operaciones
  - a) Suscripción
  - b) Cobranza de dividendos
- 7) Venta de valores
- 8) Pago de utilidades del fondo (dividendo de cuotas partes)
- 9) Rescate de certificados
  - a) Derecho al rescate
  - b) Efecto legal de la solicitud de rescate
  - c) Normas, precio y cálculo del rescate
  - d) Plazo de pago - suspensión
  - e) Pago del rescate - efectivo o valores de cartera

|  | PAG. |
|--|------|
| 15 - <u>Organización administrativa de la Sociedad Gerente</u>       | 119  |
| 1) Documentación de las operaciones                                  |      |
| 2) División de funciones   |      |
| 16 - <u>Publicidad</u>   | 124  |
| 1) Términos de las publicaciones                                     |      |
| 2) Organos de publicidad   |      |
| 3) Publicidad diaria   |      |
| 4) Publicidad trimestral   |      |
| 5) Publicidad anual  |      |
| 6) Impresión del Balance General y Memoria                           |      |
| 17 - <u>Cargas a los Suscriptores</u>                                | 131  |
| 1) Cargos por suscripción  |      |
| 2) Exención de gastos de adquisición                                 |      |
| 3) Cargos por rescate  |      |
| 4) Gastos de transferencias y conversión de certificados             |      |
| 5) Gastos de impresión del balance anual                             |      |
| 6) Autorización de los cargos por la Inspección General de Justicia  |      |
| 7) Prohibición de efectuar otros cargos                              |      |
| VII - <u>BALANCES Y ESTADOS PATRIMONIALES</u>                        |      |
| 18 - <u>Organización Contable</u>                                    | 139  |
| 1) Libros de comercio  |      |
| 2) Libros y registros especiales                                     |      |
| a) sub-diario general del fondo                                      |      |
| b) Sub-diario de Ingresos  |      |
| c) Sub-diario de Rescates  |      |
| d) Mayor del Fondo   |      |
| e) Sub-diario de determinación diaria del valor de la cartera        |      |
| f) Sub-diario de determinación de Activo Neto y valor de cuota parte |      |
| g) Fichas de inventario de los valores de la cartera                 |      |
| 3) Plan de cuentas   |      |
| 4) Fondo Fijo  |      |
| 5) Registro de operaciones   |      |

19 - La Cuota Parte

145

- 1) Valor
  - a) Valor de la primera emisión
  - b) Cálculo del valor de la cuota parte después de la primer emisión
  - c) Período de vigencia del valor de la cuota parte
  - d) Organo encargado de determinar el valor
  - e) Publicación
  - f) Bases uniformes para la determinación del valor
- 2) Cantidad de cuotas partes
- 3) Representación de las cuotas partes

20 - Cargos al Fondo

152

- 1) Gastos ordinarios de gestión
- 2) Comisión de gestión del fondo
- 3) Cálculo de la comisión
- 4) Comisión de custodio
- 5) Límites de los gastos de gestión
- 6) Comunicación a la Inspección General de Justicia
- 7) Prohibición de efectuar otros cargos al fondo

21 - Balances

158

- 1) Fechas de Balances
- 2) Beneficios devengados
- 3) Valorización de la cartera
- 4) Ganancias de capital
- 5) Dividendos en acciones cobrados por el fondo
- 6) Balances anuales
- 7) Balances trimestrales
- 8) Balances diarios
- 9) Cuentas de Resultados
- 10) Tratamiento de las pérdidas

22 - Distribución de utilidades

169

- 1) Derecho a las utilidades
- 2) Cuales son las utilidades distribuibles
- 3) Utilidades destinadas a constituir reservas
- 4) Fecha de distribución de utilidades
- 5) Forma de pago
- 6) Utilidades e ingresos no computables en el cuadro de resultados

VIII - FISCALIZACION

23 - Inspección General de Justicia

177

- 1) Consideraciones sobre la importancia de la fiscalización  
Actuación de la Inspección General de Justicia
  - a) Previa a la iniciación de las operaciones del fondo
- 2) Control durante el funcionamiento del fondo
- 3) Recepción de denuncias
- 4) Resoluciones de la Inspección General de Justicia
- 5) Coordinación con las autoridades provinciales

24 - Sindicatura

184

- 1) Sindicatura simple o múltiple
- 2) Título habilitante
- 3) Obligaciones
  - a) Certificación de cuentas
  - b) Control de las operaciones del fondo
- 4) Responsabilidades

25 - Bolsas de Comercio y personas con interés legítimo

188

26 - Incompatibilidades, inhabilitaciones y penas

190

- 1) Incompatibilidades
- 2) Inhabilitaciones
- 3) Penalidades
  - a) Resoluciones de la Inspección General de Justicia
  - b) Recurso de reconsideración
  - c) Decisión o resolución definitiva
  - d) Apelación ante la Cámara Federal de Apelaciones
  - e) Sanciones
  - f) Multas
  - g) Sanciones Penales

IX - REGIMEN IMPOSITIVO

27 - Tratamiento impositivo del fondo común

198

Legislación Nacional  
Legislación Provincial  
Situación Impositiva de la Sociedad Gerente

|   | PAG. |
|---|------|
| 28 - <u>Tratamiento impositivo a tenedores de certificados</u>        | 202  |
| Impuesto a los Réditos  |      |
| Impuesto sustitutivo del gravámen a la transmisión gratuita de bienes |      |
| <u>X - LAS INVERSIONES</u>  |      |
| 29 - <u>Características de las inversiones</u>                        | 205  |
| 1) Valores mobiliarios  |      |
| 2) Valores mobiliarios extranjeros                                    |      |
| 30 - <u>Asesoramiento de la inversión</u>                             | 209  |
| <u>XI - ORGANIZACION DE LA COLOCACION DE CERTIFICADOS</u>             |      |
| 31 - <u>Publicidad promocional</u>                                    | 214  |
| 32 - <u>Colocación de cuotas partes</u>                               | 216  |
| ANEXO 1 - Contrato de Administración de Inversión                     | 220  |
| ANEXO 2 - Contrato de Custodio  | 224  |
| ANEXO 3 - Contrato de Distribución                                    | 235  |
| Bibliografía  | 240  |

I - CONCEPTOS SOBRE INVERSION Y DIRECCION

## 3 - EL MUNDO NUEVO DE ARGENTINA

El 6 de octubre de 1961 el Poder Ejecutivo promulgó la ley 1° 17.035 que instituyó el régimen al que deben ajustarse los Fondos Comunes de Inversión.--

Por el artículo 1° de la ley, "se considera Fondo Común de Inversión el patrimonio integrado por valores mobiliarios y dinero perteneciente a diversas personas, a las cuales se les reconoce derechos de copropiedad indivisa", ...--

Características básicas de ésta sociedad atípica, son el condominio abierto, la indivisión patrimonial, y la inversión diversificada en valores mobiliarios y dinero con exclusión de todo otro destino.--

La aparición de la ley llenó una necesidad en el país, por cuanto hasta entonces no existía ningún instrumento legal para que la gran masa de ahorristas pudiera llegar a las inversiones mobiliarias. No obstante que la Bolsa de Comercio de Buenos Aires llegó a reflejar en varias oportunidades abultadas cifras de las operaciones en valores mobiliarios, las mismas respondían a montos circunstanciales, sin que significaran la participación del gran público en las operaciones.--

### 1) Antecedentes Históricos.

"La división de los riesgos en mutuo beneficio acompaña desde el principio la historia económica. Los egipcios y fenicios vendían participaciones en los barcos y caravanas de mercancías para reducir los riesgos de los viajes "por el exterior" (1). Con estos mismos principios, y en oportunidades por-

(1) Wieszenbarger, Arthur - Investment Companies - Arthur Wieszenbarger Co. N.Y. 1962 - pág. 24.

siguiendo objetivos más amplios, incluso los de promoción industrial, o desarrollos regionales, se han ido formando diversos tipos de instituciones orientadoras de la inversión, cuyo rápido análisis haremos a continuación:

a) Siglo XVII - Administratie Kantooren, (Holanda): Constituían entidades que actuaban de intermediarios entre ciertas empresas que emitían valores mobiliarios y la masa de ahorristas que no tenía normal o fácil acceso a dichas inversiones. Las entidades adquirían los valores y contra los mismos emitían "Certificados de Depósito" representativos de una parte de aquéllos, que se colocaban en el público, al que le correspondía la parte proporcional de los réditos que produjeran los valores depositados menos los gastos de administración. Las funciones de la Administración Kantooren eran muy restringidas, pues las inversiones se orientaban a pocos títulos sin modificación de las inversiones una vez que se habían realizado, pero ya existían en estas entidades algunos de los principios en que se basan los actuales Fondos de Inversión.-

b) 1822 - Sociedad General de los Países Bajos para favorecer la Industria Nacional: El objeto de esta entidad fue la diversificación de riesgos. "Esta organización creó una filial en el año 1936 denominada Sociedad de Capitales Reunidos con un fin de Mutualidad Industrial, la cual demostró ser el primer ejemplo de aplicación de la concepción moderna de los Fondos de Inversión; el objeto de esta Sociedad se definió como sigue: a) ofrecer al espíritu de asociación nuevos elementos de éxito, atrayendo los capitales para invertirse en empresas útiles; b) presentar a los capitalistas mediante la inversión de un gran número de entidades, una forma de seguro contra las pérdidas que cual

"quiera de los establecimientos podría experimentar momentaneamente; c) procurar  
 "a las personas que hubiesen depositado en la caja de ahorros creada por la Socie-  
 "dad General, la facultad de acrecer sus réditos interesándolos mediante la in-  
 "versión de un reducido capital en las sociedades industriales más importantes,  
 "y lo que es más notable, uno de sus artículos expresaba: Las inversiones que la  
 "sociedad realizará serán constantemente regladas de manera que los capitales  
 "sean distribuidos entre el mayor número de empresas, y siempre en proporción  
 "con el capital social" (2).-

c) 1852 - Credit Mobilier (Francia): cuya "finalidad consistía en adqui-  
 "rir efectos públicos, acciones u obligaciones de diferentes empresas industria-  
 "les o de crédito constituidas en sociedades anónimas, y especialmente en ferro-  
 "carriles, canales, minas y trabajos públicos ya fundadas o a crearse; emitir  
 "por una suma igual a la afectada a estas suscripciones y adquisición de sus  
 "propias obligaciones" (3). Como se percibe, los fundamentos de esta sociedad  
 coinciden con el actual concepto de los fondos de inversión.-

d) 1868 - Unit Trust (Inglaterra): El 20 de marzo de 1868, apareción  
 en The Times un ofrecimiento al público para hacer inversiones en valores del  
 exterior y de las colonias sin correr los riesgos correspondientes a una sola  
 compra. El trust se denominó "The Foreign and Colonial Government Trust". Li-  
 mitaba el monto a invertir en cada mercado de los 16 que constituían la base de  
 diversificación de la cartera; habían sido seleccionados los valores conside-  
 rando un rendimiento promedio 8%, entre los que estaban Valores Austríacos,

(2) Bomchil, Miguel - Régimen jurídico, financiero y económico de los fondos  
 comunes de inversión - Curso para Inversores - Bolsa de  
 Comercio de Buenos Aires 1960 - Pág. 142.-

(3) Idem pág. 142.

Argentinos, Canadienses, Brasileños, Chilenos, Danubianos, Egipcios, Italianos, de Nueva Escocia, Peruanos, Portugueses, Rusos, Españoles, Turcos, y de Estados Unidos. La renta de las inversiones correspondía a los suscriptores menos los gastos de administración. Este sistema en el que se dan casi todas las características de los fondos de inversión se desarrolló con cambiante fortuna, pero en los últimos años, ajustadas sus formas operativas a la experiencia recogida, y con una legislación adecuada, en Inglaterra goza de un continuo desarrollo.-

Existen además distintas iniciativas que se han ido desarrollando en distintos países con variable éxito, cuya enumeración sería extensa, pero en la actualidad, el sistema de las sociedades de inversión en sus distintas formas tiene en todo el mundo extraordinaria difusión.-

## 2) Formas actuales en que se organizan las empresas inversionistas.

Existen distintas formas jurídicas tendientes a llenar la necesidad de ofrecer al ahorro público participación en las inversiones en valores mobiliarios, y en general estas formas dependen de la tradición de los distintos países y sus sistemas legislativos. Algunos de ellas son las siguientes:

a) Sociedad de inversión de capital fijo: (Closed end Investment Companies): Son sociedades organizadas de acuerdo con las normas generales para las sociedades anónimas, en las que no existe la cláusula de rescate, y que los inversores para poder adquirir acciones de las mismas, deben ajustarse a las disposiciones sobre derecho preferencial de suscripción de los anteriores accionistas, etc. En cuanto a la política de inversiones puede ser muy variable aunque fundamentalmente en valores bursátiles; estas sociedades pueden cotizar sus acciones en los mercados de valores.-

b) Sociedades de inversión de capital variable (Open end Investment Companies, también designados Mutual Funds): Organizadas jurídicamente dentro de los lineamientos generales de las sociedades anónimas, se diferencian de éstas en cuanto al aumento constante que puede tener el capital por simple emisión de sus acciones y su suscripción por nuevos accionistas, o disminuir por el rescate de las mismas. Los valores de suscripción y de rescate se fijan diariamente a fin de evitar perjuicios o beneficios indebidos a los accionistas. Las acciones de estas compañías no se cotizan en los mercados de valores.

c) Fondos Mutuos de Inversión (Fonds Communs de Placement): Se organizan como condominios constituyendo una indivisión activa y permanente. Son manejados por una sociedad gerente "inspirándose, podría casi decirse que "lo ha copiado, en el modelo anglo-sajón del "trust". Como en el "trust" inglés o americano, los fondos comunes de inversión hacen intervenir tres categorías de personas: la sociedad gerente, el depositario y los participantes "del fondo" (4).

d) Compañía inversionista unitaria (Unit Trust): que se organizan bajo convenio de fideicomiso (trust), contrato de custodia o de administración delegada; carecen de junta directiva y emiten certificados que representan una proporción en una unidad de valores especificada previamente.-

(4) Rolland de Revel, Robert - Les sociétés d'investissement - Librairie du  
Recueil Sirey - 1959 - Pag. 91.-

e) Sociedades de propietarios no residentes (Non resident owned N.R.O) organizadas fundamentalmente en Canadá para residentes de los Estados Unidos, responden a las características de las sociedades de capital variable, pero tienen especiales ventajas impositivas reconocidas por ambos países.-

f) Sociedades de inversión en aspectos especializados de la industria: Pueden organizarse dentro de algunas de las formas antes indicadas o responder a propósitos concretos de fomento gubernamental, como son Les Societes de Financement de Recherches de Petrole en Francia, que deben ajustarse a estatutos especiales y normas operativas propias, contando a su vez con franquicias especiales como ser garantía de interés, exenciones fiscales y subvenciones específicas para fomentar la suscripción de acciones en empresas petroleras.-

g) Las sociedades de desarrollo regional (societe de developpement regional) organizadas en base a estatutos típicos, que en Francia están reglados por el decreto del 30 de junio de 1955, y que tiene por objeto único la financiación de empresas que actúan en la zona que se desea fomentar. Deben firmar un convenio con el ministro de Finanzas, que llega a asegurar un dividendo mínimo además de ventajas fiscales. Estas sociedades también en determinados casos se extienden a regiones ultramarinas o a territorios como Argelia.-

h) Las sociedades de inversiones inmobiliarias (Societes d'investissements immobiliers ou societes immobiliers conventionnees): que tienen por objeto la financiación, construcción y alquiler de inmuebles a fin de aumentar su cantidad sin cargo para el Estado. Tienen un control permanente del Estado, y pueden recibir préstamos hasta 8 veces su capital, teniendo ventajas imposi

tivas substanciales, autorización de amortizaciones aceleradas, y reconocimiento de un interés mínimo.-

Como se comprueba la amplitud de aspectos que pueden cubrir los distintos tipos de inversión es variada, pero deben siempre basarse en legislaciones rápidamente adaptables a las prioridades de la economía, los deseos de los inversores y las necesidades de las empresas.-

3) Ventajas del ahorro por intermedio de los fondos de inversión.

a) para el ahorrista: la diversificación de la cartera al invertirse en distintas compañías, disminuye el riesgo. La inversión en acciones significa en definitiva inversión en bienes, y en países como el nuestro, con procesos inflacionarios permanentes, el que ahorró e invirtió en créditos o cuentas de ahorro bancarias terminó empobreciéndose; la inversión en bienes es la manera final de defensa contra la inflación.-

La rentabilidad de las acciones, en general es algo superior a los intereses bancarios en condiciones de moneda estable, y esta circunstancia hace más atractiva la inversión en acciones.-

Sin embargo a este respecto, es interesante citar el estudio realizado por la Universidad de Harvard, en el cual se llega a la conclusión que las sociedades de inversión en Estados Unidos, tienen gastos sumamente elevados que a veces llegan al 40% de las rentas totales obtenidas. Esto en algunos casos puede llegar a convertir al fondo en una inversión inconveniente.-

Relacionado con la diversificación de la inversión, existe también el correspondiente asesoramiento técnico sobre las inversiones, que cada una de las sociedades de éste tipo debe tener a su servicio a fin de seleccionar las mejores inversiones entre todas. De todas maneras, este aspecto es también relativo como lo menciona el estudio de Harvard, por cuanto las principales sociedades de inversión adquieren normalmente los papeles que se consideran clásicos, lo que les evita toda responsabilidad en el caso que no sigan las cotizaciones en los niveles esperados.-

Dado el tipo de inversiones, -valores mobiliarios que cotizan en bolsa y dinero-, la adquisición de un certificado de un fondo de inversión significa para el ahorrista una liquidez total de su inversión, lo que salvo circunstancias totalmente excepcionales, así es en la práctica.-

b) Para la comunidad social: Si consideramos que la adquisición de cuotas partes de un fondo de inversión significa tener parte del capital de las empresas más importantes del país, y percibir la parte correspondiente de las utilidades, llegamos a la conclusión que este nuevo sistema tiene que tender definitivamente a una mayor concordia social y a una nueva forma de distribución de la renta en la colectividad. Esta influencia no puede notarse en períodos cortos de tiempo, pero si en períodos de 15 o 20 años, en los cuales se comprueba que el gran factor de capitalización que es el interés compuesto actúa con todo su efecto.-

c) Incidencia en la economía general: Todo grupo social, tiene una determinada capacidad de ahorro.-

La correcta orientación del ahorro popular es de vital importancia para el desarrollo de los sistemas económicos.-

Siempre han existido formas de ahorrar, pero no siempre estas formas de ahorrar han sido total mente beneficiosas para la comunidad.-

Es conocido el caso de los países orientales en los cuales el ahorro se vuelca al atesoramiento de metales y piedras preciosas, con lo cual se res<sup>ta</sup>ran capitales para las actividades productivas. Otra forma de atesoramiento que ha tenido influencia en nuestro país es la inversión en tierras como forma simple de defensa de los capitales, pero en razón de que esta inversión era puramente defensiva, ha ex<sup>er</sup>cido del vigor de las empresas con fuerte empuje directivo que permite elevar la productividad y mejorar correlativamente el nivel de vida.-

También han existido en nuestro país formas de ahorro voluntario o compulsivos como es el caso de la Caja Nacional de Ahorro Postal y las distintas Cajas de Jubilaciones. En este aspecto puede decirse que en vez de ser factores de promoción del ahorro como lo que en su principio la Caja Nacional de Ahorro Postal, o las distintas cuentas de ahorro de los Bancos, fueron causa del desaliento del ahorrista y de su empobrecimiento en virtud de la permanente disminución del poder adquisitivo de la moneda.-

En cuanto a la utilización final de los fondos ahorrados en mano del Estado, fue en parte la financiación de servicios y obras estatales como en cierta medida se infiere de las siguientes cifras:

"ARGENTINA: DISTRIBUCION DEL CAPITAL ENTRE  
"LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS Y NO PRODUCTIVAS DE BIENES (1)

| PERIODOS | ACTIVIDADES<br>PRODUCTIVAS<br>DE BIENES | ACTIVIDADES<br>NO PRODUCTIVAS<br>DE BIENES |
|----------|---|--|
|----------|---|--|

a) Capital (millones de pesos de 1950)

|           |        |         |
|-----------|--------|---------|
| 1900 - 04 | 24.647 | 19.959  |
| 1925 - 29 | 68.849 | 71.431  |
| 1940 - 44 | 83.563 | 89.567  |
| 1955      | 98.886 | 132.851 |

b) Proporción con respecto al total

|           |      |      |
|-----------|------|------|
| 1900 - 04 | 55,3 | 44,7 |
| 1925 - 29 | 49,1 | 50,9 |
| 1940 - 44 | 48,3 | 51,7 |
| 1955      | 42,7 | 57,3 |

c) Distribución porcentual del incremento por periodos

|                 |      |      |
|-----------------|------|------|
| 1900-04/1925-29 | 46,2 | 53,8 |
| 1925-29/1940-44 | 44,8 | 55,2 |
| 1940-44/1955    | 26,1 | 73,9 |

"el 73,9% del incremento del capital entre 1940/44 y 1955 se había dedicado a  
"sectores no productivos de bienes. Estos sectores tenían en aquél quinquenio  
"el 51,7% de toda la masa de capital. De este porcentaje el 33,3% estaba repre-  
"sentado por la vivienda, el 14,5% por las inversiones no económicas del Estado  
"y el 4% por el comercio y los servicios."

"Pues bién, el estado viene absorbiendo de tiempo atrás una proporción elevada de incremento del capital, Mientres en los primeros tres decenios del siglo absorbía apenas el 11,8% entre 1925/29 y 1940/44 esta proporción sube a 30,2% y posteriormente, a 34,7% (veáse el cuadro 1). Pero como puede observarse el primer aumento de la proporción se hace a expensas de la vivienda, en tanto que el segundo se hace con el aumento de la proporción de ésta, así como de los otros sectores" (1)

"ARGENTINA: DISTRIBUCION DEL CAPITAL ENTRE LAS  
"ACTIVIDADES NO PRODUCTIVAS DE BIENES (2)

| Períodos | Vivienda | Estado | Otros |
|----------|----------|--------|-------|
|----------|----------|--------|-------|

a) Capital (millones de pesos de 1950)

|         |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|
| 1900-04 | 15.018 | 3.823  | 1.118  |
| 1925-29 | 49.509 | 15.109 | 6.813  |
| 1940-44 | 57.633 | 25.023 | 6.911  |
| 1955    | 77.319 | 45.351 | 10.181 |

b) Proporción con respecto al total

|         |      |      |     |
|---------|------|------|-----|
| 1900-04 | 33,7 | 8,6  | 2,5 |
| 1925-29 | 35,3 | 10,8 | 4,9 |
| 1940-44 | 33,3 | 14,5 | 4,0 |
| 1955    | 33,4 | 19,6 | 4,4 |

c) Distribución porcentual del incremento por períodos

|                 |      |      |     |
|-----------------|------|------|-----|
| 1900-04/1925-29 | 36,0 | 11,8 | 6,0 |
| 1925-29/1940-44 | 24,7 | 30,2 | 0,3 |
| 1940-44/1955    | 33,6 | 34,7 | 5,6 |

(2) Idem pag. 35.-

Es decir que, el gran volumen de ahorro de la población fue destinado incorrectamente a actividades no productivas con el perjuicio consiguiente en la economía general del país.-

En cuanto a la otra masa de ahorro canalizado por el sistema bancario que en una parte importante, fue orientado a las actividades productivas se produjo la traslación de riqueza de los ahorristas a los deudores del sistema bancario en función de las tasas de interés que regían, con la consiguiente destrucción del espíritu de ahorro. La consecuencia de eso fue la derivación de los ahorros a la inversión en terrenos, y bienes de uso durables, que terminó cambiando la orientación de las prioridades en las inversiones productivas.-

Indudablemente todos estos factores se vieron agravados por la desvalorización monetaria, pero no puede negarse el espíritu de ahorro de la población por el éxito alcanzado por el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarios que no obstante no ser una verdadera defensa contra la desvalorización monetaria por el solo hecho de ofrecer un interés fijo más una participación adicional de acuerdo con la rentabilidad de los valores mobiliarios de su cartera llegó a atraer rápidamente grandes sumas de ahorro.-

Este éxito se ha continuado reproduciendo en las Cuentas de Participación en Valores Mobiliarios del Banco Industrial de la República Argentina, que se hizo cargo de la cartera del I.M.I.M.-

Ultimamente la Caja Nacional de Ahorro Postal ha iniciado el ofrecimiento para invertir en su Cuenta de Participación en Valores Mobiliarios de características análogas a las del Banco Industrial, y está operando con éxito.-

No deja de ser elogiosa la nueva orientación de los fondos ahorrados, que de esta manera se volcarán en forma positiva para apoyar a las actividades productivas. En reciente fecha se ha autorizado a los bancos a invertir parte del efectivo mínimo en acciones, lo cual es otro paso positivo de canalización de los ahorros hacia las empresas.-

En relación con las cuentas de participación manejadas por Institutos Oficiales, no podemos dejar de mencionar nuestra preocupación por el extraordinario proceso de concentración de acciones en manos estatales, que acercan de manera muy delicada la posibilidad del control y manejo definitivo de las empresas privadas por el estado en su carácter de principal accionista. Esto nos llevaría a un nuevo estatismo, cuyas consecuencias son impredecibles.-

Creemos definitivamente que la economía en su conjunto será beneficiada por el amplio desarrollo de los fondos comunes de inversión, por cuanto por su misma finalidad, deben destinar los ahorros recolectados a la adquisición de capitales de empresas que están dedicadas a la producción y distribución de bienes, y por cuanto este sistema permite que el ahorrista de cantidades mínimas pueda realizar una inversión tan conveniente en una positiva promoción del ahorro y la capitalización nacional.-

2 - SOCIEDADES DE INVERSION Y FONDOS MUTUOS DE INVERSION

Las sociedades de inversión, de capital fijo o variable, juntamente con los fondos mutuos de inversión, son las formas de mayor difusión en el mundo como instrumentos de canalización de los ahorros del gran público hacia las inversiones en valores bursátiles. Los primeros tienen sus máximos exponentes en los Estados Unidos y los segundos en los países europeos.-

1 - Sociedades de inversión de capital fijo (Closed end investment Companies)

Las Sociedades de inversión de capital fijo, como su nombre lo indica, están constituidas con un número definido de acciones, debiendo cumplirse con todas las formalidades propias de la sociedad anónima a los efectos del aumento del capital. Este tipo de asociación, aún cuando no está específicamente legislado, existe en nuestro país. Las normas que lo mencionan, y que fijan determinados requisitos para su funcionamiento, son las Normas de la Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina, las que establecen lo siguiente:

"b) Sociedades de Inversión (1)

- "Además de lo establecido precedentemente, la Comisión de Valores exigirá que
- "los estatutos de estas sociedades contengan los siguientes requisitos básicos:
- "1° El máximo de valores a adquirir de una empresa determinada no podrá superar
- "el 10% del total de las acciones y obligaciones en circulación de esa empresa
- "ni otorgar más del 10% del total de los votos conferidos a las acciones emitidas.-
- "2° El máximo invertido en valores de una misma empresa no podrá superar el 5%
- "del total de la cartera de la sociedad de inversión.-
- "3°) El total de los valores a adquirir de empresas de un determinado ramo de
- "actividad, no podrá exceder del 20% del total de la cartera de la sociedad de
- "inversión".-

(1) Reglamentación de la Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina

- "4°) La totalidad de la cartera de la sociedad de inversión deberá estar consti  
"tuída por valores con cotización bursátil.-
- "5°) El objeto social deberá estar circunscripto a la compra-venta de valores  
"mobiliarios con prohibición expresa de realizar cualquier otra clase de opera-  
"ciones tales como: concesión de préstamos, financiación de emisiones o de con-  
"tratos, participación en otras sociedades, etc. Se exceptúan las participaciones  
"en sindicatos de emisión y la emisión de debentures.-
- "6°) Salvo la adquisición de inmuebles para su uso propio no podrá realizar ope-  
"raciones inmobiliarias.-
- "7°) La compra-venta de valores mobiliarios deberá efectuarse obligatoriamente  
"en Bolsa.-
- "8°) Constituir una reserva obligatoria para fluctuación de valores hasta alcan-  
"zar un mínimo del 100% del capital, la que se formará: a) con el 10% de las u-  
"tilidades líquidas y realizadas; b) con el 50% de las utilidades provenientes  
"de la negociación de valores.-
- "9°) La remuneración total de los Directores a que se refiere el Inc. 7 del pun-  
"to anterior será reducida en este caso del 25% del 15% con sujeción al mismo  
"régimen".-
- (Se trata de la remuneración que por todo concepto pueden recibir los Directores)

Estas sociedades en nuestro país no han tenido éxito, por cuanto el ajustarse a las normas transcriptas no reportaba ninguna ventaja y en cambio una serie de restricciones a las posibilidades de operar de las compañías.-

## 2 - Sociedades de inversión de capital variable (Open end Investment Companies)

La sociedad de inversión de capital variable aún cuando se organiza dentro del sistema de las sociedades anónimas, puede aumentar o disminuir permanentemente su capital en función de nuevas suscripciones de acciones, o su rescate.-

En estas sociedades los tenedores de acciones son titulares a su vez del derecho de voto inherente a cada acción, y correlativamente designan el Directorio que maneja la Sociedad, disponen las modificaciones estatutarias y en general resuelven todos los aspectos con facultad propia de la asamblea de accionistas.-

Este tipo de Sociedad no existe ni está legislada en nuestro país, pero tiene extraordinario desarrollo en los Estados Unidos y puede decirse que representa el mayor volumen de capitales colocados en fondos de inversión.-

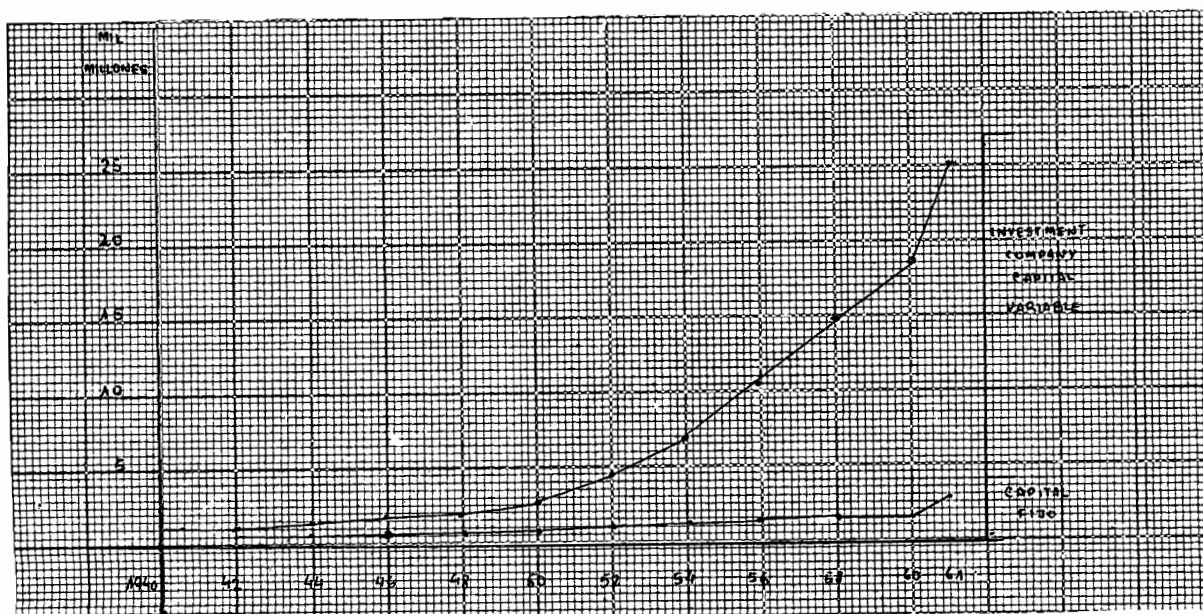
A este tipo de sociedad pertenece el mayor ente inversionista del mundo, el Investors Mutual Inc. organizado en 1940 por la compañía de asesoramiento de inversiones Investors Diversified Services, Inc. de Minneapolis, la que cumple también las funciones de distribuidor de las acciones de la sociedad de inversión. Al 31 de diciembre de 1961, el activo neto de Investors Mutual Inc. ascendía a 1.915.069.611 dólares americanos. La compañía asesora dirige cuatro fondos más dentro del mismo grupo, que son Investors Stock Fund, Investors Selectivo Fund, Investors Group Canadian Fund, Investors Variable Payment Fund, los que totalizaban a la fecha indicada 3,3 mil millones de dólares. Investors Mutual Inc. tenía 329.626 accionistas al 31/12/61.-

3 - Evolución en Estados Unidos de las sociedades de capital fijo y variable

Desde 1940, con motivo de la aparición de la ley que reglamentó los fondos de inversión, se produjo un extraordinario crecimiento de los fondos con surge del siguiente cuadro.-

## Crecimiento del activo de las Sociedades de Inversión desde 1940 (1)

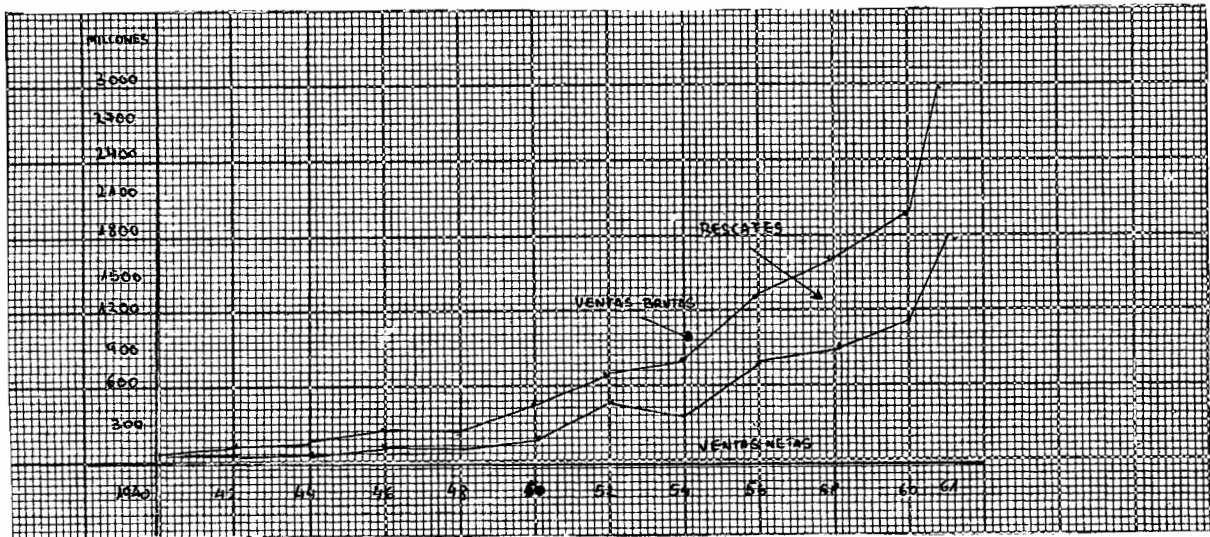
| Año  | Capital variable | Capital Fijo  | Total          |
|------|------------------|---------------|----------------|
| 1961 | 22.788.812.000   | 3.205.277.000 | 25.994.089.000 |
| 1960 | 17.025.684.000   | 2.083.898.000 | 19.109.582.000 |
| 1958 | 13.242.388.000   | 1.931.403.000 | 15.173.790.000 |
| 1956 | 9.046.431.000    | 1.525.748.000 | 10.572.179.000 |
| 1954 | 6.109.390.000    | 1.246.351.000 | 7.355.741.000  |
| 1952 | 3.931.407.000    | 1.011.089.000 | 4.942.496.000  |
| 1950 | 2.530.563.000    | 871.962.000   | 3.402.525.000  |
| 1948 | 1.505.762.000    | 767.028.000   | 2.272.790.000  |
| 1946 | 1.311.108.000    | 851.409.000   | 2.162.517.000  |
| 1944 | 882.191.000      | 739.021.000   | 1.621.212.000  |
| 1942 | 486.850.000      | 557.264.000   | 1.044.114.000  |
| 1940 | 447.959.000      | 613.589.000   | 1.061.548.000  |



(1) Wiesenberger, Arthur - Id. Pág. 26.

Las cifras indicadas muestran el fuerte desarrollo de las sociedades de capital variable, lo que a nuestro juicio es una demostración de las grandes ventajas de éste tipo de sociedad sobre los otros.-

"El reconocimiento público de la solidez del principio del capital variable se ha expandido a una tasa acelerada siempre desde la aprobación de la "Investment Company Act. Alrededor de 11,5 miles de millones han sido invertidos en éstas compañías desde 1940, y el número total de accionistas es de alrededor de 5,3 millones, comparado con menos de 300.000 a fines de 1940. Entre "los accionistas de muchos fondos mutuos están numerosos fideicomisos, colegios, "instituciones de caridad, fondos de pensiones, etc. No es sorprendente que los "inversores individuales en creciente número busquen este medio de inversión (2)



(2) Wiesenberger, Arthur - Id. pág. 102.-

Crecimiento de Sociedades de Inversión de capital variable (en miles de dólares).-

| Años | Activo neto | Ventas Brutas | Rescates  | Ventas netas | Accionistas | Nº de Fondos |
|------|-------------|---------------|-----------|--------------|-------------|--------------|
| 1961 | 22.788.812  | 2.950.860     | 1.160.357 | 1.790.503    | 5.319.201   | 169          |
| 1960 | 17.025.684  | 2.097.246     | 841.815   | 1.255.431    | 4.897.600   | 161          |
| 1959 | 15.817.962  | 2.279.982     | 785.627   | 1.494.355    | 4.276.077   | 155          |
| 1958 | 13.242.388  | 1.619.768     | 511.263   | 1.108.505    | 3.630.096   | 151          |
| 1957 | 8.714.143   | 1.390.557     | 506.716   | 983.841      | 3.110.392   | 143          |
| 1956 | 9.046.431   | 1.346.738     | 432.750   | 913.988      | 2.518.049   | 135          |
| 1955 | 7.837.524   | 1.207.458     | 442.550   | 764.908      | 2.085.325   | 125          |
| 1954 | 6.109.390   | 862.817       | 399.702   | 463.115      | 1.703.846   | 115          |
| 1953 | 4.146.061   | 672.005       | 238.778   | 433.227      | 1.537.250   | 110          |
| 1952 | 3.931.407   | 782.902       | 196.022   | 586.880      | 1.359.000   | 110          |
| 1951 | 3.129.629   | 674.610       | 321.550   | 353.060      | 1.110.432   | 103          |
| 1950 | 2.530.563   | 518.811       | 280.728   | 238.083      | 938.651     | 98           |
| 1949 | 1.973.547   | 385.526       | 107.587   | 277.939      | 842.198     | 91           |
| 1948 | 1.505.762   | 273.787       | 127.171   | 146.616      | 722.118     | 87           |
| 1947 | 1.409.165   | 266.924       | 88.732    | 178.192      | 672.543     | 80           |
| 1946 | 1.311.108   | 370.353       | 143.612   | 226.741      | 580.221     | 74           |
| 1945 | 1.284.185   | 292.359       | 109.978   | 182.381      | 497.875     | 73           |
| 1944 | 882.191     | 169.228       | 70.815    | 98.413       | 421.675     | 68           |
| 1943 | 653.653     | 116.062       | 51.221    | 64.841       | 341.435     | 68           |
| 1942 | 486.850     | 73.140        | 25.440    | 47.7009      | 312.609     | 68           |
| 1941 | 401.611     | 53.312        | 45.024    | 8.288        | 293.251     | 68           |
| 1940 | 447.959     | -             | -         | -            | 296.056     | 68           |

4 - Fondos comunes de inversión - Legislación Argentina.

Los fondos comunes de inversión constituyen una copropiedad indivisa sobre un patrimonio regido por un reglamento de gestión al cual adhieren todos los tenedores de cuotas partes, pero en cuya dirección y administración no tienen participación, Como en el caso de las sociedades de capital abierto, el capital formado por las cuotas partes aumenta o disminuye en función de suscripciones o rescates de las mismas.-

En la República Argentina la legislación se ha inclinado por los fondos comunes de inversión, tal como lo fija el artículo 1º de la Ley 15.885 cuando dice que "se considera fondo común de inversión el patrimonio perteneciente a diversas personas a las cuales se les reconoce derechos de copropiedad in

"divisa"; el artículo 2° dice "Los fondos comunes de inversión no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica"; el artículo 3° prohíbe la utilización de la denominación Fondo Común de Inversión a ninguna entidad que no se organice conforme a la prescripción de la ley. El artículo 8° establece que la indivisión del patrimonio no cesa a requerimiento de los copropietarios, "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".-

El artículo 11° dice "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". En el artículo 19 se establece que la cantidad de cuotas partes podrá aumentarse por suscripción de certificados, o disminuirse por su rescate.-

Las disposiciones anteriores configuran la naturaleza jurídica de los fondos comunes de inversión, en los cuales el tenedor de los certificados representativos de cuotas partes, adhiere de pleno derecho al reglamento de gestión, no teniendo ninguna intervención en la gestión del fondo y pudiendo en caso de disconformidad con el manejo del mismo, solamente rescatar sus cuotas partes.-

#### 5 - Consideraciones sobre el régimen argentino.

La sanción de la ley de fondos de inversión ha sido sin ninguna duda un gran paso adelante para la iniciación de éste nuevo tipo de ahorro privado, pero consideramos que el haber legislado únicamente sobre fondos de inversión, organizados en base a contratos de adhesión ha sido una insuficiencia legislativa al omitir la sociedad de inversión de capital variable.-

Interpretamos como vital para el buen manejo de las empresas que todos los componentes que participan en el capital de las mismas tengan el derecho a opinar y rechazar o aprobar la gestión de la Dirección.-

En nuestro país es habitual la organización de las sociedades anónimas con acciones de distinto derecho de voto. Este sistema no obstante las disposiciones del Código de Comercio en cuanto a limitación del derecho de voto se traduce en un monopolio de la dirección por parte de grupos que a veces suelen ser no mayoritarios en la composición del capital y que el resto de los accionistas se ve imposibilitado a cambiar por su menor derecho de voto.-

El voto múltiple por acción es en muchos casos la defensa de directorios incompetentes, y en cierta medida, una especie de nuevo derecho feudal sobre el manejo de patrimonios que pertenecen a grupos que pueden ser numerosos.-

Si las reservas que hemos planteado anteriormente en cuanto a la dirección de sociedades por accionistas minoritarios en capital pero con acciones de voto múltiple, las trasladamos a la organización de los fondos comunes de inversión, en base a un contrato de adhesión, llegamos a la conclusión de que el tenedor de cuotas partes se encuentra desamparado ante la posibilidad de una gestión inoportuna por parte de la sociedad gerente del fondo.-

No es suficiente para la defensa de los intereses de los inversores el derecho de rescate por cuanto cuando el cuota partista constata las deficiencias de la dirección, posiblemente el quebranto ya se halla producido, y la única alternativa que le queda es materializar la pérdida con el rescate de sus certificados, sin poder intervenir en la defensa del capital invertido.-

Por otra parte, e independientemente de las deficiencias eventuales en la gestión del fondo, es interesante destacar que puede existir por parte de miembros de la sociedad gerente intereses particulares en relación con determinadas inversiones mobiliarias que no coinciden exactamente con los mejores intereses del fondo, y esta circunstancia es imposible de alterar por parte de los cuota partistas.-

Además es de sumo interés, que complementariamente al aspecto social que cumplen los fondos de inversión en el sentido de hacer partícipes a la ma-

yor cantidad posible de personas o entidades en el rendimiento de las empresas más importantes que fundamentan la economía del país, se les dé también la posibilidad de opinar sobre la gestión que realiza el Directorio que maneja su capital, aprobándolo o cambiando el Directorio en caso de disconformidad.-

LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION  
EN LA LEGISLACION ARGENTINA

II - LOS ORGANOS DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

### 3 - LOS ORGANOS DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

Los órganos que manejan el fondo y que lo controlan son distintos, ya se trate de sociedades de inversión de capital variable o de fondos de inversión. En cuanto a las sociedades de inversión de capital fijo, su régimen es análogo al de todas las sociedades anónimas, por lo cual no ofrece mayor interés su análisis en ésta oportunidad.-

#### 1) Organización de las sociedades de inversión de capital variable.

El régimen operativo de las sociedades de inversión de capital variable, tomando como modelo la norma corriente en los Estados Unidos de Norteamérica, se concreta en los siguientes órganos:

a) La Sociedad de Inversión, comúnmente designada Mutual Fund (Fondo Mutuo) y técnicamente conocida como Open-end Investment Companies (Compañías de inversión de capital variable). Esta sociedad está constituida de acuerdo con las normas corrientes a las sociedades por acciones, en las que los accionistas detentan los derechos pertinentes; todas las acciones tienen igual derecho de voto, siendo de carácter nominativo. Su constitución debe estar ajustada a las disposiciones de la Investment Company Act. de 1940.-

Esta sociedad es el fondo mutuo en si misma. Todas las funciones de carácter administrativo, asesoramiento en la inversión y promocionales, son delegadas en otras entidades, de tal forma que la sociedad tiene como gastos directos honorarios legales, honorarios de auditores, impresión de balances, gastos de las asambleas anuales de accionistas, impuestos y otros gastos menores; la remuneración por las funciones delegadas es establecida en función del monto de la cartera.-

Contrato de administración: La administración de un fondo mutuo implica organización administrativa, contable, estadística y personal, lo cual en determi

nados momentos puede ser una carga excesiva para el fondo, si se encara en forma directa por la sociedad. Para limitar estos gastos, las sociedades de inversión convienen con empresas especializadas la prestación de esos servicios, las que paralelamente suelen prestar el asesoramiento bursátil. Estos convenios en general contemplan los siguientes aspectos: 1) Asesoramiento permanente a la sociedad sobre las medidas a tomar para la mejor marcha de los negocios; 2) Administración y supervisión de los negocios; 3) Provisión de estadísticas, oficinas y personal; 4) Forma de pago de la retribución, la que se establece en función de la cartera; 5) Límite de las responsabilidades del administrador; 6) Cláusulas de rescisión del contrato. Para mayor información, en el Anexo 1, se transcribe el contrato celebrado entre el Chemical Fund. Inc. y F. Eberstadt y Co..-

Convenio de distribución. La tarea que da vida a los fondos mutuos es la permanente promoción de la colocación de acciones de la sociedad. Esta actividad implica en mayor medida que la anterior, una amplia organización, y dadas las características propias de toda empresa de ventas, está sujeta a gastos de publicidad, desplazamiento de funcionarios, empleados y equipos de promotores a distintas áreas geográficas. Se trata de un negocio que puede ser fuente de grandes utilidades, pero también de pérdidas, por lo cual, las sociedades de inversión lo delegan en entidades independientes, alejando para los inversores en el fondo, toda posibilidad de quebrantos por esta actividad; además se trata de tareas en nada vinculadas con el propósito estricto del inversionista, y sería ilógico que se lo vinculara a los resultados de las mismas. Estos convenios contemplan los siguientes aspectos: 1) Autorización al distribuidor para aceptar órdenes de compra de acciones de la sociedad; 2) Valor a que se deberá vender la acción y momento en que se perfeccionará la operación; 3) Comisión que percibirá el distribuidor por la venta; 4) Normas sobre aprobación por la sociedad de inversión de la publicidad y literatura de venta a realizar por el distribuidor; 5) Documentación que la sociedad de inversión deberá facilitar al distribuidor; 6) Cláusulas de rescisión del contrato. En el anexo 3 se transcribe un ejemplar de contrato de distribución.-

b) El Custodio, que tiene la responsabilidad de todos los fondos recaudados por la colocación de acciones, y de los valores adquiridos con los mismos.-

Los contratos que se celebran para este fin son minuciosos en sus disposiciones y contemplan: 1) Prohibición de entregar dinero o valores a la sociedad de inversión; 2) Forma en que el Custodio entregará los fondos para realizar pagos; 3) Manejo de las acciones de la sociedad, emisión y rescate; 4) Tenencia de los valores de cartera, compra y venta de los mismos; 5) Cobranza de cupones, suscripciones, etc; 6) Pago de los dividendos de la sociedad de inversión; 7) Responsabilidad del custodio; 8) Retribución al Custodio; 9) Rescisión del contrato. En el Anexo 2 se transcribe un contrato de custodia.-

En los contratos de custodia, se incluye otra función vinculada con el carácter nominativo de las acciones, y es el de Transfer Agent, o encargado de las transferencias de las acciones, de manera de tener permanentemente actualizada la nómina de accionistas de la sociedad de inversión.-

c) Fiscalización: Aún cuando la fiscalización no es un órgano activo de los fondos mutuos, es de trascendencia para la seguridad de los inversores, y en las sociedades de inversión se efectúa de la siguiente forma

I) por los propios inversores accionistas al aprobar el balance, las inversiones, los contratos de administración, custodia y distribución, los gastos y la actuación del Directorio, con todas las facultades para cambiar cualquier orientación de la sociedad que se considere inconveniente.-

II) por vía de auditores externos, que deben certificar la corrección de los estados contables, y las desviaciones que se pueden haber producido al cumplimiento del estatuto social y los fines de la sociedad.-

III) Por la Security Exchange Commission, encargada del contralor de las sociedades de inversión y de todos los aspectos vinculados con las inversiones bursátiles en Estados Unidos.-

## 2) Organización de los Fondos Comunes de Inversión (República Argentina)

El régimen de nuestro país, independiza los bienes provenientes de los inversores, creando un patrimonio común y vinculando a las personas por el régimen de copropiedad.

Es decir que la sociedad de inversión según el esquema anterior se divide en dos entes, siendo uno la sociedad gerente del fondo de inversión y el otro el fondo de inversión propiamente dicho.

Los órganos intervinientes en la gestión y control del fondo son:

a) La sociedad gerente, cuya finalidad es la gestión y promoción del fondo de inversión, y que esté manejada por los directores designados por los accionistas de esta sociedad, sin participación de ningún tipo de los cuota partistas.-

Las funciones de esta sociedad en relación con el fondo son las de administración, representación, dirección y promoción.-

Dada la separación total entre el patrimonio de la sociedad gerente y el del fondo de inversión, no aparece como necesaria la delegación de funciones que hemos visto en el caso de la sociedad de inversión, y la práctica de los fondos existentes en la República Argentina parecen corroborar este hecho, pues salvo contados casos, todas las funciones las realizan las sociedades gerentes.

b) El Depositario, que puede ser un banco o una sociedad financiera, y cuya función es la de custodia de todos los bienes, valores mobiliarios y efectivos del fondo. También están a su cargo la cobranza de dividendos, pagos de suscripciones de acciones, movimiento de fondos por suscripción y rescate de cuotas partes etc. Dado que en éste país es corriente el carácter de acciones al portador no se realiza la función de agente de transferencia de las cuotas partes, aún cuando el decreto reglamentario de la ley de fondos de inversión contempla un libro de registro de suscripciones.-

c) Fiscalización: Se realiza por varios conductos, los que se entrelazan de la siguiente manera:

I) Control mutuo de la sociedad gerente y de la depositaria; II) Control

de las Bolsas de Comercio o de toda persona que tenga un interés legítimo, III) Control de la Sindicatura; IV) control de la Inspección General de Justicia.-

d) Por último tenemos el fondo de inversión, que como antes dijimos es un patrimonio perteneciente a diversas personas, a las cuales se les reconoce derecho de copropiedad indivisa y que carece de personería jurídica.

### 3) Diagramas.

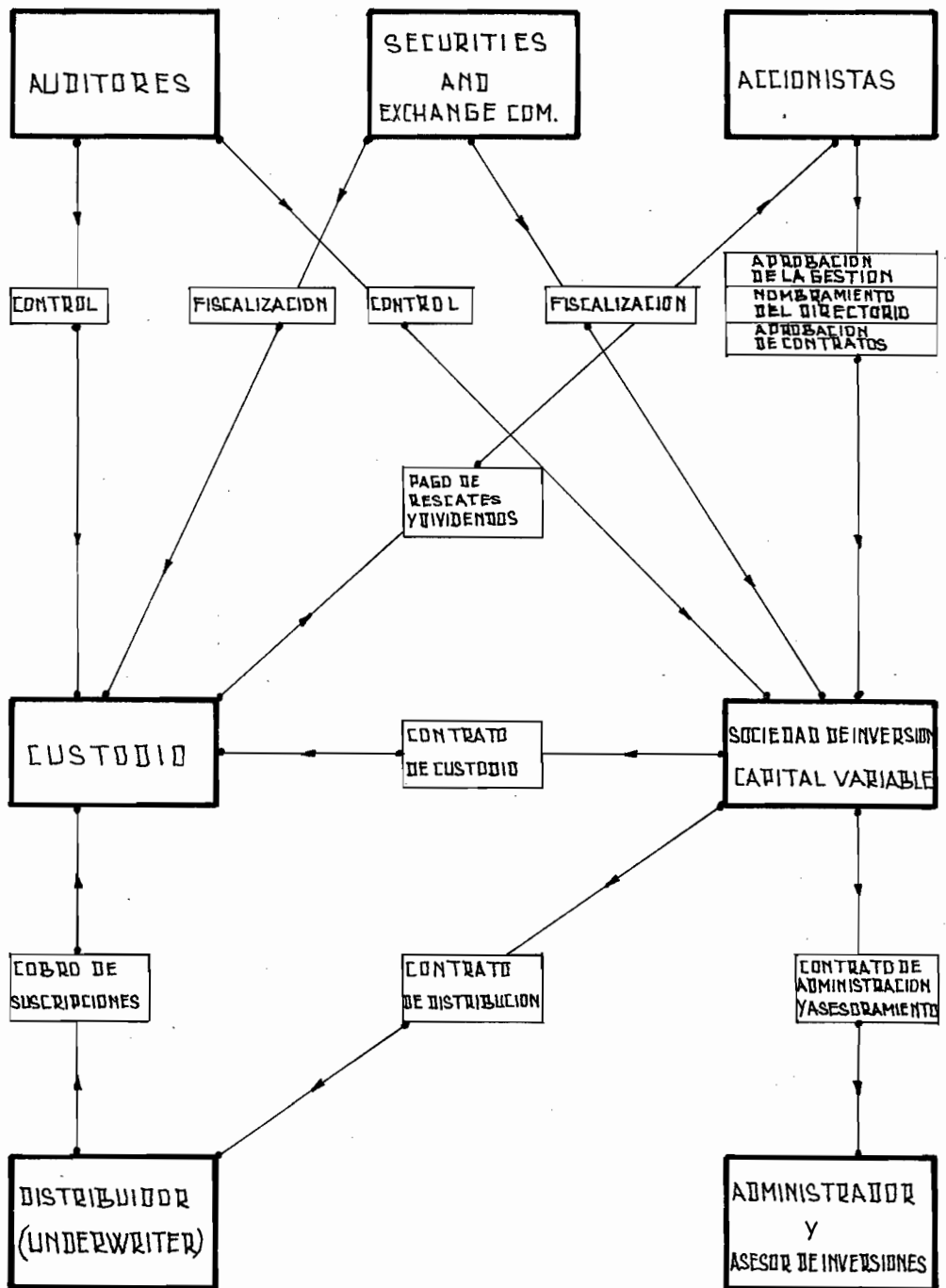
Los diagramas correspondientes a la organización de los dos tipos de fondos analizados con su interconexión de funciones se presenta en los cuadros siguientes

SOCIEDAD DE INVERSION-CAPITAL VARIABLE  
(E.E.U.U)

CALIZACION

ANDOS

IONES  
EGADAS

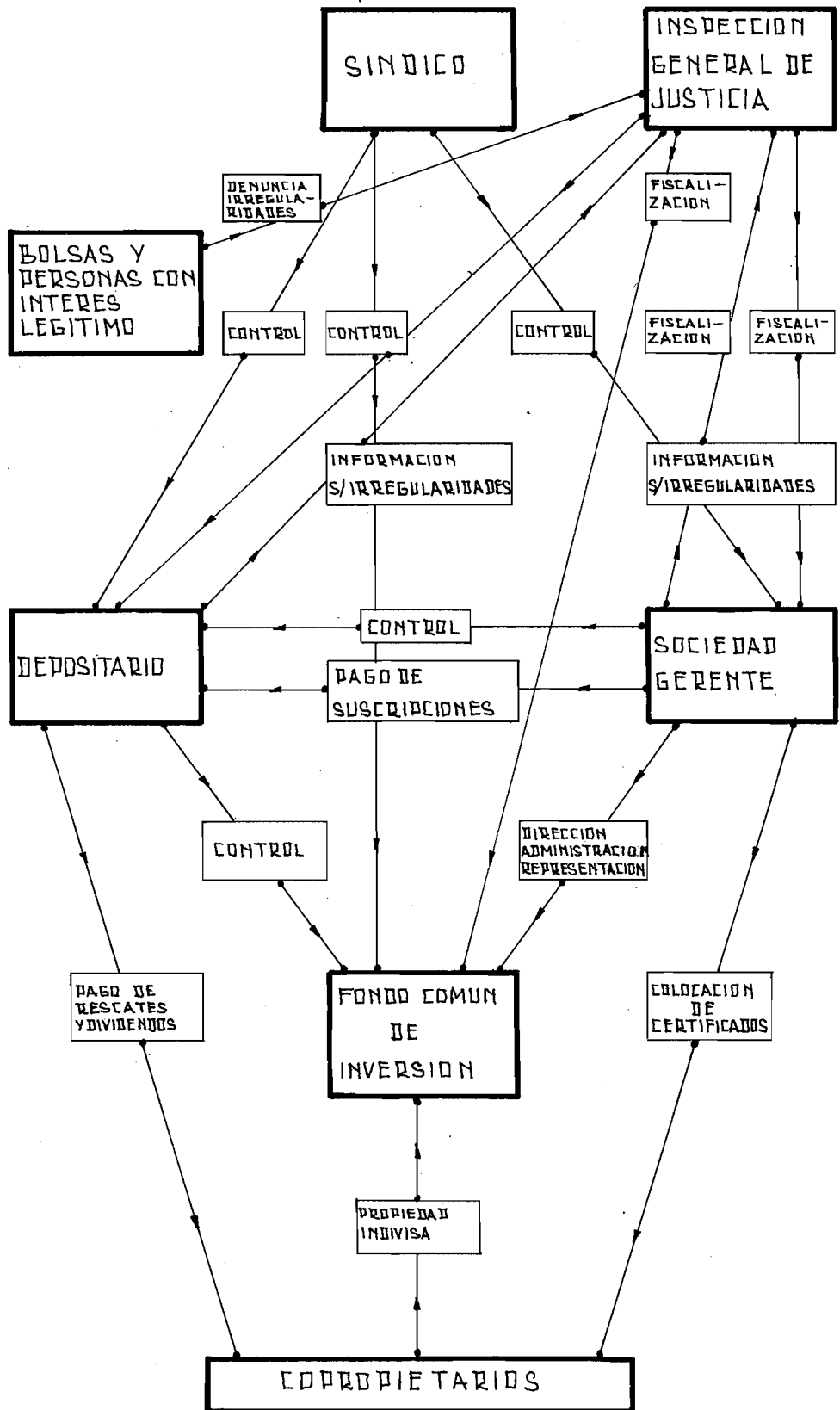


# FONDOS MUTUOS DE INVERSION (REP. ARGENTINA)

REALIZACION

FONDOS

FONDO COMUN



#### 4 - LA SOCIEDAD GERENTE

Tal como se ha indicado en el capítulo anterior, el manejo de los fondos comunes de inversión está a cargo de una entidad con patrimonio separado del patrimonio del fondo, cuyas utilidades o quebrantos en nada pueden afectar a las del fondo y en cuya dirección ningún copropietario puede intervenir. Así lo establece la ley al fijar que "la dirección y administración de fondos comunes de inversión estará a cargo de una sociedad que actuará con la designación de "sociedad gerente".-

La ley y el decreto reglamentario de la misma, N° 11.146 del 18 de octubre de 1962 establecen una serie de normas tendientes a organizar el funcionamiento de la sociedad gerente que pasamos a considerar.

##### 1 - Requisitos previos para el funcionamiento.

###### a) Sociedad Anónima:

El artículo 4° de la ley determina que solamente podrán actuar en tal carácter sociedades anónimas, lo que está ratificado por el decreto reglamentario en el artículo 1°, con el añadido de que deberán estar autorizadas, pudiendo estar "inscriptas en jurisdicción nacional o provincial". En el artículo 3° del D.R., se establece que "la Inspección General de Justicia procurará coordinar funciones con las respectivas autoridades provinciales, en los casos en que "pueda existir concurrencia de jurisdicciones".-

Consideramos que la obligatoriedad de que la Sociedad Gerente sea anónima es un requisito que no influye en el mejoramiento de la organización de los fondos y que podría haberse permitido otros tipos de sociedades, lo cual no afecta en absoluto el control y fiscalización que pueda realizar la Inspección General de Justicia. Al respecto es interesante destacar que "según datos del Banco Nacional Suizo e informes de estadísticas del país publicados por la conocida revista Volkwirtschaft, a fines de marzo de 1961 había en la confederación Helvética 87 sociedades de inversión, dirigidas por 53 sociedades de gestión

"(trustleintungen) 43 de las cuales tienen la forma de sociedades por acciones "(aktiengesellschaften), 5 la de sociedades en nombre colectivo (Kollektivegesellschaften), 2 la de sociedades en comandita (Komanditgesellschaften), 2 la de uniones (Vereine) y 1 la de cooperativa (Genossenschaft). Aparece una clara "diferencia en relación con la legislación germánica (República Federal Alemana) "donde las Kapitalengesellschaften (ley del 16 de abril de 1957) son instituciones de crédito (Kreditinstitute), que solo puede asumir la forma jurídica (Rechtsform) de sociedades por acciones (Aktiengesellschaften), y de sociedades de "responsabilidad limitada (Gesellschaften mit beschränkter Haftung)". (1).-

No encontramos una razón definitiva para que la sociedad gerente de un fondo mutuo deba ser exclusivamente sociedad anónima, como lo demuestran los antecedentes expuestos, aún cuando evidentemente las sociedades de inversión de capital variable deben organizarse como sociedades anónimas.-

b) Exclusividad del objeto.

El artículo 4º de la ley establece "que la sociedad gerente deberá ser "especialmente constituida y habilitada" para la gestión del fondo común de inversión.-

La condición de especialmente constituida para la gestión del fondo no parecería que fuera excluyente de otras actividades, las cuales podrían ser encaradas por la sociedad gerente, con la inclusión en su objeto social de las mismas. No obstante el decreto reglamentario es terminante en este sentido al decir que, "la sociedad gerente tendrá como objeto exclusivo la promoción y administración de fondos comunes de inversión". Es decir, que define una exclusividad de objeto no fijado con precisión por la ley y añade una nueva actividad factible a desarrollar por la sociedad gerente que es la de la promoción del fondo.-

La promoción de un fondo de inversión comprende el acto de creación del fondo, decisiones de nivel gerencial sobre su composición y por último la

(1) CARCANO, Giuseppe - El desarrollo de las sociedades de inversión en la zona de la comunidad Económica Europea - Boletín mensual del Banco de la República Oriental del Uruguay - Montevideo - año 1962 Nos. 233 - 234 - Pág. 19.-

promoción de venta de cuotas-partes del fondo de inversión. Esta última actividad implica la autorización a la sociedad que dirige y administra el fondo, de convertirse en una empresa con una organización substancialmente distinta, con posibilidades de utilidades importantes y correlativamente de quebrantos; implica organización publicitaria, de agencias en todo el territorio nacional e incluso en el extranjero, instalación de sucursales y un gran despliegue administrativo. Creemos que el ideal sería posiblemente separar estas funciones de la sociedad gerente por los riesgos naturales de toda empresa comercial pero si definitivamente el espíritu fuera de que esta última actividad promocional la puede realizar la sociedad gerente, no encontramos la razón por la cual no puede realizar otras actividades financieras que pueden ser menos riesgosas que la delicada y costosa actividad promocional. En tal situación la promoción de venta de certificados será más importante en la empresa que la dirección del fondo. Esto también se vincula con las restricciones que contempla el D.R. en el artículo 2º, referentes a los bienes en los cuales puede estar invertido el capital de la sociedad gerente y que más adelante analizamos.-

Puede en consecuencia cuestionarse la disposición del decreto reglamentario por cuanto limita innecesariamente otras actividades de la sociedad, como pueden ser las de mandataria, asesora de inversiones, promoción en el desarrollo de otras empresas, en las que todo el conocimiento de sus naturales funciones de dirección del fondo, estudios de la situación de las empresas y de los ramos industriales pueden ser ampliamente utilizados sin ningún riesgo patrimonial. Por otra parte, la facultad que otorga el decreto reglamentario de promover la colocación de cuotas partes es realmente riesgosa, pero el decreto reglamentario la autoriza.-

### c) Capital.

La sociedad gerente deberá "tener un capital integrado de \$5.000.000 (cinco millones de pesos) como mínimo". (ley art. 4 inc. b).-

"Para la determinación del capital de la sociedad gerente, se deducirá del capital accionario integrado el saldo final de pérdidas que denuncie el último balance general de la sociedad que no se halle cubierto con reservas de utilidades

"líquidas y realizadas, como asimismo el importe de todo rubro de activo inmaterial o de dudosa posibilidad de realización. El capital mínimo prescripto por la ley deberá poseerse y conservarse permanentemente. (D.R. art. 2).-

Las disposiciones anteriores se ajustan al concepto de la posesión efectiva del capital mínimo requerido por la ley.-

En relación con la disposición del capital de la sociedad, el decreto reglamentario dice que "el capital que no se empleare en el establecimiento de las oficinas de la empresa y atención de los negocios sociales deberá hallarse depositado en Bancos de plaza, o bien invertirse, a opción de la sociedad, de la siguiente manera: en inmuebles; títulos públicos emitidos o garantizados por la nación o las provincias; préstamos con garantía hipotecaria en primer grado o prendaria, cuyo importe no podrá exceder en cada caso, del cincuenta por ciento del valor del bien que se afecte en garantía o certificados de copropiedad del fondo o fondos comunes que administre. Toda vez que medien razones justificadas, la Inspección General de Justicia podrá autorizar otras inversiones que las aquí previstas" (art. 2).-

Aún cuando es necesario fijar la orientación de las inversiones de la sociedad gerente, la limitación del decreto es excesiva y en cierto sentido contradictoria. Aparentemente el fin de la disposición transcripta es poder controlar con facilidad la existencia del capital mínimo requerido, pues razonablemente no puede aconsejarse una inversión en títulos públicos si no es con riesgo de la desvalorización como la experiencia lo ha demostrado, o aún cuando mantengan una cierta estabilidad de precio en pesos, la descapitalización por vía de desvalorización monetaria es notoria. Por otra parte, se autoriza la inversión en certificados del fondo, que en realidad es invertir en acciones que cotizan en Bolsa, pero no se menciona la inversión directa en las mismas, lo que hace suponer que habrá que solicitar previamente autorización para hacerlo, criterio éste incomprensible si así fuera aplicado.-

Avanzando algo más, no se comprende la razón por la cual la sociedad gerente no puede invertir sus fondos en sociedades que no coticen sus acciones en Bolsa, ya que los procedimientos de valorización de acciones son técnicamente conocidos, y aceptados por las oficinas públicas y tribunales a quienes les compete su análisis. La disposición del decreto reglamentario sobre inversiones que podrán realizarse, aparentemente lo hace razonando sobre la base del capital mínimo, sin aclarar el caso posible de sociedades con un capital mayor o con utilidades acumuladas. Cumplido el mínimo de capital, la sociedad debería tener libertad para invertir sus fondos, dentro de un criterio mucho más amplio que el dispuesto por el decreto, pero esto no surge claramente de las disposiciones enunciadas

La sociedad gerente en el caso de administrar varios fondos, "deberá tener un capital mínimo de \$ 5.000.000.- por cada fondo que administra". (Ley art. 7°), siendo razonable la exigencia legal en función de los mayores capitales de terceros que la sociedad gerente manejará:-

d) Designación y domicilio.

El artículo 4° de la ley dice que la sociedad que administre los fondos, actuará con la designación de "Sociedad Gerente" y el artículo 1° del decreto amplía lo dicho en la ley indicando que: "integrará su denominación la expresión "Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión" u otro de igual significado". Indudablemente la ampliación de significado a la disposición legal.-

En cuanto al domicilio el art. 4° de la ley fija que el mismo deberá ser en el país, y el art. 1° del decreto, expone que la sociedad deberá ser autorizada o inscrita en jurisdicción nacional o provincial.-

e) Consideración sobre el objeto y la composición del capital.

En relación con los puntos b) y c) anteriores, el decreto reglamentario ha fijado normas mucho más rígidas que la ley, y por esta vía puede convertirse a la ley de fondos de inversión en una ley que en la práctica no sea de aplicación por haber desaparecido el interés de constituir la sociedad gerente que es nervio

motor del sistema. La consecuencia de las disposiciones reglamentarias son que el único ingreso positivo de la sociedad gerente es su comisión como gestora del fondo; los ingresos por promoción son eventuales y por lo menos en el período que corre desde el año 1960 han sido mínimos en su cuantía. Contra aquel ingreso de gestión, la sociedad gerente debe hacer frente a toda la organización contable administrativa de una sociedad anónima corriente y además la organización administrativo-contable propia del fondo. Todo esto requiere gastos que por mucho que traten de reducirse son de cierta magnitud, por lo cual la sociedad gerente para subsistir debe poseer una cartera muy voluminosa o una comisión gran de sobre el activo del fondo o sobre sus utilidades; ésta última alternativa va concretamente contra el inversor en el fondo y en definitiva contra el sistema por lo cual hay que desecharla, y la posibilidad de administrar un fondo con un activo o utilidades de magnitud, presumiblemente solo se puede obtener después de varios años de actuación.-

En consecuencia, a los fines de permitir la creación de fondos de inversión por sociedades gerentes, debe facilitárseles la forma de superar los primeros tiempos en los que si sus únicos ingresos son los provenientes de la comisión de gestión y la renta de las inversiones autorizadas por el decreto reglamentario, se convertirá en una sociedad deficitaria que no atraerá a los empresarios. En cambio pudiendo la sociedad gerente realizar funciones vinculadas con su específico ramo, e invertir el capital en otras inversiones, que aunque sea circunstancialmente, le den una mayor rentabilidad que la del fondo de inversión, puede constituirse la sociedad gerente en una empresa que se fortifica y expande dentro del ramo financiero y bursátil y puede convertirse en atractiva para los que la constituyen.-

## 2 - Funciones de la Sociedad Gerente.

En relación con la gestión del fondo, la sociedad gerente debe llenar los siguientes cometidos:

### a) Dirección.

El artículo 4º dice que la dirección de fondos comunes está a cargo de la sociedad gerente.-

El concepto de dirección es muy amplio en su contenido, y debe entenderse que implica la política de inversiones, las decisiones sobre compras y ventas de papeles bursátiles en el país o en el exterior, las ventas de cupones o suscripciones, los criterios de valuación de acciones a los efectos de la valorización de la cartera, la venta en público romate de acciones que por cualquier circunstancia hubieron dejado de operar en Bolsa, la creación de reservas si para ello estuviera facultado por el reglamento de gestión, suspender el pago de rescates, el pago de dividendos, la modificación del reglamento de gestión si las circunstancias lo aconsejaren, etc.; es decir todas las decisiones de tipo gerencial que en forma mediata o inmediata afectan la economía del fondo, o los derechos de los inversores o las funciones de los órganos intervinientes.-

b) Administración.

El mismo artículo 4° establece que la administración de los fondos está a cargo de la sociedad gerente.-

Tanto la ley como el decreto reglamentario se refieren a algunos aspectos que componen las funciones administrativas de la sociedad gerente en relación con el fondo, y así mencionan, la ley en el art. 20 la obligación de pagar el rescate contra devolución de certificado respectivo; en el art. 33 la publicidad obligatoria de determinados documentos; el decreto reglamentario, en el artículo 7° la determinación del valor de la cuota parte; el art. 8° la forma en que deberán pagarse las suscripciones; en el 9° la documentación necesaria para la compra-venta de títulos en el exterior; el art. 11° la implantación del "fondo Fijo" para el manejo de efectivo del fondo; el art. 12° la documentación comprobatoria de las operaciones en Bolsa o fuera de Bolsa; el art. 14° la forma de cálculo de la retribución de la sociedad gerente y depositaria; el art. 15° la forma de pago de rescate; el art. 16° los formularios a que se ajustarán los balances y los términos de las publicaciones; el art. 18° que se entiende por utilidades distribuibles y tratamientos de las pérdidas; el 19° la forma de pago de las utilidades; el 20° la impresión de los estados contables; el 23° la for-

ma de asentar la colocación y transferencia de los certificados; el 24° la conversión de certificados; el art. 29° los plazos de las publicaciones; el art. 30° la documentación a enviar a la Inspección General de Justicia.-

Además de los aspectos indicados, también debe la sociedad gerente organizar la faz contable, crear los formularios, reglamentar la forma de percepción de los dineros de las distintas zonas del país o del exterior, la recepción de la información bursátil, su archivo y estadísticas, etc. También cabe a la sociedad gerente proveer las soluciones de los problemas que se planteen si el depositario estuviese inhabilitado para actuar y practicar todas las operaciones consiguientes a la disolución del fondo si así estuviera previsto en el reglamento de gestión.-

c) Representación colectiva.

El art. 4° inc. a) de la ley dice que la sociedad gerente deberá "ejercer la representación colectiva de los copropietarios indivisos en lo concerniente a sus intereses y respecto de terceros, conforme a las reglamentaciones contractuales concertadas".-

La representación en lo concerniente a los intereses de los copropietarios tiene por núcleo la política de inversiones, que debe ajustarse a las disposiciones legales y reglamento de gestión. Consecuentemente con las inversiones efectuadas, pueden presentarse diversas circunstancias en las cuales la sociedad gerente debe representar a los copropietarios, como ser sus relaciones con las Bolsas y Mercados del país o del extranjero, donde se cotizan las acciones de la cartera, con los comisionistas de bolsa, con las sociedades emisoras, con la sociedad depositaria y en general con los terceros, reparticiones públicas, recaudadores de impuestos, Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina e Inspección General de Justicia.-

Las causas que pueden motivar la representación son numerosas, como ser incumplimiento por las sociedades emisoras de presentación en término de sus balances, lo que debe ser exigido tanto a estas como en las bolsas de comercio,

la emisión de títulos representativos de acciones por las sociedades emisoras en desacuerdo con las normas pertinentes, y que deberán ser denunciados al depositario, comisionista de bolsa, Bolsa de Comercio y Sociedad Emisora, el remate público de acciones en el caso que carecieran de mercado o que se hubiera suspendido la cotización por parte de las autoridades del Mercado, la aprobación de los balances de las sociedades emisoras y de la demás documentación legal, así como la designación de las autoridades de las mismas, por vía de la participación en las asambleas de accionistas.-

De todo lo anterior la ley se refiere en forma expresa a la participación en las asambleas de accionistas de las sociedades emisoras cuyas acciones forman parte de la cartera del fondo, y dice en el art. 12 inc. d) que el reglamento de gestión deberá especificar "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 ésta ley". La limitación al voto se concreta en el inc. b) de dicho artículo, al decir que la gestión del fondo no podrá "ejercer más del 5% por ciento del derecho a voto de una misma emisora, cualquiera sea su tenencia". Las disposiciones transcritas tienden a disminuir la influencia que deben llegar a tener los directores de la sociedad gerente, por vía de la representación de las acciones del fondo en las sociedades emisoras. Se trata de una limitación que es general a todas las legislaciones y que en sus fundamentos trata de evitar que el interés directo de los componentes de la sociedad gerente lleve a realizar inversiones inconvenientes del fondo y que no se realizarían siguiendo una prudente política de selección de acciones. El control de las sociedades emisoras es siempre una tentación para determinados grupos de accionistas, y si no se plantearan limitaciones, las tenencias de los fondos mutuos terminarían siendo embarcadas en luchas internas por el control de las sociedades que cotizan en el Bolsa, ajenas al espíritu con que son creados.-

Lo expuesto no puede ir en contra de la obligación de la sociedad gerente del fondo, de participar activamente en las asambleas de accionistas de la

sociedades que figuran en la cartera del fondo, pues hace a la mejor marcha de las inversiones, que se analicen detalladamente la gestión de los directorios de esas sociedades, y que incluso se influya en la designación de sus autoridades, estudiando sus antecedentes, forma de desempeño de sus funciones, y resultados que arroja su gestión. Se trata como se ve, de un aspecto sumamente delicado y difícil de resolver. La limitación del 5% de los votos en algunas sociedades puede ser de gran gravitación, y en otras sin mayor significado, por lo que debe considerárselo con las reservas lógicas en relación con el objetivo que persigue.-

A los efectos de la acreditación de la representación en las asambleas, el art. 10 del decreto dice "el comprobante que otorgue el depositario a la sociedad gerente será documento suficiente para acreditar la tenencia de acciones que integran el fondo común y la condición de representante de los copropietarios que la sociedad gerente inviste. Con la presentación de ese comprobante la sociedad gerente podrá ejercer los derechos inherentes a la calidad de accionistas, inclusive la asistencia a las asambleas y votación en estas, cualquiera que fueren las disposiciones estatutarias de las sociedades emisoras".

La última disposición, por la cual se establece la posible alteración de derecho de las disposiciones estatutarias de las sociedades emisoras, creemos que puede dar lugar a controversias, pues significa alterar situaciones jurídicamente firmes, y que cuando se adquirieron las acciones debían conocerse debidamente.-

La ley ha contemplado que una sociedad gerente puede ser administradora de varios fondos de inversión, y establece la independencia que debe existir entre los mismos y el ajuste pertinente del capital, pero no menciona en absoluto restricciones al derecho de voto. En cambio el decreto, en el art. 10, dice que "Si en una asamblea general de accionistas, efectuado el cómputo de votos con ajuste a las prescripciones del art. 350 del Código de Comercio, los que corresponden a acciones que integran el o los fondos administrados por una sociedad gerente excedieran del cinco por ciento del total de votos correspondientes al conjunto de todas las acciones de la sociedad emisora, se reduci-

"rá el derecho de voto de la sociedad gerente al referido cinco por ciento". Si se analiza la ley, se ve que la limitación es en relación con el fondo y no con la sociedad gerente; el art. 10 habla del reglamento de gestión del fondo o de cada uno de ellos si son varios por lo cual debe considerarse que el decreto ha restringido la limitación del derecho de voto, trasladándola del concepto de representación del haber del fondo, directamente al carácter del representante en sí mismo. Si ampliamos el concepto puede darse la circunstancia de que la sociedad gerente en representación del fondo, represente el 5% de los votos de la sociedad emisora, y que por sus tenencias propias de acciones se presente en la misma asamblea. El decreto no contempla esta circunstancia, pero debe presumirse que si se diera el caso, la sociedad gerente debería ser reconocida en la asamblea sin la limitación global del 5%, lo cual aparentemente va en contra del espíritu del decreto. Por otra parte la disposición del decreto, puede ser fácilmente superada por la realidad por cuanto si el grupo constituyente de una sociedad gerente desea controlar una sociedad emisora por vía de la tenencia de acciones de más de un fondo, le representa básicamente los mismos gastos la organización de un nuevo fondo que la creación de una nueva sociedad gerente para el nuevo fondo. La diferencia de gastos de constitución y de administración no son tan significativas como para impedir que un grupo que persigue en forma definida el control de la sociedad, sea disuadido de su propósito. En consecuencia, consideramos que el decreto establece una limitación no contemplada en la ley por lo que sería in procedente, y aún cuando lo fuera sería fácilmente desconocida por la vía de los hechos.-

La ley es terminante al decir que no podrá ejercerse más del 5% del derecho a voto de una misma emisora, por lo que ese 5% es una cifra fija en función del capital y la clase de acciones de la sociedad emisora. Su determinación es conocida antes de la realización de la asamblea, y quedaría solamente sujeta a las disposiciones del artículo 350 del Código de Comercio en la medida que no pueden superar el 10% del total de las acciones emitidas, o el 20% de los votos presentes. La disposición del decreto anteriormente transcripta vincula la asamblea general de accionistas con el cómputo del art. 350 del Código de Comercio y

dice que los votos de la sociedad gerente se reducirán al 5% si los mismos excedieran al total de votos correspondientes al conjunto de todas las acciones. La redacción no es clara y parecería que el decreto vincula el 5% correspondiente a la sociedad gerente con la cantidad de votos resultantes para la asamblea después de las limitaciones del artículo 350 del Código de Comercio; si así fuera el decreto estaría modificando la ley y si así no fuere, el párrafo transcrito está mal redactado, debiendo mencionarse el art. 350 del Código de Comercio como una limitación final y aplicable a todos los tenedores por igual.-

#### d) Promoción.

La ley no menciona a la promoción como una actividad de la sociedad gerente, pero el decreto reglamentario establece que la sociedad gerente tendrá como objeto exclusivo la promoción y administración de los fondos, con lo cual le atribuye otra actividad específica, no contemplada expresamente en la ley pero presunta.-

Esta actividad no afecta ni debe afectar a los cuota partistas desde el punto de vista económico pero es prácticamente el eje del sistema por cuanto la promoción será la forma de reunir fondos y el mayor volumen de fondos obtenidos redundará en una mayor diversificación de las inversiones, en una mayor retribución para la sociedad gerente, y esto facilitará las funciones de análisis y estadísticas del mercado bursátil y sociedades emisoras.-

### 3 - Requisitos para iniciar las operaciones del fondo.

Una vez obtenida la personería jurídica por la sociedad gerente, e integrado su capital legal, deben cumplirse varios trámites, para que pueda comenzar la colocación de certificados del fondo. Estos trámites consisten en: a) obtener la aprobación del reglamento de gestión, de los certificados de copropiedad, solicitudes de suscripción y recibos; b) aceptación de los balances de la sociedad gerente y de la sociedad depositaria; c) elevación a escritura pública del reglamento de gestión aprobado y de su inscripción en el Registro Público de Comercio.-

El trámite deberá realizarse ante la Inspección General de Justicia y ser aprobada la documentación por la misma. En capítulos posteriores trataremos

en detalle estos aspectos.-

Cumplidos los trámites indicados, la sociedad gerente está facultada para iniciar las operaciones correspondientes al fondo común de inversión.-

#### 4 - Restricciones, Responsabilidades y Derechos.

##### a) Restricciones.

Las restricciones a la actuación de la sociedad gerente, en relación con el fondo, son de índole económica y por incompatibilidad de funciones. Entre las restricciones económicas están la obligación de invertir siempre en valores mobiliarios el haber del fondo, hasta el 90% en sociedades con balances aprobados durante tres años y el 75% en valores nacionales; no adquirir más del 10% de acciones a valor nominal de una entidad, ni invertir en una sola entidad más del 10% del haber del fondo. El decreto reglamentario (art. 8) establece que "la sociedad gerente no puede disponer, gravar o comprometer el haber del fondo de inversión en operaciones distintas a las autorizadas legalmente".

El art. 8 del decreto, dice que "no podrán adquirirse para el fondo común, acciones representativas del capital de las sociedades gerente o depositaria". La ley no prohíbe estas inversiones, por lo que la viabilidad de lo dispuesto por el reglamento la encontramos dudosa. De todas formas, no vemos la razón por la cual los fondos que tienen como sociedad depositaria, a bancos que cotizan sus acciones en bolsa, como existen varios casos, no pueden tener en sus carteras acciones de estos bancos, que en algunos casos han demostrado ser las acciones que más han mantenido su valor bursátil y su rentabilidad.-

En cuanto a las incompatibilidades de funciones, la ley (art.38) prohíbe que los directores de las sociedades gerentes integren "los directorios de las sociedades depositarias", disposición que es normal en la legislación comparada y que es fundamental para la independencia de los órganos del fondo y para su recíproco control, pero consideramos excesiva la disposición reglamentaria del

art. 10 último párrafo que dice "que la sociedad gerente no podrá integrar el Directorio o la sindicatura ni desempeñar la gerencia ni ningún otro cargo remunerado en otra sociedad cuyas acciones integran el fondo común". La redacción transcripta es sin duda imprecisa.-

La sociedad gerente no actúa por sí sino por medio de sus representantes, que son sus directores; a su vez en las sociedades emisoras, pueden ser directores, síndicos o gerentes, solamente personas físicas, por lo que la disposición reglamentaria carece de sentido con su actual texto. Si lo que se ha querido indicar, es que ningún miembro de la sociedad gerente, director o síndico, puede a su vez ser director, síndico, gerente o tener un cargo rentado en sociedades cuyas acciones integran el haber del fondo, la incompatibilidad reglamentaria supera la de la ley, por lo que debe considerársela improcedente.-

Apartándonos del aspecto legal del problema, no dejamos de reconocer cierto fundamento en la disposición reglamentaria. En efecto, los directores de la sociedad gerente del fondo, son designados por los accionistas de la misma, sin ninguna intervención de los tenedores de certificados; esto puede llevar a que los directores de la sociedad gerente, que no pueden ser observados o criticados por los cuota partistas, insistan en mantener tenencias de acciones perjudiciales económicamente para el fondo, aunque legalmente sea inobjetable la inversión. La parte positiva de la intervención de directores de la sociedad gerente en el directorio u otras funciones de las sociedades emisoras de la cartera del fondo, está dada por el conocimiento directo que los mismos tienen de las operaciones y posibilidades de estas sociedades, lo cual con un criterio sano, lleva al mejoramiento en la inversión, ya que de otra manera el estudio de la sociedad deberá hacerse en forma menos precisa. El problema radica en la posible pugna de los intereses personales del directorio y los del fondo, cuyo análisis debería en definitiva dejarse librado a los tenedores de certificados, pero esto es sólo viable en las sociedades de inversión, por lo que nos referimos a lo anteriormente expuesto al respecto.-

b) Responsabilidad solidaria.

"La sociedad gerente, y sus directores serán solidariamente responsables de los perjuicios que se ocasionen a los titulares de cuotas partes por incumplimiento de las disposiciones de ésta ley o del reglamento de gestión" (ley ar. 5°).-

Independientemente de las multas de que es pasible la sociedad y los directores, que se analizan en otro capítulo (1), en los casos en que se produce un perjuicio concreto a los cuota partistas, y el mismo tiene su origen en el incumplimiento de la ley o del reglamento de gestión, la responsabilidad debe extenderse hasta la reposición total del quebranto causado. No surge tal responsabilidad por los errores en la selección de los valores que componen la cartera o falencia de alguna de las sociedades, pero la seguridad de que la sociedad se maneja estrictamente de acuerdo a las normas legales, es el fundamento mismo del sistema y la base de la confianza que le dispense el público inversor. La posibilidad de que el desconocimiento de dichas normas pueda quedar impune en relación con el quebranto que se ocasione a los cuota partistas debilitaría en tal forma la ley de creación de los fondos mutuos, que se justifica la responsabilidad solidaria de la sociedad gerente y sus directores.-

c) Derechos.

La sociedad gerente tiene derecho a cobrar la compensación fijada en el reglamento de gestión por las diversas funciones que realice y que más adelante se tratan.-

Además la sociedad gerente tiene derecho a desligarse de las obligaciones a su cargo, "sustituyendo su mandato en otra sociedad que reúna los requisitos exigidos por la ley" (art. 26 D.R.). Para que la sociedad pueda hacer uso de esta facultad, debe estar previsto en el reglamento de gestión, y si no lo estuviera, deberá previamente modificarse el reglamento, contemplando la sustitución de la sociedad gerente. Es perceptible, que las circunstancias que determinaron la creación de la sociedad gerente, pueden modificarse en el curso

(1) Ver Capítulo 26.-

de la evolución social, por lo cual, vincular indefinidamente a la sociedad gerente y al fondo, puede ser perjudicial en definitiva para ambos entes.-

#### Retribución de la Sociedad Gerente.

La Sociedad Gerente recibe distintas compensaciones en relación con cada una de las funciones que realiza, y en tal sentido tenemos:

a) gestión del fondo, que comprende la dirección, administración y representación colectiva de los cuota partistas; por este concepto, es usual que la retribución se fije en un coeficiente ya sea en función del activo neto del fondo, o de las utilidades totales, o una combinación de ambos. La liquidación de esta retribución, puede ser mensual, o trimestral. Este importe se cobra directamente al fondo común, debe estar fijado en el reglamento de gestión, y la ley lo contempla en el art. 12 inc. c).-

b) promoción del fondo, que comprende la colocación de cuotas partes; por este concepto, la sociedad gerente cobra un porciento sobre el valor de las cuotas partes adquiridas por el suscriptor, que se liquida en el momento del pago de las mismas. Esta comisión está contemplada en el art. 18 de la ley, y debe ser fijada por el reglamento de gestión.-

c) compensación de gastos, algunos de los cuales están detallados en el decreto, como ser las compensaciones por transferencias de certificados nominativos, los canjes por certificados de distintos valores (arts. 23 y 24), la impresión de balances (art. 20), etc. El detalle indicado no es total, por cuanto el reglamento de gestión puede fijar distintos tipos de retribuciones o compensaciones de gastos, de acuerdo a lo que la sociedad gerente y depositaria consideren conveniente, previa aprobación por la Inspección General de Justicia.-

5 - EL DEPOSITARIO

La experiencia acumulada en el manejo de los fondos de inversión ha demostrado la conveniencia que se separe la dirección y administración de los mismos, que está a cargo de la sociedad gerente, de la guarda de los bienes que lo componen, encomendada al depositario, y la legislación uniformemente ha establecido la obligatoriedad de la existencia de por lo menos ambos órganos para que puedan funcionar los fondos de inversión o las sociedades de inversión.

1) Requisitos para ser depositario.a) Banco o sociedad financiera.

"Los bienes ..... se depositarán en uno o más bancos autorizados, o "sociedades financieras ..." (ley art. 6).-

La ley contempla la posibilidad que exista más de un depositario para el mismo fondo, lo que en la práctica no es usual. Sin embargo, si la sociedad gerente opera en bolsas ubicadas en distintas ciudades, podría justificarse la designación de más de un depositario. No obstante, el existir varios depositarios, el control que estos pueden tener sobre la gestión del fondo se ve sumamente limitado, ya que cada depositario tiene conocimiento solamente de las tenencias de acciones, dinero y certificados emitidos en los cuales actúa directamente, ignorando en que medida pueden producirse irregularidades en la política de inversiones, emisión de certificados, etc.-

Para que pueda ser designado un banco, éste deberá estar autorizado para actuar en tal carácter dentro del sistema bancario argentino, es decir, estar "comprendido en el régimen del decreto-ley 13.127/57" (D.R. art. 1). En consecuencia los bancos del exterior, que no reúnan tal requisito aún cuando tengan montadas oficinas en el país o representante, no podrán actuar como depositarios, salvo que se constituyan jurídicamente en sociedades financieras, y cumplan todos los demás requisitos que la ley les exige.-

Los bancos autorizados no deben cumplir ningún requisito especial para actuar como depositarios, pero las sociedades financieras deben ajustarse a determinadas normas cuyo análisis hacemos a continuación.-

b) Forma jurídica.

"Las sociedades financieras que actúen en éste carácter (depositario)

"deberán revestir la forma jurídica de sociedad anónima ..." (ley art. 6), y deberán estar "autorizadas e inscriptas en jurisdicción nacional o provincial" (D.R. art. 1). Es decir que se requiere la misma forma jurídica que para ser sociedad gerente.-

c) Objeto social.

"Para que una sociedad anónima pueda actuar como depositario, ...  
"... deberá estar expresamente autorizada para ello por su estatuto" (D.R. art. 1 último párrafo).-

La ley exige que la sociedad sea financiera pero no prohíbe que paralelamente con las actividades financieras pueda realizar otras que no tengan tal carácter, pero los estatutos deberán contemplar específicamente que la sociedad está facultada para actuar como depositaria de fondos comunes de inversión. La disposición del decreto reglamentario no implica modificar ni ampliar el objeto social de la sociedad anónima financiera, sino incluir dentro de las operaciones que pueda realizar tendientes al cumplimiento del objeto social, la de actuar como depositario.-

d) Capital.

El depositario deberá "tener un capital mínimo integrado de 10.000.000 (diez millones de pesos)". (ley art. 6). "Para la determinación del capital ... "se deducirá del capital accionario integrado el saldo final de pérdidas que "denuncie el último balance general de la sociedad que no se halle cubierto con "reservas de utilidades líquidas y realizadas, como asimismo el importe de todo rubro de activo inmaterial o de dudosa posibilidad de realización. El capital mínimo, prescripto por la ley deberá poseerse y conservarse permanentemente" (D.R. art. 2).-

Si lo que la ley y el decreto persiguen es la posesión real del capital mínimo, el artículo 2 del decreto es sumamente escueto en su redacción y no llena cabalmente su propósito aclaratorio. Una sociedad financiera puede tener \$ 10.000.000.- de capital accionario, haberlo invertido totalmente en acciones, que dados los criterios de valorización aceptados, podría haberlas valuado a sus costos de origen; en momentos de baja como los que se han producido,

puede haber perdido en relación con la cotización a las fechas de balance, una parte apreciable del capital, pero esto no tiene porque reflejarse obligatoriamente en la cuenta de pérdidas.-

En tal caso, de acuerdo al decreto la sociedad podría continuar actuando normalmente como depositario sin necesidad de nuevas integraciones de capital. Inversamente, una sociedad con un capital accionario menor de diez millones, podría tener reservas anteriores de utilidades no distribuidas, y saldos de revalúo contable determinado de acuerdo con las disposiciones de la ley pertinente, que pudieran hacer sobrepasar largamente el capital mínimo requerido, y aparentemente de acuerdo con lo que dice el decreto, no cumpliría de todas formas con el requisito del capital mínimo, lo cual es una incongruencia.-

Por otra parte la única compensación que contempla de las pérdidas es contra reservas de utilidades líquidas y realizadas, y no contra saldos de revalúo, que la ley pertinente expresamente contempla que pueden ser utilizados para compensar pérdidas.-

Entendemos que la exigencia del capital mínimo tiende a que el mismo se posea en valores reales, y no solamente en cifras del balance, y así parece entenderlo también el decreto reglamentario en el artículo 4 punto II inc. a) en donde requiere "un informe técnico demostrativo de la existencia ... "del capital mínimo requerido por la ley", es decir el análisis detallado de los valores de cada rubro del balance.-

A diferencia de lo que se requiere para la sociedad gerente, en el caso de administrar varios fondos, la sociedad depositaria puede serlo de varios fondos sin necesidad de poseer dicho capital mínimo por cada fondo que cons today.-

Tampoco existen normas sobre el destino que dé el depositario a su capital, ni las inversiones que realice, quedando en consecuencia con libertad de realizar todas aquéllas operaciones que considere convenientes.-

e) Designación y domicilio.

El art. 6 de la ley dice que el o los bancos o sociedades financieras "actuarán con la designación de "Depositario". Aparentemente esto significaría que en la designación comercial debería indicarse tal carácter, lo que implicaría que el estatuto de dichas sociedades debería en la parte del nombre de la sociedad incluir la función de depositaria.-

Esta interpretación no se ajustaría a las necesidades operativas de los fondos comunes de inversión, y así parece haberlo entendido el decreto reglamentario, que no exige, que el carácter de depositario se establezca en los estatutos como objeto social, sino simplemente que los estatutos autoricen a la sociedad a actuar como depositario. La designación de Depositario es necesaria en toda la publicidad e impresos informativos sobre el fondo, pero no se justificaría incluirla obligatoriamente en el objeto social, pues podría llegar el caso de que nunca lo cumpliera porque las circunstancias no fueran propicias o no hubiera llegado a acuerdos con ninguna sociedad gerente.-

En forma análoga a lo dispuesto para la sociedad gerente, el depositario deberá tener domicilio legal en el país, ya sea en jurisdicción nacional o provincial.-

## 2) Funciones.

Cabe al depositario el control sobre la gestión de la sociedad gerente y la guarda y custodia de los bienes del fondo. Sus funciones se inician antes del funcionamiento del fondo, y finalizan con el mismo, y podemos detallarlas en el siguiente orden:

- a) Firma del reglamento de gestión previo al funcionamiento del fondo (ley art. 10 y de sus modificaciones - D.R. art. 25).
- b) Percepción del importe de las suscripciones (Ley art. 6 inc. a) y firma y emisión de los certificados ( ley art. 13).
- c) Depósito de los fondos (ley art. 25).
- d) Pago de las inversiones dispuestas por la sociedad gerente (ley art.6 inc.c)
- e) Guarda de los valores adquiridos (ley art. 6 inc. c)
- f) Cobranza de dividendos, pagos de suscripciones, canje de valores y demás operaciones inherentes a la custodia de los títulos (ley art. 6 inc. c).

- g) Cobro del producto de las ventas (ley art. 6 inc. c)
- h) Pago de las utilidades del fondo
- i) Pago de los rescates (ley art. 6 inc. c)

Además de las tareas detalladas y vinculadas con la mecánica propia del fondo, corresponde a la sociedad gerente la "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" (ley art. 6 inc. b) y "dar inmediato aviso a la Inspección General de Justicia de las faltas ... e irregularidades que observare en la sociedad gerente" (D.R. art. 13).

Por último, en caso de que la sociedad gerente estuviera inhabilitada para actuar, el depositario debe tomar las providencias necesarias para evitar perjuicios al fondo, y actuar como órgano liquidador del fondo si así lo establece el reglamento de gestión.-

### 3) Restricciones, responsabilidades y derechos.

- a) Restricciones: Tal como analizáramos en el capítulo anterior, los directores de la sociedad depositaria no pueden integrar el directorio de la sociedad gerente, lo que es fundamental para la independencia de acción de cada uno de los órganos. La prohibición anterior no alcanza a los síndicos.-
- b) Responsabilidades: La sociedad gerente puede ser multada por infracciones a la ley desde \$ 10.000.- hasta \$ 5.000.000.- pero a diferencia de lo dispuesto para el caso de la sociedad gerente, los directores del depositario no son solidariamente responsables de los perjuicios que el incumplimiento de la ley por parte del mismo, pueda ocasionar a los titulares de cuotas partes.-
- c) Derechos: el depositario tiene el derecho a rescindir el reglamento de gestión (ley art. 36) y a la remuneración por las funciones que desempeña. En cuanto a la forma de remuneración, la misma se establece en general en función del activo neto del fondo, y al respecto nos remitimos a lo expuesto en el capítulo 20 de este trabajo.-

6 -- RELACIONES ENTRE LA SOCIEDAD GERENTE Y EL DEPOSITARIO

La buena marcha de un fondo depende de la acción de la sociedad gerente, pero para que ésta se cumpla cabalmente es necesario que las relaciones entre ambos órganos del fondo se desarrollen dentro de un plano de armonía y conjunción de esfuerzos, enmarcados dentro de un ordenamiento que delimite claramente sus funciones. De las disposiciones de la ley y del reglamento de gestión debe surgir el régimen orgánico que facilite su actuación y la solución de los problemas que puedan presentar en el transcurso del tiempo.-

1) Iniciación de las operaciones.

El primer acto en común de ambos órganos, es la firma del reglamento de gestión que "establecerá las normas contractuales que regirán las relaciones entre ambos" (ley art. 10).-

Los cambios tanto de la sociedad gerente como del depositario, o en la evolución del fondo, pueden determinar la necesidad de modificar las disposiciones iniciales del reglamento de gestión, por lo cual éste debe prever el "procedimiento para la modificación del reglamento de gestión por ambos órganos activos del fondo" (ley art. 12 inc. e), la que deberá realizarse "con las mismas formalidades prescriptas para su celebración" (Ley art. 30).-

Las funciones de cada órgano así como sus obligaciones y responsabilidades las hemos analizado anteriormente, y a lo expuesto nos remitimos por razones de brevedad. La forma operativa puede tener variaciones de acuerdo con lo que dispongan los distintos reglamentos de gestión, pero no podrán alterarse las funciones generales dispuestas por la ley.-

2) Control recíproco de los órganos.

La comunidad de esfuerzos y objetivos que tienen que tener ambos órganos no contradice el control que cada uno debe practicar sobre la actuación del otro, y el artículo 13 del decreto reglamentario lo prescribe diciendo que "la sociedad gerente deberá dar inmediato aviso a la Inspección General de Justicia de la falta que advirtiera en la sociedad gerente de uno o más requisitos

"que para la misma establece el artículo 4º de la ley, como así también de toda irregularidad que observare en la gestión de aquélla. Igual procedimiento debe de berá seguir la sociedad gerente respecto de la depositaria".-

La forma de materializar el control no se ha aclarado debidamente, por lo que en la práctica pueden plantearse ciertos aspectos que escapen a una efectiva constatación.-

a) Control al depositario por la sociedad gerente.

Todos los bienes del fondo están en poder del depositario, y la única forma de constatar que no ha dispuesto indebidamente de los mismos es practicar el inventario físico. Esta función no está atribuida por la ley a la sociedad gerente, e incluso el depositario no tiene obligación legal de aceptar que se le practique un arqueo de los valores en su poder. El contador certificante, que es el síndico de la sociedad gerente, podría, de acuerdo con la técnica profesional, certificar las entregas de los valores al depositario, dejando de lado el control físico, pero todo ello produce el aspecto importante de la seguridad del depósito de los bienes. El problema se puede presentar tanto en el caso que el depositario sea una sociedad financiera como un banco, y sobre todo en éste último caso, ya que en general los bancos son reacios o les resulta molesto que extraños controlen sus registros y verifiquen sus tenencias. Sin embargo opinamos que aún cuando la sociedad gerente no lo haga, el síndico certificante de los balances debe efectuar el control físico de los valores y los saldos de las cuentas bancarias correspondientes al dinero del fondo, incluso si el depositario es un banco.-

Otro problema que puede ser motivo de control por la sociedad gerente o su síndico, es el cumplimiento por el depositario del depósito del dinero en un banco nacional, provincial o mixto (ley art. 25). Creemos que pueden existir en éste momento algunos bancos que actúan como depositarios y que no han

cumplido con esta disposición, pero esta circunstancia es difícil de constatar, y lo único que cabría a la sociedad gerente es informarlo a la Inspección General de Justicia.-

b) Control a la sociedad gerente por el depositario.

El depositario debe vigilar el "cumplimiento de las disposiciones por la sociedad gerente, relacionadas con las adquisiciones y venta de acciones y títulos previstas en el reglamento de gestión" (ley art. 6 inc. a). Dado que el depositario tiene un conocimiento directo por sus propias funciones de las operaciones bursátiles que realiza la sociedad gerente, éste control es automático, pero la ley ha restringido apreciablemente las funciones de control al establecerlas tan específicamente. El decreto como hemos visto, amplía las facultades de control, pero no las hace obligatorias; si advierte una falta debe comunicarla, sin tener por ello que practicar un control cabal. La dilucidación de esta situación es importante porque se vincula directamente con las responsabilidades de los órganos. Si el control es obligatorio en determinados aspectos solamente, digamos las operaciones bursátiles, todos los demás aspectos, como es la determinación del valor de la cuota parte, el precio de colocación de los certificados, la liquidación de las cargas al fondo o los cargos a los suscriptores, serían cuestiones en las que si hubiera irregularidades, el depositario no tendría ninguna responsabilidad salvo que las hubiera advertido circunstancialmente, y esto no siempre es fácil de probar.-

Consideramos que la acción del depositario como control de la gestión del fondo, no puede ser tan limitada como la plantea la ley, o depender de un conocimiento circunstancial, sino que debe ser un órgano activo en la supervisión del manejo del mismo.-

c) Apreciación de los valores de la cartera.

"En caso de valores con cotización no frecuente, la sociedad gerente fijará el valor real del título con acuerdo del depositario y conforme a proce-

"dineros generalmente aceptados". (D.R. art. 17). La valorización de la cartera es uno de los aspectos más delicados del fondo, pues determina lo que tienen que pagar los suscriptores al ingresar y lo que reciben los que rescatan, los errores que se cometan afectan económicamente a los suscriptores o al fondo. Unos los fondos norteamericanos, la apreciación del precio de los valores que tienen poco mercado lo hace solamente la sociedad gerente, pero encontramos prudente que ambos órganos intervengan dado lo delicado de la fijación de tales precios.-

### 3) Tratamiento de las divergencias.

"El reglamento de gestión, .. deberá incluir disposiciones sobre el procedimiento por seguir a los efectos de lograr rápida solución de toda divergencia que pudiere originarse entre ambos órganos activos del fondo". (D.R. art. 25 inc. b).-

La divergencia entre los órganos sobre la gestión del fondo o sobre la aplicación de las normas legales o reglamentarias es un hecho posible considerando las múltiples circunstancias que pueden presentarse, por lo que se hace necesario que el reglamento de gestión establezca un sistema ágil para su dilucidación. Sin duda el procedimiento más orgánico es la consulta a la Inspección General de Justicia, pero puede también establecerse un sistema de arbitraje que resuelva los diferendos, y a cuyo fallo deben ajustarse las partes. Los fondos existentes, que no tienen cláusulas sobre el particular pueden convenir en cada oportunidad la forma en que resolverán las divergencias, quedando libre como última instancia, la acción judicial.-

### 4) Finalización de las relaciones.

La relación entre los órganos constituyentes del fondo puede finalizarse:

a) Por rescisión: "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." (Ley art. 36).-

Es el caso en que para cualquiera de los órganos ha dejado de ser interesante continuar con la gestión del fondo, y como consecuencia de ello ambos órganos deciden su liquidación. El preaviso tiende a permitir que el otro órgano busque otra entidad en reemplazo del órgano desinteresado o en última instancia evitar una liquidación sorpresiva del fondo que pudiera perjudicar a los copropietarios.-

b) Por reemplazo de uno de los órganos: "La rescisión podrá evitarse si se celebra nuevo convenio que reemplace al rescindido" (ley art. 37). "La sociedad gerente podrá, si ello estuviere previsto en el reglamento de gestión, sustituir su mandato en otra sociedad que reúna los requisitos exigidos por la ley" (D.R. art. 26).-

La cesación de uno de los órganos no lleva obligatoriamente a la liquidación del fondo, pudiendo el otro órgano celebrar un nuevo convenio, análogo al reglamento de gestión o modificado, con otra entidad que se haga cargo de las funciones del saliente. Si el nuevo convenio coincide con el reglamento de gestión anteriormente en vigor, solo corresponderá que la nueva entidad cumpla los requisitos que le exige la ley, ya sea como depositario o sociedad gerente, pero si se producen modificaciones al reglamento de gestión, las mismas requerirán la previa aprobación de la Inspección General de Justicia. En cualquier caso, el nuevo convenio deberá celebrarse con las mismas solemnidades que correspondió al inicial.-

c) Por incapacidad de uno de los órganos: "El reglamento de gestión deberá establecer 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" (ley art. 12 inc. i).-

Entre las sanciones que puede haber a cualquiera de los órganos, está la del cese definitivo de las actividades de la sociedad infractora (ley art. 39); en este caso "La Inspección General de Justicia requerirá al órgano no sanciona-

"do proponga sustituyente, lo que hará aquel de conformidad con lo que al respecto establezca el reglamento de gestión". (D.R. art. 26). Aún cuando las razones del reemplazo son distintas a las contempladas en el punto b) anterior, el propósito de evitar una liquidación anticipada del fondo que puede ser inoportuna, ha determinado el régimen establecido en el decreto reglamentario, que evidentemente será el menos lesivo para los copropietarios.-

En los casos anteriores b) y c) para que la sustitución produzca efecto, deberá ser previamente aprobada por la Inspección General de Justicia, y formalizarse con las mismas solemnidades cumplidas al firmarse el reglamento de gestión.-

## 7 - ORGANIZACION JURIDICA DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

### 1) Contrato de adhesión:

"La suscripción de certificados emitidos por los órganos del fondo implica de pleno derecho adhesión al reglamento de gestión....." (Ley art.11)

Los cuotapartistas no celebran contrato entre ellos ni con la sociedad gerente o el depositario. En el momento que suscriben los certificados, ingresan a un condominio cuyo régimen legal y operativo está en funcionamiento, y que no podrá ser variado en ninguna de sus disposiciones aún cuando así lo resolvieran los órganos a propuesta de los copropietarios, sin previa aprobación de la Inspección General de Justicia. "No puede celebrarse convenio con los copropietarios que signifique modificación o alteración de las condiciones aprobadas (del reglamento de gestión)" (D.R. art. 22).-

El cuotapartista no puede consecuentemente objetar ninguna de las decisiones de la sociedad gerente vinculadas con el manejo del fondo, salvo aquellas que importasen una transgresión a disposiciones concretas del reglamento de gestión, de la ley o del decreto reglamentario. En caso que estuviera disconforme con la gestión del fondo, la vía que corresponde es su retiro, rescatando las cuotas partes.-

### 2) Carencia de Personería Jurídica:

"Los fondos comunes de inversión no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica" (ley art. 2).-

El sistema de los fondos argentinos se ha basado en las normas del condominio, y por ser tales, no son sociedades ni pueden tener personería jurídica, estando a cargo de su manejo, la sociedad gerente que es la representante de los copropietarios.-

### 3) Designación:

Los fondos deben tener una designación, pero la misma no tiene carácter de rubro social; tiene el objeto de diferencia los distintos fondos, ya que todos deberán denominarse Fondo Común de Inversión, denominación que "podrá utilizarse únicamente por los que se organicen conforme a las prescripciones de la ley" (Ley art. 3)

#### 4) Dirección, Administración y Representación:

Tal como hemos analizado en capítulos anteriores, la sociedad gerente por disposición de la ley tiene a su cargo todas las funciones y atribuciones correspondientes a la gestión del fondo y su representación. La sociedad gerente no puede ser sustituida por voluntad de los copropietarios, sino por propia decisión de la misma, previa aceptación por la Inspección General de Justicia, o por decisión directa de ésta o resolución judicial.-

#### 5) Copropiedad indivisa de los bienes:

Los cuotapartistas tienen sobre el patrimonio del fondo "derechos de copropiedad indivisa" (ley art. 2)

La parte de copropiedad que corresponde a cada persona tenedora de certificados es la proporción de cuotas partes que posee sobre la totalidad de cuotas partes en circulación, es decir integradas. Si el copropietario desea retirarse, sólo tiene derecho a exigir dicha proporción en dinero, pero no en una parte de los valores componentes del patrimonio del fondo.-

#### 6) Cesación de la indivisión:

"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". (Ley art. 8).-

La ley es terminante en cuanto a la vigencia de la indivisión y sólo contempla como causales el vencimiento del término que figure en el reglamento de gestión, o en caso de ser por tiempo indeterminado, que hubiere cesado el plan de inversiones. Esta última circunstancia es difícil de concretar en la práctica, pues un fondo puede cesar en sus inversiones siguiendo una política prudente en épocas de crisis bursátil, y ello no significa que exista el propósito de finalizar el fondo.-

Aparte de las causas que contempla la ley, pueden existir otras como son:

- a) Consulta a los cuotapartistas, contemplada en el artículo 5 inc. c) del decreto reglamentario. Entre las consultas que puede realizar la sociedad gerente puede estar también la cesación del fondo, y si la resolución se toma de acuerdo con las normas legales y del reglamento de gestión, puede resultar su liquidación.-
- b) Resolución de la Inspección General de Justicia o judicial. La ley provee el cese definitivo de cualquiera de los órganos por infracciones que hubieren cometido. Si no se produce la sustitución del órgano sancionado, por otro que tome a su cargo las funciones de aquel, y que esté habilitado para ello, la consecuencia es la liquidación del fondo. Igual circunstancia puede darse en el caso que la Inspección General de Justicia considera inhabilitado a cualquiera de los órganos para seguir actuando.-
- c) Resolución de ambos órganos. Si ambos órganos de común acuerdo y con razones atendibles deciden la liquidación del fondo, previa aprobación de la Inspección de Justicia podrán practicarla.-

El artículo arriba transcripto crea una confusión entre lo que debe entenderse por cesación de la indivisión y liquidación del fondo. Todas las circunstancias anteriores, producen la liquidación del fondo, pero no la cesación de la indivisión, pues como lo dice el artículo 23 de la ley, los copropietarios no pueden exigir el reintegro en especie ni durante la actividad del fondo ni al tiempo de la liquidación. Es decir que la indivisión del patrimonio dura toda la vida del mismo, desde su creación hasta el momento del pago final a todos los copropietarios por la liquidación de su último bien.-

III - EL REGLAMENTO DE GESTION

## 8 - REGLAMENTO DE GESTION

El reglamento de gestión es el instrumento que rige las relaciones entre ambos órganos del fondo y de estos con los cuotapartistas, indicando los derechos y obligaciones recíprocos, forma operativa del fondo, política de inversiones, remuneración de los órganos, etc. Así lo dice el art. 10 de la ley al indicar que "establecerá las normas contractuales que regirán las relaciones entre la sociedad gerente, el depositario y los copropietarios indivisos.-

### 1) Aspectos formales:

Siendo el instrumento jurídico que organiza a los fondos de inversión, para tener vigencia, el reglamento de gestión debe ajustarse a varias formalidades.-

Escritura pública e inscripción en el Registro Público de Comercio:

El art. 10 de la ley establece "que se celebrará por escritura pública antes del funcionamiento del fondo de inversión entre la sociedad gerente y el depositario... procediéndose a su correspondiente inscripción en el Registro Público de Comercio".-

Dada la trascendencia futura que tendrá el reglamento de gestión, es comprensible la necesidad de protocolizar dicho documento el que no podrá ser modificado sino con la previa aprobación de la Inspección General de Justicia y de la firma de ambos órganos activos del fondo.-

### 2) Redacción y contenido;

El art. 5º del decreto reglamentario establece "que deberá redactarse claramente y en idioma nacional. Su contenido ha de coincidir con los fines y espíritu de la ley", y correlativamente en el art. 22 indica que "no puede celebrarse convenio con los copropietarios que signifique modificación o alteración de las condiciones aprobadas".-

Las disposiciones expuestas vinculadas con la redacción y contenido, tienden a hacer accesibles al gran público las cláusulas del reglamento de gestión, e implican la facultad de supervisión por parte de la Inspección General de Justicia.-

### 3) Vigencia:

En el art. 10 de la ley se establece que "el reglamento de gestión así como las modificaciones que se le introduzcan, entrarán en vigencia una vez aprobados por el organismo de fiscalización (Inspección General de Justicia), 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".-

La aprobación del reglamento de gestión significa automáticamente la posibilidad de iniciar las operaciones del fondo, pero para iniciar las operaciones el decreto reglamentario contempla una serie de elementos que deben ser cumplimentados, y que por vía procesal, amplían los requisitos previos a operar, a las circunstancias que se analizan en el capítulo 12.-

### 4) Disposiciones que debe contener:

La ley y el decreto reglamentario establecen ciertas cláusulas que deben incluirse obligatoriamente en el reglamento de gestión y otras cuya inclusión es optativa. No obstante consideramos, que dado que el mismo es el único elemento orientador del inversor, debe ser redactado con la mayor amplitud y detalle en cuanto al sistema operativo del fondo, derechos de los tenedores de certificados, cargas al fondo, política de inversiones, etc. y en tal sentido estimamos conveniente la inclusión de cláusulas que consideren los siguientes aspectos:

- a) definición de la relación jurídica y disposiciones legales que vinculan a los órganos activos del fondo entre sí y con los copropietarios indivisos.-
- b) Designación del fondo
- c) en relación con las cuotas partes: 1) Valor inicial (art. 15 inciso b); 2) forma de calcular el valor una vez iniciadas las operaciones por el fondo (ley art. 18).
- d) en relación con los certificados: 1) redacción que deberá contener (ley art.

13); 2) quienes lo firmarán (ley art. 13); 3) cantidad de cuotas que pueden representar los certificados (ley art. 14); 4) el carácter de nominativo o al portador (ley art. 13); 5) requisitos para la transferencia o conversión (D.R. art. 24)

e) en relación con las suscripciones y rescates: 1) trámite de la solicitud (D.R. art. 4º y 21); 2) forma de integración de los certificados (ley art. 15); 3) forma de pago de los rescates y plazo dentro del cual deberá efectuarse (ley art. 20, 32 y 15 y D.R. art. 15).

f) procedimiento para caso de pérdida, robo o destrucción de los certificados (ley art. 16)

g) en cuanto a las inversiones: 1) planes que se adoptarán y política de inversiones (ley art. 12a); 2) límites máximos de inversión en función del capital y balances aprobados de las sociedades emisoras; 3) límites de inversión en una sola emisora o en valores mobiliarios que coticen en el exterior en función del haber total del fondo (art. 22 y 23); 4) excesos transitorios en las inversiones (art. 24).-

h) límites a las facultades de administración (D.R. art. 5 inciso a) y 8); condiciones para el ejercicio del derecho de voto correspondiente a las acciones de la cartera (ley art. 12 inciso d, y 23; D.R. art. 10).-

j) límites de los gastos de gestión y comisiones que se percibirán por la sociedad gerente y depositaria (ley art. 12 inc. c; D.R. art. 14 inc. a).-

k) límites de los gastos de adquisición de certificados (ley art. 18, D.R. art. 14 inciso b)

l) distribución de beneficios: 1) fecha de distribución y pago de los mismos (ley art. 12/h); 2) forma de pago (ley art. 17 y 32; D.R. art. 18) 3) tratamiento de las utilidades por realización de cartera (D.R. art. 18).-

m) publicidad: 1) de los estados contables en órganos periodísticos (ley art. 33 y 34); 2) impresión de estados contables (D.R. art. 20); 3) prospectos de emisión (ley art. 7).-

- n) relaciones entre sociedad gerente y depositaria (D.R. art. 5, b); 2) incapacidad de algunos de los órganos activos (ley art. 12, i y D.R. 5, d); 3) sustitución de la sociedad gerente (D.R. art. 26); 4) rescisión del reglamento de gestión (art. 36);
- o) modificación del reglamento de gestión (ley art. 12, e)
- p) régimen de consultas a los cuotapartistas (D.R. art. 5, c)
- q) cesación del fondo: 1) duración de la indivisión (ley art. 8 y 12 inciso f) D.R. art. 5, d) ; 2) desvinculación de los coparticipes (ley art. 9); 3) liquidación y distribución de bienes (ley art. 12, g y D.R. art. 27)

En relación con cada una de las cláusulas indicadas, en el curso del presente trabajo hacemos el análisis de sus alcances y al mismo nos remitimos.-

5) Incumplimiento del reglamento de gestión:

La transgresión al reglamento de gestión, implica la responsabilidad de ambos órganos activos del fondo y en el caso que la transgresión resultara en perjuicio de los tenedores de certificados, la responsabilidad se amplía a la solidaridad de la sociedad gerente y de sus directores, tal como se ha expuesto en los capítulos 4, 5, 6 y 26.-

## 9 - MODIFICACION DEL REGLAMENTO DE GESTION

### 1) Causas de la modificación:

En la evolución del fondo común, pueden producirse diversas circunstancias que planteen la necesidad de la modificación del reglamento de gestión, entre las cuales podemos mencionar:

1) Cuestiones administrativas, como ser la fecha de balances y distribución de utilidades, procedimiento de suscripción e integración, variación de las cuotas que representa cada certificado, etc.-

2) Cuestiones que hacen a la economía del fondo, como la modificación de las cargas o gastos, reservas a constituir, política de inversiones, etc.-

3) Aspectos vinculados a la actividad de los órganos activos y su reemplazo.-

Para que entren en vigencia las modificaciones, deben cumplirse determinados trámites, que indica el Decreto Reglamentario, en los cuales deben intervenir los órganos activos del fondo, la Inspección General de Justicia, y en los casos en que estuviera previsto, los cuotapartistas, como se indica a continuación:

### 2) Procedimiento para la modificación:

El art. 37 de la ley establece que "cualquier reforma o modificación que se haga al reglamento de gestión deberá formalizarse e inscribirse con las mismas solemnidades prescriptas para su celebración". Consecuentemente los pasos a dar serán:

a) Pedido a la Inspección General de Justicia: La sociedad gerente y el depositario, deberán suscribirle, lo que implica la concordancia de opiniones entre ambos órganos; si existiera opinión distinta entre éstos, correspondería, previo a la presentación, la solución de la divergencia existente, de acuerdo con las normas del reglamento de gestión. Si el reglamento de gestión estableciera que las divergencias entre ambos órganos las resolverá la Inspección Gral. de Justicia, la resolución de la divergencia implicará la aprobación o rechazo de la modificación pedida.-

b) El pedido deberá acompañarse de: "a) Constancias que demuestren el cumplimiento de las normas de procedimiento que al respecto debe establecer el reglamento de gestión. En el caso que el mismo fijare a tales efectos consulta a los copropietarios, mediante asamblea u otro procedimiento, constancias del cumplimiento de las correspondientes formalidades; b)"Escrito en que se fundamente la necesidad de la reforma, a los efectos de la mejor marcha del fondo, y modo en que se contempla los derechos esenciales de los copropietarios" (D.R. art. 25)

De las disposiciones de la ley y del decreto, surgen dos formas para modificar el reglamento y que son la decisión de la sociedad gerente y el depositario conjuntamente, o la propuesta de ambos a los copropietarios para que éstos resuelvan. El primer procedimiento es evidentemente unilateral y en cierta medida puede presumirse que la modificación pudiera ser en beneficio de algunos de los órganos activos y en perjuicio de los copropietarios por lo cual es comprensible en estos casos la apreciación por parte de la Inspección General de Justicia de los fundamentos de la reforma, pero en el caso en que se realice la consulta a los copropietarios, la intervención de la Inspección de Justicia debería remitirse solamente al control de que no se aprueben disposiciones contrarias a la ley.-

3) El decreto reglamentario establece que deberá acompañar el pedido "c) demás documentos que importaren a la reforma". Estos documentos pueden ser el balance de la sociedad gerente o depositaria, si la modificación es para el cambio de algunos de los órganos; o el modelo de certificados, solicitudes y recibos; o el testimonio de los poderes provinciales si el órgano sustituyente se hubiera constituido en jurisdicción provincial, etc.-

4) "La Inspección General de Justicia apreciará los fundamentos invocados para la reforma y se expedirá sobre el pedido dentro de los treinta días hábiles (D.R. art. 25)".-

En la misma medida que queda a criterio de la Inspección General de Justicia la aprobación del reglamento de gestión, en el momento de constituirse el fondo, le cabe la facultad de controlar la procedencia de las reformas que se pretenda introducirle.-

IV - LOS CERTIFICADOS DE COPROPIEDAD Y LOS  
CUOTAPARTISTAS

## 10 - LOS CERTIFICADOS DE COPROPIEDAD

### 1) Representación de cuotas partes.

Los derechos de copropiedad indivisa estarán "representados por certificados" (Ley art. 1) "Las cuotas partes emitidas por el Fondo Común de Inversión estarán representadas por certificados de copropiedad..." (Ley art. 13).-

El patrimonio del fondo se forma con la integración de cuotas partes, siendo el valor de integración de la primer emisión de \$ 100,- y el valor de las emisiones posteriores el correspondiente al total del patrimonio ajustado a las últimas cotizaciones bursátiles, dividido por las cuotas partes emitidas; los cálculos correspondientes se efectúan generalmente al fin de cada día y establecen el valor a que se deberán emitir las cuotas partes el día siguiente. La cuota parte, es entonces, una parte aritmética del valor del fondo y equivale para su propietario, a una parte indivisa de la propiedad de los bienes del mismo. La representación de esta propiedad y de sus derechos no documenta con el certificado, documento equivalente a los títulos representativos de acciones.-

"Un mismo certificado podrá representar una o más cuotas partes" (ley art. 14). "Un solo certificado puede representar una o varias cuotas partes. "Los derechos de su propietario estarán en relación con el número de cuotas partes que el mismo represente" (D.R. art. 24). El decreto reglamentario repite lo dispuesto por la ley en cuanto a la representación de varias cuotas partes por un certificado, añadiendo que los derechos tienen relación con las cuotas partes y no con los certificados, no contemplando otra circunstancia para hacer variar los derechos de los propietarios, lo que confirma el mismo artículo al establecer que queda prohibido a la sociedad gerente emitir certificados preferidos o diferidos cualesquiera sean las consecuencias jurídicas "que de ellos emanen", y que "los certificados otorgan a sus tenedores legítimos idénticos derechos", "no pudiendo celebrarse convenio con los copropietarios "que signifique modificación o alteración de las condiciones aprobadas"(D.R. art. 22).-

## 2) Nominativos o al portador (Ley art. 13)

De forma análoga al régimen vigente para las acciones, los certificados pueden ser nominativos o al portador. En la legislación de Estados Unidos, las emisiones de títulos son nominativas, facilitando este sistema el contacto entre la sociedad y el accionista. En nuestro país, la tendencia general es la emisión de acciones al portador, y en los fondos creados esta tenencia se ha repetido. Tanto los títulos al portador, como los nominativos son transferibles, no siendo necesaria la información de la transferencia a la sociedad gerente en el caso de certificados al portador... Cuando los certificados son nominativos, le son aplicables las disposiciones del artículo 330 del Código de Comercio que prescribe: "la propiedad y transmisión de las acciones nominales no produce efecto contra la sociedad ni contra los terceros, sino desde la fecha de su inscripción en el libro de registro. En el caso que el título nominal no fuese endosable, la cesión podrá hacerse por declaración que se extenderá a continuación de la inscripción, firmándola el cedente o su apoderado, salvo el caso de ejecución legal". La sociedad gerente, además de asentar las colocaciones de certificados en el libro respectivo, "cuando fueren nominativos, asentarán las transferencias, gravámenes y demás derechos que se constituyan a favor de terceros" (D.R. art. 23).-

La ley permite que los certificados sean nominativos o al portador, y consideramos que consecuentemente puede contemplarse la posibilidad que los suscriptores optativamente decidan cual tipo prefieren, existiendo las dos clases de certificados al mismo tiempo en un fondo.-

## 3) Contenido del certificado:

Siendo el certificado el elemento representativo de los derechos del copropietario, su contenido debe ajustarse a las distintas normas de la Ley y del Decreto Reglamentario, los que establecen que en los mismos constará: En la primera plana (D.R. art. 21):

- "a) Número de orden del título y fecha de emisión
- "b) Denominación del fondo común y número de su inscripción en el Registro de la Inspección General de Justicia
- "c) Número de cuotas partes representadas por el certificado
- "d) La denominación de la sociedad gerente, fecha de su reconocimiento como persona jurídica y gobierno que la acordó
- "e) La denominación del depositario, fecha de su reconocimiento como persona jurídica y gobierno que la acordó. Estas dos últimas estipulaciones no serán necesarias si se trata de una institución bancaria comprendida en el régimen del decreto ley 13.127/57.-
- "f) Fecha de aprobación del modelo de certificado por la Inspección General de Justicia.-

La Ley (art. 13) añade que en los certificados; a)"se dejará constancia de los derechos del titular de la coparticipación; "b) "deberán ser firmados por ambos órganos del fondo; la firma podrá ser estampada por medios mecánicos copiadores.-

En cuanto a la constancia de los derechos encontramos que la disposición legal es superflua, por cuanto es obligatorio (Ley art. 11) la reproducción íntegra del texto del reglamento de gestión al dorso de los certificados. Lo que entendemos que debe figurar es el número de cuotas partes que representa, como lo indica el decreto reglamentario.-

Además de lo anterior, el certificado deberá indicar si es al portador, y en caso de ser nominativos el nombre del titular. En éste último caso deberán contemplarse también los espacios correspondientes para la inscripción de los endosos y las firmas y fechas pertinentes, salvo que el reglamento de gestión disponga la anulación del certificado anterior y la confección de uno nuevo para cada transferencia.-

Por último, los certificados deberán contar con cupones para el pago de los dividendos o los lugares necesarios para su registración.-

#### 4) Aprobación por la Inspección General de Justicia:

"Los certificados de copropiedad no podrán ser emitidos sin previa "aprobación de la Inspección General de Justicia" (D.R. art. 21). Al solicitar la autorización para funcionar, la sociedad gerente debe presentar a la Inspección General de Justicia un modelo de los certificados de copropiedad, los que una vez aprobados serán impresos debiendo entregarse posteriormente un ejemplar impreso a la Inspección General de Justicia para su control.-

De la misma manera que el certificado antes de poder emitirse requiere previa aprobación de la Inspección General de Justicia, "toda modificación o alteración de los certificados requiere la aprobación" de la misma entidad.-

#### 5) Canje y transferencias de certificados:

El canje de los certificados puede solicitarlo el copropietario para poseer certificados representativos de distinto número de cuotas partes, o para transformarlo de certificado nominativo en al portador; también de acuerdo con lo anteriormente expuesto puede solicitar su transferencia si se trata de certificados nominativos, o la emisión de nuevos de distinto valor. Dentro de los quince días de efectuada la solicitud, la sociedad gerente deberá atenderla, pudiendo cobrar por tales conceptos los gastos que la operación demande.-

#### 6) Pérdida o robo de certificados:

"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".(Ley art.16) Si las circunstancias apuntadas se producen tratándose de certificados nominativos, la solución consistirá en la declaración del titular del hecho acaecido, y constatado el hecho por la sociedad gerente, y la titularidad del certificado desaparecido, procederá a la emisión de un nuevo certificado en su reemplazo.-

Cuando el título es al portador, el procedimiento debe ajustarse a lo dispuesto en el Código de Comercio, en los artículos mencionados, que establece

un régimen para los títulos de valor menor de \$ 1.000,- y otro para los de mayor valor. En éste último caso, el régimen en líneas generales es el siguiente: deberá formularse un acta ante escribano con todos los antecedentes de la posesión de los títulos, informarse a la sociedad emisora, publicarse un aviso en dos diarios por un mes, y si no hubiere oposición, podrá reclamar el interesado el pago de los dividendos. A los cuatro años se le entregará un nuevo título duplicado si no hubiera existido oposición de terceros.-

## 11 - LOS TITULARES DE CUOTAS PARTES

Cualquier persona física o jurídica puede ser titular de cuotas partes, suscribiendo e integrando las mismas en las condiciones que establezca el reglamento de gestión y la titularidad se acredita con la tenencia del certificado, la solicitud de suscripción y el recibo de integración.-

### 1) Derechos de los cotapartistas:

#### a) Identidad de derechos:

Los artículos 22 y 24 del D.R. establecen la prohibición de celebrar convenios con los propietarios que alteren las condiciones aprobadas, y emitir certificados preferidos o diferidos.-

Los derechos de los copropietarios están fijados en el reglamento de gestión y cualquier alteración del mismo es nula sin previa aprobación de la Inspección General de Justicia y una vez aprobada, la misma rige para todos igual.-

#### b) Derecho de suscripción de certificados:

"La emisión de cuotas partes podrá acrecentarse en forma continua, conforme a la suscripción de nuevos certificados" (Ley art. 19).-

Aún cuando no es un derecho específicamente establecido, los fondos de inversión no tienen restricciones de ninguna índole para la adquisición de cuotas partes, salvo el pago del precio debido en las condiciones dispuestas por el reglamento de gestión. En consecuencia, cualquier suscriptor puede en cualquier momento adquirir una cuota parte o aumentar la tenencia que ya posea. Entre los fondos argentinos existe uno constituido con anterioridad a la aparición de la ley, que se reserva el derecho de aceptar las suscripciones, pero entendemos que cuando se ajusten los reglamentos de gestión a las normas legales, cláusulas de este tipo no podrán continuar existiendo.-

c) Derecho de Copropiedad indivisa:

El patrimonio del fondo es indiviso; mediante la integración de cuotas partes se adquieren, en la proporción de las integradas sobre el total en circulación, derechos de copropiedad sobre el mismo, y rescatando los certificados cesan dichos derechos en la parte rescatada.-

d) Derecho a las utilidades;

"Los suscriptores de certificados gozarán del derecho inderogable a la distribución de las utilidades que arroje el fondo común" (Ley art. 32). Esta disposición está también contenida en el artículo 22 que obliga a distribuir los beneficios de la actividad de los fondos. Siendo propósito de la creación de los fondos que los copropietarios obtengan la renta de sus inversiones, es natural la obligación legal de pagarla, con la sola limitación de la reserva de hasta el 10% de las utilidades netas distribuibles, que pueden preverse en el reglamento de gestión, según lo dispone el decreto reglamentario.-

El derecho es de cobro de las utilidades en dinero, no pudiendo exigirlo en valores de los que constituyen el patrimonio del fondo. Sin embargo, a propuesta de la sociedad gerente podrán cobrar la renta en nuevas cuotas partes sin pago de ninguno de los cargos por suscripción de certificados.-

e) Derecho al rescate:

Dentro de los siete días de presentado un certificado para su rescate, el mismo deberá ser hecho efectivo obligatoriamente. El derecho al rescate es inderogable tal como lo menciona el art. 32 de la ley. El rescata debe ser abonado en efectivo, no pudiendo el

cuotapartista exigir que se le abone en bienes del fondo, aún cuando a propuesta de la sociedad gerente, este podrá aceptar que se le pague con valores componentes del patrimonio de aquel.-

4 f) Derecho a la consulta:

Si el reglamento de gestión preve que para la solución de las distintas cuestiones que se vinculan con la gestión del fondo, se consultará a los cuotapartistas, estos tienen derecho a exigir el cumplimiento del régimen de consultas, tal como lo contempla el art. 5 inc. c) del decreto reglamentario.-

g) Derecho a la indemnización por infracciones cometidas:

"La sociedad gerente, y sus directores serán solidariamente responsables de los perjuicios que se ocasionen a los titulares de cuotas partes por incumplimiento de las disposiciones de esta ley o del reglamento de gestión" (ley art. 5). Si la sociedad gerente ha transgredido sus obligaciones, y de ello se deduce un perjuicio para el patrimonio del fondo, los copropietarios tienen el derecho de exigir el resarcimiento del perjuicio sufrido. Este derecho solo tiene vigencia en la medida que se haya producido infracciones a la ley o al decreto reglamentario, pero no procede por las pérdidas que se pudieran producir en la gestión normal del fondo.-

2) Limitación de la responsabilidad:

"La Sociedad gerente no puede disponer, gravar o comprometer el haber del fondo de inversión en operaciones distintas a las autorizadas legalmente" (Ley art. 8).- Por ley el patrimonio del fondo no puede tener otro destino que la inversión en valores mobiliarios, sin poder constituirse sobre ellos ningún tipo de gravamen. Esto no niega la posibilidad de que transitoriamente el fondo deba contraer deudas originadas en la evolución del mismo. Sin embargo, los cuotapartistas están exentos de toda responsabilidad superior a sus integraciones de certificados.-

V - LA AUTORIZACION PARA FUNCIONAR

## 12 - AUTORIZACION PARA INICIAR LAS OPERACIONES

Constituida definitivamente la sociedad gerente, no podrá iniciar las operaciones sin la previa autorización de la Inspección de Justicia.-

La ley menciona como único requisito sujeto a control previo por la Inspección de Justicia al reglamento de gestión, pero el decreto reglamentario amplía las atribuciones de la Inspección General de Justicia previas a las iniciación de las operaciones del fondo de inversión llevandolas a controlar parte de la documentación que será de utilización por la sociedad gerente, y el cumplimiento de la integración del capital mínimo dispuesto por la ley.-

A tal fin se establece que los elementos requeridos deberán ser presentados para su aprobación o control, antes de darles carácter definitivo; que luego de aprobados deberán ser presentados para constatar el cumplimiento de todos los aspectos formales de la documentación aprobada, y que por último una vez fiscalizado dicho cumplimiento, se podrá recién iniciar las operaciones.-

Los elementos sujetos a control en el orden expuesto son los siguientes:

1) Presentación previa para su aprobación y fiscalización:

- a) Texto del reglamento de gestión
- b) Modelo de los certificados de copropiedad, de las correspondientes solicitudes de suscripción y de los recibos por las sumas abonadas en pago de los certificados.-

Los cuatro elementos antes indicados son los que perfeccionan el contrato de adhesión, y por ser los que quedan en manos de los cuotapartistas, deben tener la mayor claridad tanto en cuanto a los aspectos formales de cada documento como a su valor económico. En los capítulos 8 y 10 se ha explicado con más amplitud el contenido de los documentos indicados.-

Juntamente con el control que la Inspección de Justicia debe realizar para aprobar el reglamento de gestión y los demás elementos a entregar al cuotapartista, debe fiscalizar que la sociedad gerente y el depositario hayan cumplido con todas las obligaciones que les son inherentes para poder funcionar como tales. Juntamente con los elementos indicados en los apartados a) y b), debe presentarse:

c) Ultimo balance de la sociedad gerente

d) Balance de la sociedad depositaria.-

De acuerdo con lo indicado en el artículo 4 del decreto, debe demostrarse con la presentación de los balances, el cumplimiento de las disposiciones sobre capital mínimo, para lo cual deberán certificarse sus cifras por profesional de la matrícula; la certificación deberá comprender "un análisis del contenido y criterio de valorización de cada rubro, complementado con un informe técnico demostrativo a la fecha de la presentación, del capital mínimo requerido por la ley". "Se podrá prescindir del análisis técnico, cuando la sociedad depositaria sea una institución bancaria comprendida en el régimen del Decreto Ley 13.127/957".-

Además, y para el caso de que algunas de las sociedades hubieran sido constituida en jurisdicción provincial, se debe presentar:

a) "Certificación o testimonio otorgado por el respectivo poder provincial que acredite su existencia y capacidad para funcionar y que transcriba el acto constitutivo y estatuto vigente".-

La aprobación de los elementos indicados en los puntos a), y b), y la constatación de los puntos c), d) y e) implica la autorización por parte de la Inspección General de Justicia para que empiecen las operaciones del fondo, pero su efectivización puede realizarse después de cumplir los trámites que a continuación indicamos:

2) Presentación de elementos posteriores a la autorización:

"Luego de la autorización y antes de dar comienzo a la colocación de certificados, se presentarán":

- a) Ejemplar impreso de la solicitud de suscripción y del certificado de copropiedad.-
- b) Testimonio de la reducción a escritura pública del reglamento de gestión aprobado y constancia de su inscripción en el Registro Público de Comercio" (D.R. art. 4).-

Las disposiciones comentadas son la concreción de lo aprobado previamente por la Inspección General de Justicia, y una vez cumplimentados puede iniciarse la colocación de los certificados.-

3) Firma de la documentación:

La presentación solicitando la autorización para funcionar debe hacerla la sociedad gerente, y consiguientemente debe firmar todos los elementos que el decreto reglamentario prescribe; a su vez, la sociedad depositaria debe firmar además de la presentación, todos los documentos que a ella se refiera, como son el reglamento de gestión, los certificados, y el balance pertinente.-

4) Empresas no constituidas de acuerdo con la ley:

El art. 37 del decreto reglamentario dice que "queda prohibido actuar como agente, corredor o representante en la concertación en la República de operaciones comprendidas en la ley 15.885, por cuenta u orden de empresas no constituidas y autorizadas de acuerdo con la ley citada y el presente decreto reglamentario.-

La aparición de la Ley 15.885, llenó una necesidad que permitirá paulatinamente ir orientando una masa importante del ahorro nacional hacia esta inversión dinámica que es la colocación en acciones, por lo que, la prohibición de que actúen empresas que no están debidamente constituidas y que no cumplen con las exigencias necesarias para dar seguridad a los inversores, es una necesidad. Disposiciones análogas existen en la legislación de todos los países en que actúan fondos de inversión enmarcados en la leyes.-

Pero la prohibición es excesiva. Nuestra ley contempla solamente los fondos comunes de inversión manejados por sociedades gerentes, y en las legislaciones de países en donde tienen gran desarrollo los fondos, como es en los Estados Unidos de Norteamérica, el régimen legal es diferente, siendo la sociedad de inversión el fondo mutuo. En realidad se trata de una distinta forma legal que tiende al mismo objeto, y las exigencias para operar en dicho país son sumamente rigurosas.-

Por aplicación de la disposición reglamentaria, no puede operar en nuestro país ningún fondo extranjero, y correlativamente difícilmente podrá actuar en el extranjero un fondo constituido de acuerdo con las leyes de la República Argentina.-

La Rep. Argentina tiene extraordinaria necesidad de inversión de fondos del exterior, y si un fondo nacional pudiera llegar a colocar certificados en el mercado norteamericano o europeo, cumpliría un objeto de beneficio económico para la comunidad.-

La orientación de este problema debiera ser que sobre la base de reciprocidad con las legislaciones extranjeras, se autorice la instalación de fondos del exterior en nuestro país, y que fondos nacionales puedan colocar certificados en dichos países.-

Dentro del Mercado Común Europeo, existen varios fondos que actúan colocando los certificados en los distintos países que lo componen y entre Estados Unidos y Canadá, se está operando normalmente en este sentido.-

"En 1953 la Security and Exchange Commission aprobó para su distribución en los Estados Unidos un tipo de Compañía de Inversión Canadiense que, reteniendo y reinvertiendo las utilidades, más que pagándolas, significaba ventajas impositivas sustanciales para los inversores americanos, particularmente para aquellos de mayores ingresos. Esta es la compañía "propiedad de no residentes" (non-resident owned, NRO) la que debe ser inscrita y dirigida en Canadá pero por lo menos el 95% propiedad de no canadienses. Las acciones y el dinero que posea el fondo deben ser mantenidos en los Estados Unidos, según lo exige la S.E.C." (Wishnberger, Arthur Investment Companies 1957 - pag. 350.-)

Las inversiones canadienses reportan ventajas importantes para el público americano, tanto desde el punto de vista impositivo, como desde el punto de vista de las mayores perspectivas a largo término de la industria canadiense, y ello ha determinado su permanente crecimiento.-

Sería del mayor interés que fondos que invierten en papeles argentinos pudieran colocarse en el exterior, pero así como la legislación canadiense tiene gran analogía con la norteamericana, la argentina difiere enormemente.-

Así como en el pasado los valores de empresas argentinas tuvieron cotización en los grandes mercados financieros mundiales, no tenemos ninguna duda que esta situación se repetirá, y sería conveniente organizar las estructuras legales para facilitar el proceso.-

13 - DURACION Y LIQUIDACION DEL FONDO1) Duración del Fondo:

El art. 8 de la ley establece que "la indivisión del patrimonio de un fondo común de inversión no cesará a requerimiento de uno o varios de los copropietarios, los que no podrán pedir su disolución durante el término establecido para su existencia en el reglamento de gestión, o cuando fuere por tiempo indeterminado, mientras este en vigencia el plan de inversiones del fondo común".-

Por otra parte el art. 12 inc. f) dice que "el reglamento de gestión deberá especificar: término de duración del estado de indivisión del fondo, o la constancia de ser por tiempo indeterminado".-

Además el artículo 36 de la ley, indica que "ambos organos activos del Fondo Común podrán rescindir, total o parcialmente, el reglamento de gestión mediante el preaviso que al efecto se determine en el mismo", y el art. 27 del D.R. que "si el reglamento de gestión no precisare fecha o época para la liquidación del fondo, podrá ser ésta resuelta en cualquier momento por ambos organos del mismo, de común acuerdo siempre que hubiere razones atendibles para ello y la medida contemplare adecuadamente los intereses de los copropietarios, La liquidación no podrá ser practicada hasta tanto dicha decisión no fuere aprobada por la Inspección General de Justicia".-

De todo lo expuesto surge que la duración del fondo, y consecuentemente la fecha de cesación de las operaciones puede resultar de las siguientes causas:

- a) Por disposición expresa del reglamento de gestión, fijando el plazo de duración del fondo.-

- b) Por resolución de los cuotapartistas, si en el reglamento de gestión, estuviera contemplada la consulta a los mismos.-
- c) Por resolución de la sociedad gerente o depositaria o de ambos organos conjuntamente, si en ellos hubiera delegado tal decisión el reglamento de gestión.-
- d) Por rescisión, por parte de ambos organos activos, del reglamento de gestión.-
- e) A pedido de los copropietarios indivisos, sus herederos, derecho habientes o acreedores, si no está en vigencia el plan de inversiones del fondo común, y si la indivisión del patrimonio es por tiempo indeterminado.-
- f) Por cancelación de la autorización para funcionar por parte de la Inspección General de Justicia (D.R. art. 27).-

El decreto reglamentario contempla también "otras circunstancias" que pueden determinar la liquidación del fondo, entre las que debe estimarse que estan algunas de las arriba indicadas y no contempladas en la ley.-

El caso e), que surge de la ley, puede dar lugar a controversias por lo vago que es precisar en que momento deja de estar en vigencia el plan de inversiones. Si la falta de vigencia se prueba por la carencia de activo neto, es decir de bienes del fondo, tampoco existirían copropietarios, por lo cual, el pedido que supone la ley no puede darse. Salvo manifestación expresa de la sociedad gerente, nadie puede determinar que carece de vigencia el plan de inversiones. Aún el caso de que todas las inversiones en valores mobiliarios se hubieren efectivizado, depositándose la totalidad de

los dineros en las cuentas bancarias del depositario, ello no implicaría la anulación del plan de inversiones, sino una política conservadora ante una posibilidad de baja bursátil como ha sucedido en nuestro país en los últimos años. Si la política hubiera sido de permanente realización de la cartera, tampoco ello implica falta de vigencia del plan de inversiones, pues si algún fondo en nuestro país hubiera procedido de tal forma en los últimos dos años, hubiera defendido efectivamente los fondos de los ahorristas, para ser reinvertidos cuando definitivamente cambiara la orientación bursátil y del país. Creemos que la disposición legal, deja una puerta abierta para dificultades que no aporta nada positivo al sistema.-

## 2) Liquidación del fondo:

El art. 27 del D.R. dice "toda vez que deba procederse a la liquidación del fondo, esta se efectuará de acuerdo a las normas fijadas en el "reglamento de gestión". Por su parte la ley, en el art. 12 inc. g), establece que "el reglamento de gestión deberá especificar las condiciones de liquidación y bases para la distribución de los bienes entre los propietarios", y en el art. 32, que "los suscriptores de certificados.... no podrán exigir el reintegro en especie, sea que el reembolso se efectue durante la actividad del fondo o al tiempo de liquidación del mismo".-

La primer medida de la liquidación del fondo es la suspensión de la colocación de certificados. La segunda debiera ser la suspensión de los rescates. Siendo una medida de carácter general para todos los cuotapartistas, el autorizar que algunos pudieran rescatar antes que otros sus tenencias podría ir en perjuicio concreto de los últimos que se presentaran.

En consecuencia, a partir del momento en que se dispuso la liquidación, todos los fondos que se obtengan deberán destinarse a reintegrar las inversiones de los copropietarios. Pueden establecerse cláusulas en el reglamento de gestión que contemplen el pago en bienes y en esos casos deberá fijarse los criterios para valorizar la adjudicación de esos bienes.-

3) Liquidador:

a) Designado de acuerdo con el Reglamento de Gestión:

No existe por parte de la ley ni del decreto reglamentario ninguna disposición sobre quien debe actuar como liquidador del fondo. En consecuencia, la designación debe ser efectuada de acuerdo con el Reglamento de Gestión, el que podrá establecer que sea cualquiera de los órganos activos o ambos conjuntamente, u otra entidad independiente. Para este último caso, no existe ninguna disposición que establezca cuales serán las condiciones mínimas que debería llenar una entidad ajena a los órganos del fondo para poder llenar las funciones de liquidador, pero debe presumirse que en ningún caso serían menores que las requeridas para ambos órganos, en cuyo caso debe suponerse que se requerirá que se trate de una sociedad financiera y con una capital no menor de diez millones de pesos u otra sociedad gerente de fondos de inversión, o un banco.-

El liquidador puede también surgir de la decisión de los cotapartistas, cuando este contemplado en el reglamento de gestión que el mismo será designado por estos. Debe considerarse que la libertad de designar en este caso, es mucho más amplia que en el caso anterior, y que en consecuencia, los cotapartistas tendrán la facultad de encargar de tal función a una persona o comite especial o entidad mandataria sin más restricción que la simple voluntad de la mayoría de los copropietarios.-

b) Designados por la Inspección General de Justicia:

Por último el D.R. en el art. 27 dispone: "que en caso de existir un "órgano sancionado, este no podrá llevar adelante la liquidación del fondo, "aún cuando tales funciones le hubieran sido asignadas por el reglamento de "gestión. En tal supuesto, la Inspección General de Justicia designará liqui- "dador a una institución bancaria de plaza. Igual procedimiento adoptará en " caso que, intimado a tal fin, el liquidador designado en el reglamento de "gestión no se hiciere cargo de sus funciones". Es decir, que ante la exis- tencia de una sanción el organo pertinente no podrá actuar como liquidador no obstante las disposiciones que contenga el reglamento de gestión. La transcripta disposición nos parece excesiva en la medida de su aplicación literal. Las sanciones pueden ser de muy distinta magnitud y responder a di- ferentes causas; la ley contempla multas de \$ 10.000,- hasta \$ 5.000.000,- y el cese temporal o definitivo de las entidades infractoras, y el decreto reglamentario contempla el apercibimiento, apercibimiento con publicidad, inhabilitación temporaria o definitiva, e intimación para que normalice los requisitos exigidos por la ley. En el caso de inhabilitación temporaria, el decreto autoriza a la sociedad gerente a que siga pagando los rescates de certificados y a vender con ese fin los valores de la cartera.-

Debe presumirse en consecuencia, que no toda sanción implica automá- ticamente la incapacidad del organo sancionado para actuar como liquidador, sino que la sanción tenga el carácter de inhabilitación definitiva; aún sien- do temporaria y coincidiendo la sanción con el momento en que se produce la liquidación, no vemos que pueda separarse al organo sancionado de sus fun- ciones de liquidador por cuanto el mismo decreto autoriza a la sociedad ge- rente a practicar el único tipo de operaciones que puede realizar en la faz

de liquidación del fondo. Otro tanto puede decirse en cuanto a la circunstancia de que la sociedad gerente o depositaria previo a la liquidación hubiere dejado de reunir alguno de los requisitos exigidos por la ley, como ser el capital mínimo, y que hubiera sido intimada la regularización al organo liquidador; debe pensarse que encontrándose el fondo en período de liquidación, salvo extremos que impidan económicamente al liquidador cumplir su cometido, lo que contempla mejor los intereses de los copropietarios puede ser permitir al organo designado en el reglamento de gestión cumplir la función de liquidador, aún cuando haya dejado de reunir alguno de los requisitos legales.-

El artículo 27 arriba transcripto contempla dos circunstancias que pueden dar origen a la designación del liquidador por la Inspección General de Justicia, y que son: 1) que el liquidador designado en el reglamento de gestión sea uno de los organos del fondo, y este hubiera sido sancionado 2) que el liquidador designado en el reglamento de gestión no se hiciera cargo de sus funciones, y que hubiera sido intimado a tal fin.-

En el primer caso nos atenemos a lo expuesto anteriormente en el sentido que debe interpretarse que la sanción que puede dar lugar al reemplazo de uno de los organos por otro liquidador, debe ser la sanción máxima de inhabilitación definitiva, o en el caso de que el órgano designado hubiera dejado de reunir las condiciones exigidas por la ley para detentar el carácter de organo activo, ya sea como sociedad gerente o depositaria, la irregularidad legal en que se halle no importe la imposibilidad material de llevar a cabo la liquidación.-

Puede darse el caso de que uno de los organos activos digamos la sociedad gerente ha perdido parte de su capital por no haberle reportado la gestión del fondo utilidades suficientes como para cubrir sus gastos. Esto implica paralelamente que la sociedad gerente ha perdido interés en continuar con la gestión del fondo pues es antieconómica. La solución es buscar la sustitución de la sociedad, por otra sociedad gerente dispuesta a continuar con el manejo del fondo, pero si esto no puede concretarse, la sociedad gerente deberá buscar el acuerdo con el depositario para liquidar el fondo, En este estado es ilusorio exigir al Directorio de la sociedad gerente la reposición del capital solamente a los efectos liquidatorios del fondo, por que posiblemente este dispuesto a aceptar su separación del mismo antes que reponer el capital mínimo exigido, pero es probable que económicamente este capacitada para realizar la liquidación no obstante su perdida de capital. En un supuesto como el indicado, posiblemente sería perjudicial para el fondo el trámite de reemplazo del liquidador, porque implica que una nueva entidad tiene que interiorizarse por un breve período de todos los aspectos específicos del fondo en cuestión, sin mayor atractivo económico o espiritual, factores que impulsan a la constitución de los fondos, y solamente para cumplir una función administrativa cuyo único valorización es el rendimiento inmediato de esa operación. Considerando que los que han intervenido en la creación de un fondo deben buscar, por el tipo de actuación que les cabe vinculada con el ahorro público, no finalizar una actuación con desmerecimiento de sus personas, debe presumirse que la faz liquidatoria del fondo la encararán con una mayor preocupación en bien de los copropietarios que un ente que puede estar movido solamente por un interés u obligación circunstancial.-

Consecuentemente consideramos que la inhabilitación de los órganos activos del fondo para actuar como liquidador es una medida extrema que no debe aplicarse por el simple hecho de haber sufrido alguna sanción o no reunir los requisitos legales que para actuar como órgano activo del fondo requiere, la ley sino que la decisión debe ser ponderada a las circunstancias y a la gravedad de la irregularidad cometida.-

El Decreto reglamentario contempla una segunda razón por la cual corresponderá a la Inspección General de Justicia designar liquidador, y es cuando en el reglamento de gestión está designado el liquidador, la sociedad depositaria o cualquier otra entidad, y que no teniendo impedimentos legales para actuar, no se hace cargo de sus funciones no obstante haber sido intimada en tal sentido.-

La disposición del decreto no puede tener referencia a la sociedad gerente por cuanto ésta, decidida la liquidación, automáticamente estaría cumpliendo las pertinentes funciones, que son menores que la gestión normal del fondo.-

La sociedad depositaria puede ser también liquidadora del fondo, y en tal sentido no existe una prohibición expresa de la ley ni disposición restrictiva del decreto reglamentario. En consecuencia, el incremento de funciones a cargo de la sociedad depositaria, debe haber sido contemplado por esta al firmar el reglamento de gestión, por lo cual su renuncia a hacerse cargo de la liquidación, independientemente de su reemplazo, puede dar lugar a que se le apliquen algunas de las sanciones contempladas por la ley.-

En el caso que el reglamento de gestión, designara liquidador a alguna persona distinta a los órganos activos del fondo, debería exigir la Inspección General de Justicia, que la aceptación de las funciones sea documentada por la misma, previo a la aprobación del reglamento por la Inspección, con lo cual se disminuirían las posibilidades de que llegado el

momento, decline la designación con la consiguiente posibilidad de perjuicio para los copropietarios. La aceptación de sus funciones por parte del liquidador y el conocimiento previo de la Inspección General de Justicia, permitirá a ésta, ponderar las calidades que el liquidador propuesto tiene, y si lo considera suficientemente habilitado para desempeñarse con eficiencia y responsabilidad, y en el caso que infundadamente rehusare hacerse cargo de la liquidación ser pasible de las sanciones legales consiguientes y de los perjuicios que su actitud pueda ocasionar al fondo.-

Resuelto por la Inspección General de Justicia la designación de liquidador, el decreto reglamentario indica que debe designar a una institución bancaria de plaza. Siendo la Inspección General de Justicia una repartición con sede en la Capital Federal, parecería que el banco debería ser de la plaza de Buenos Aires, pero esta conclusión si así se aplica posiblemente crea verdaderos entorpecimientos a la liquidación. Lo natural es que el banco que se designe sea de la localidad en que tiene su domicilio la sociedad gerente, que es donde presuniblemente existirá la mayor parte de los copropietarios y si es ciudad que cuenta con mercado de valores, en donde se haya efectuado gran parte de las inversiones.-

El decreto no exige que la institución bancaria liquidadora, que como hemos visto podrá tener coincidentemente el carácter de depositaria de los bienes, sea un banco oficial, nacional, provincial o mixto, lo que amplia las posibilidades de elección en la búsqueda del ente más eficaz para practicar la liquidación.-

#### 4) Distribución de los Bienes:

El reglamento de gestión debe indicar las "condiciones de liquidación y bases para la distribución de los bienes entre los propietarios" (ley art. 12 inc. g) pero "los suscriptores de certificado.... no podrán... exigir al reintegro en especie..... al tiempo de liquidación del fondo" (art. ley 32).-

La liquidación del fondo consiste en efectivizar todos los valores de la cartera, y previo pago de las deudas que pudieran existir, distribuir entre los copropietarios el monto resultante en proporción exacta a sus tenencias de cuotas partes. Desde el momento en que se hubiera dispuesto la liquidación, debe cesar el pago de los rescates a fin de evitar las desigualdades que pudieran surgir por variaciones entre los valores de cotización de las acciones en el momento de resolverse la liquidación y los precios finales de realización de las mismas.-

El liquidador podrá realizar pagos parciales en la medida que realice el activo hasta su total extinción o esperar la realización total y en ese momento abonar a cada cuotapartista su parte de reintegro de la cuota parte. Este último procedimiento no representa verdaderas ventajas a los cuotapartistas, pues les puede significar demora innecesaria para reintegrarse de sus fondos sin beneficio definitivo para el proceso de liquidación. Naturalmente será motivo de las previsiones correspondientes por parte del liquidador, la eventualidad de gastos futuros que deban cargarse al fondo, y para lo cual deberán reservarse las sumas pertinentes.-

En relación con la forma de efectuar los reintegros a los copropietarios, la ley habla de "distribución de bienes" en un artículo y en otro dice que los copropietarios no podrán exigir el reintegro en especie. Resultaría de lo expuesto que existe por parte del liquidador la facultad de

resolver sobre el pago en especie o en dinero, lo que quedaría a su exclusiva decisión. El decreto reglamentario no tiene disposiciones específicas sobre el particular, pero, aplicando por analogía lo reglamentado para los rescates y pagos de certificados, vemos que el artículo 15 dice que "el importe del rescate será pagado en efectivo, cheque o giro. Sólo podrá ser abonado con valores de cartera en casos excepcionales y con previa autorización de la Inspección General de Justicia", y el 24, que "el pago de los certificados consecuente a la suscripción se efectuará en dinero. Podrá admitirse el pago en valores cotizados en bolsa, en cuyo caso deberán observarse las formalidades previstas en el párrafo segundo del art. 12 de este reglamento.-

Como se ve, el decreto trata de que las operaciones tanto de suscripción como de rescate sean realizadas en efectivo, lo que responde a la realidad de los hechos en todo fondo que opera normalmente pero cuando las mismas se realizan con entregas de acciones, contempla de distintas formas a los rescates de las suscripciones. El artículo 12, menciona las operaciones de compras o venta de valores mobiliarios fuera de bolsa, y para las mismas exige que: a) Se ponga en conocimiento del directorio; b) los valores hayan tenido cotización durante cinco días en los últimos veinte, y c) que el precio sea el de la última cotización o el más favorable.-

El artículo 12 reglamenta tanto las compras como las ventas de acciones fuera de bolsa, por lo que correlativamente sus disposiciones deberían aplicarse tanto a las operaciones de rescate como a las de suscripción. El distinto tratamiento que a estas operaciones da el decreto no se comprende totalmente, y haremos una comparación:

|  | Suscripción con<br>pago en acciones | Rescate con entre-<br>ga de acciones |
|--|-------------------------------------|--------------------------------------|
| 1) Tienen el carácter de excepcionales   | No                                  | Si                                   |
| 2) Se requiere previa aprobación de la<br>Inspección de Justicia                             | No                                  | Si                                   |
| 3) Deben ser puestas en conocimiento<br>del Directorio                                       | Si                                  | No                                   |
| 4) Los valores deben haber tenido co-<br>tización cinco días durante los úl-<br>timos veinte | Si                                  | No                                   |
| 5) El precio debe ser el de la última<br>cotización o el más favorable                       | Si                                  | No                                   |

Lo expuesto surge de la letra del decreto, pero debe pensarse que en la ejecución práctica posiblemente la Inspección General de Justicia exija para los casos de rescates que también se cumplimenten los puntos 3), 4) y 5).-

El reintegro por liquidación del fondo a un copropietario cuando se abona en acciones de la caretra significa la venta al copropietario, fuera de bolsa, de dichas acciones por el valor equivalente de certificados al precio del día, y no encontramos en ello una razón sustancial que requiera la previa y presumiblemente siempre engorrosa aprobación oficial. Por otra parte, es fácil de superar la obligación de la aprobación previa de la operación, por cuanto puesto de acuerdo la sociedad gerente con el copropietario, simplemente haciendo la anotación bursátil de la operación se habría evitado la intervención de la Inspección General de Justicia, al estar documentada la operación con los máximos recaudos exigidos pero en cambio tiene el inconveniente que grava al fondo con los gastos bursátiles consiguientes. Más lógico es aceptar claramente la operación tal

cual es, y en cuando al valor a que se realice la entrega de las acciones, el mismo deberá ser el de bolsa del día de la realización, o el apreciado por el Directorio de la sociedad gerente si se tratara de acciones sin mercado. En cuanto a este último caso, también somos partidarios de dejar librado a la responsabilidad del Directorio de la sociedad gerente, con la aprobación del depositario, la fijación de los valores, sujetos estos valores, como todas las otras operaciones que realizan ambos organos del fondo al consiguiente contralor, y a las responsabilidades pertinentes en el caso de haberse resuelto una operación que perjudica al resto de los copropietarios.-

5) Reintegro en efectivo:

Tal como se indicará anteriormente, el pago podrá hacerse en cuotas a medida que van realizandose los valores de cartera, o en un solo pago total con el cual se reintegre a los copropietarios el importe neto resultante de la efectivización de los bienes del fondo. En ambos casos, los pagos a cada copropietario deberán ser en propoción a sus tenencias de cuotas partes.-

6) Reintegro en especie:

Aún cuando no existen disposiciones concretas para el caso de reintegro en bienes durante el período de liquidación del fondo, como se ha dicho anteriormente, la ley lo contempla, y consecuentemente aplicando las disposiciones del decreto reglamentario referentes al rescate de certificados el sistema operativo estaría encuadrado en los siguientes términos:

a) Tratándose de pagos parciales o el total, deberá establecer el monto atribuible al cuotapartista.-

- b) Se deberá recabar el cuotapartista la aceptación del pago en acciones
- c) Deberá elevarse a la Inspección General de Justicia el pedido de aceptación de la operación, y una vez aprobado.
- d) Abonar a todos los cuotapartistas los importes en dinero que les correspondan y al que acepto el pago en acciones, el equivalente a su proporción de tenencia de cuotapartes.-

El cumplimiento de todo este trámite puede demorar todo el proceso de liquidación, por lo cual creemos que puede ser inconveniente para el sistema.-

Distinto es el caso cuando el liquidador se encuentra ante la imposibilidad de realizar algunos de los valores de cartera por carecer de mercado, o teniéndolo los valores bursátiles se encuentren visiblemente más bajos de lo que la apreciación correcta del papel le atribuiría. En estos casos, el liquidador, procurando la defensa de los copropietarios, puede llegar a la decisión que es más conveniente abonar a todos ellos en las proporciones pertinentes de sus certificados, en acciones de la cartera cuya venta es inoportuna. Ante situaciones como la expuesta consideramos imprescindible la previa aprobación del procedimiento por la Inspección General de Justicia, ya que la entrega de valores en vez de efectivo, se convierte por parte del liquidador en un acto compulsivo, aún cuando sea en beneficio de los mismos copropietarios.-

#### 7) Gastos de liquidación:

Dado que el proceso de liquidación no implica diferencias sustan-

ciales con la gestión normal del fondo, sino que, razonablemente la atención que requiere es menor, ya que no se debe cumplir con la obligación de determinar diariamente la cuota parte, se suprimen las suscripciones y rescates, el asesoramiento bursátil, etc., los gastos de liquidación deben disminuir o por lo menos mantenerse en los montos fijados para el período de gestión.-

Si el reglamento de gestión no dispone específicamente las cargas que soportará el fondo en el período de liquidación, y ésta queda a cargo de ambos organos activos del fondo, corresponderá cargar al patrimonio con los mismos gastos que se autorizaron en el reglamento de gestión.-

Si la designación del liquidador es efectuada por la asamblea de copropietarios, esta tendrá la facultad de determinar la remuneración que se reconocerá al liquidador en reemplazo de los organos activos del fondo, pero no tendrá facultad de aceptar gastos distintos a los reconocidos por el reglamento de gestión, salvo que en éste se haya previsto esta posibilidad.-

Por último si es la Inspección General de Justicia quien designa el liquidador lo único que podrá fijar es la remuneración del liquidador, pues carece de facultades para modificar los demás conceptos del reglamento de gestión.-

VI - ADMINISTRACION DEL FONDO

14 - MECANICA DE LAS OPERACIONES

La suscripción de un certificado, da origen a una serie de operaciones en el fondo, cuyo ciclo se completa con su rescate. En un fondo que está operando normalmente, muchas de las operaciones que más abajo consideramos se superponen o no se producen en relación con una suscripción aislada, pero en su conjunto guardan cierta cronología cuyo proceso es el siguiente:

1) Suscripción de certificados:

La decisión de una persona de adquirir un certificado debe exteriorizarse cubriendo la pertinente solicitud de suscripción. La ley habla siempre de suscripciones pero el decreto reglamentario menciona solicitud de suscripción. La realidad en que el documento que firma el interesado en adquirir certificados de un fondo es una suscripción concreta o contrato de suscripción ya que la ley no contempla la posibilidad de que la misma sea rechazada por la sociedad gerente, salvo caso de liquidación del fondo o alguna de las inhabilitaciones contempladas por el decreto reglamentario.-

a) Efecto legal de la suscripción:

El art. 11 de la ley dice que "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", y este es el primer alcance de la suscripción del certificado y también de la solicitud de suscripción, en la cual, tal como lo dispone el reglamento de gestión deberán incluirse las condiciones básicas del contrato. Presentada la solicitud de suscripción, y efectuado el pago, el suscriptor no podrá alegar ninguna causa para dejar sin efecto la adquisición de los certificados, quedando como única solución, para el caso de arrepentimientos, el rescate del valor de los mismos, es decir que los gastos en que hubiera incurrido quedan firmes, así como la eventual variación del valor de la cuota parte.-

El segundo efecto de la solicitud es dar fecha cierta para determi-

nar el valor de la cuota parte que deberá computarse a los efectos de liquidar el valor del certificado y los gastos pertinentes de adquisición.-

La fecha de la solicitud determina también el momento en que deberá efectuarse el pago de los certificados.-

La presentación de la solicitud o la suscripción, no implican una deuda del suscriptor hacia el fondo, y caducan automáticamente por el solo hecho del no pago en la fecha correspondiente de acuerdo con lo que establezca el reglamento de gestión. El fondo opera solo contra la entrega de dinero en pago de los certificados, y no puede registrar créditos por conceptos de suscripción de certificados; consecuentemente el fondo en ningún momento se convierte en acreedor de los suscriptores. Pero en cambio el suscriptor por el hecho de la suscripción se convertiría en deudor de la sociedad gerente o de la entidad distribuidora de los certificados por el monto de las comisiones o gastos que correspondan a la suscripción.-

En la práctica lo corriente es que el acto de la suscripción y el del pago se realicen en el mismo momento, pero en las suscripciones que se realizan por intermedio de agentes o corredores, puede haber un lapso entre un acto y el otro, por lo cual pueden tener vigencia las consideraciones hechas.-

b) Normas para la recepción de suscripciones:

El artículo 12 inc. b) de la ley dice que "el reglamento de gestión deberá especificar; normas y plazos para la recepción de suscripciones....".-

La importancia de fijar las normas y plazos señalados está vinculada con el valor de la cuota parte que deberá aplicarse a cada suscripción. En tal sentido, cada reglamento de gestión puede aplicar distintos criterios como son los siguientes..." el precio de la cuota será determinado por el valor neto "del activo del fondo, vigente en el momento en que se reciba la orden de compra, "dividido por el número de cuotas en circulación, más las sumas correspondientes "a gastos y comisiones". En el caso indicado, lo que define el valor de la cuota parte correspondiente a la suscripción, no es la fecha de ésta, sino el momento

en que la misma es recibida por la sociedad gerente, y completa el valor a considerar diciendo: "todos los días hábiles, a las 17, se determinará el valor neto del activo, el que deberá estar en vigor 1 (una) hora después de haberse calculado". Es decir que diferencia de horas implica diferencia de precio de los certificados.-

Otro reglamento de gestión dice: "Al aportante se dará tantas cuotas enteras del condominio como importe la suma de aporte, teniendo en cuenta el valor de la cuota al cierre del día de la recepción del aporte, en la oficina central o sus agencias autorizadas, determinando dicho valor en la forma que se establece en el artículo siguiente, menos los gastos corrientes a cargo del aportante en concepto de emisión y comisión a los distribuidores, colocadores o corredores que autorice la Administración". En este caso se prescinde de la solicitud como factor determinante del valor de la cuota parte a considerar, y se fija de acuerdo al cierre del día del aporte. En algunos casos en que existe distribuidor autorizado para la colocación de los certificado se establece que la fecha de despacho del telegrama informando la suscripción es la válida para la fijación del precio de la cuota parte.-

c) Precio de la suscripción:

El art. 12 de la ley inc. b) añade que "el reglamento de gestión deberá especificar.... procedimientos para los cálculos de las suscripciones", y el 18 que "las suscripciones deberán efectuarse a los precio 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".-

La redacción de éste último artículo contiene un error, por cuanto para determinar el valor de cada cuota parte, no deben considerarse las suscriptas sino las integradas; si así no fuera, se estaría aceptando que se otorgaran certificados sin haberse pagado o por pagos parciales, lo que está expresamente prohibido por el artículo 15.-

El procedimiento para el cálculo de las suscripciones consiste en multiplicar el total de las cuotas partes suscriptas por el valor de las mismas en el día en que se realiza la suscripción o el que fije el reglamento de gestión, incrementado en las comisiones y gastos propios de la operación. Con respecto a la forma de determinar el valor de la cuota parte, en el capítulo 19 analizamos más detalladamente los elementos a considerar.-

## 2) Pago del importe de la suscripción:

El art. 6 inc. a) de la ley establece que "es de incumbencia del depositario la percepción del importe de las suscripciones". En la realidad no sucede tal cosa y además sería sumamente engorroso organizar un sistema que se ajustara estrictamente a lo dispuesto por la ley. El importe de las suscripciones es normalmente percibido por la sociedad gerente, o por la entidad colocadora de los certificados o por sus agentes autorizados, y dicho importe, con la documentación que en cada caso se convenga entre ambos órganos es entregada al depositario para que éste expida el certificado pertinente. Lo contrario implicaría que el depositario debería tener oficinas en todo el territorio para recibir los importes de suscripciones.-

Vinculado con el acto del pago, el artículo 21 del decreto reglamentario dispone que "la sociedad gerente deberá entregar al suscriptor, al tiempo del pago, recibo firmado por persona autorizada en el que conste la suma que el adquirente abona por la adquisición de la o las cuotas partes de que se trate, con especificación en el recibo de lo que corresponda por gastos de adquisición". La extensión del recibo mencionado es de normal trámite administrativo, por lo que no es indispensable su inclusión en el decreto; además la entrega de dinero pudo haber sido global para adquirir las cuotas partes que permita el monto entregado, por lo que más lógico hubiera sido indicar que juntamente con los certificados se entregará la liquidación correspondiente a la suscripción, ya que en el momento de la misma, posiblemente no se conozca el valor de la cuota parte.

"La emisión de certificados de coparticipación deberá expedirse contra el pago total del precio de suscripción no admitiéndose pagos parciales". (ley art. 15). Tal como hemos dicho anteriormente, la suscripción no implica una deuda hacia el fondo, ni en el fondo se pueden registrar créditos por suscripciones; el crecimiento del fondo responde a integraciones totales de cuotas partes y contra las mismas se pueden emitir los certificados.-

Forma de pago de las suscripciones:

"El pago de los certificados se efectuará en dinero. Podrá admitirse el pago en valores cotizados en bolsa, en cuyo caso deberá observarse las formalidades previstas en el párrafo segundo del artículo 12 de éste reglamento" (art. 24 D.R.). Dado que el activo del fondo puede estar compuesto únicamente por dinero efectivo o por valores con cotización bursátil, es natural que además del pago en efectivo se autorice hacerlo en los bienes que son el destino natural de los fondos que se perciban por suscripciones. Este sistema facilita al inversor participar de una cartera diversificada sin los gastos de realizar su tenencia de acciones, y también implica un ahorro de gastos para el fondo; naturalmente que la conveniencia del fondo dependerá de que las acciones que recibe en pago de la suscripción se encuentren dentro de las que componen su política de inversiones.-

Para que el pago en acciones sea admitido, la sociedad gerente debe cumplir con los requisitos del art. 12 del decreto reglamentario en lo referente a las operaciones fuera de bolsa, y que consisten en a) ser puestas en conocimiento del directorio; b) referirse a valores que se haya cotizado por lo menos cinco días en los últimos veinte, y c) que el precio sea el de la última cotización o el más favorable. Estos aspectos los tratamos, con mayor detalle en el punto 5 del presente capítulo.-

Precio de la suscripción:

La ley establece dos precios de suscripción, el de la primera emisión y el de las posteriores emisiones.-

"En la primera emisión que realice el fondo, su valor de colocación (de los certificados) no podrá exceder de \$ 100 (cien pesos) cada uno, "sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 14" (certificados representativos de varias cuotas partes) (art. 15 inc. b) de la ley). A diferencia de las emisiones de acciones de las sociedades anónimas, que se realizan por montos globales independientemente que se suscriban o no, y cuyo precio está fijado previamente, la emisión de certificados se efectúa sólo contra el pago de los mismos. Consecuentemente la emisión no se hace como acto de decisión de la sociedad gerente sino como consecuencia de una suscripción y pago de la misma, es decir de la aparición del primer cuotapartista. Para esta primer emisión, la ley fija un precio único, que es de cien pesos por cuota parte, y no contempla que esta primera emisión esté sujeta al pago de los gastos de adquisición del certificado.-

Con la primer operación se habría cumplido con la disposición legal pero la realidad es que por lo menos todas las operaciones realizadas en el primer día de operaciones del fondo, tendrán el valor de cien pesos. A partir del segundo día, aún cuando no se hayan efectuado inversiones en acciones, lo que por ajuste de la acertera alteraría el valor de la cuota parte, el precio de cien pesos se altera por la carga al fondo de la parte proporcional de los gastos de gestión, y en base a éste nuevo precio deben emitirse las nuevas cuotas partes. En la práctica, los fondos que se inician establecen un período de lanzamiento, en el cual se cobra siempre el valor de cien pesos y los gastos de adquisición se bonifican total o parcialmente. Este período de lanzamiento abarca un número fijo de días, y durante el mismo no se realizan inversiones con los fondos recibidos.-

"Las suscripciones 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 previstos en el reglamento de gestión".-

(art. 18 de la ley). El precio que menciona la ley es el de la cuota parte, sobre cuyo análisis nos extendemos más adelante, y los gastos indicados son los de adquisición, que los tratamos en el capítulo 18.-

Es decir que con posterioridad al lanzamiento, las suscripciones de certificados deberán ser hechas a los precios pertinentes de las cuotas partes con más los gastos de adquisición, todo de acuerdo con las disposiciones que contenga el reglamento de gestión.-

### 3) Depósito del dinero recaudado:

El dinero recaudado por las suscripciones debe ser entregado al depositario, al que, de acuerdo con el art. 6 de la ley, le incumbe "la percepción del importe de las suscripciones".-

Pero este dinero no debe quedar en manos del depositario, sino que "el dinero en efectivo perteneciente al fondo no invertido en valores mobiliarios, deberá depositarse en cuenta corriente en bancos oficiales nacionales, provinciales o mixtos" (art. 25 de la ley).-

Como se ha visto anteriormente, el depositario puede ser una sociedad financiera o un banco autorizado. Siendo el depositario una sociedad financiera, la disposición del depósito en cuentas bancarias responde a las garantías naturales que se deben exigir para que el manejo de dinero sea factible de inmediato y seguro control. No es sin embargo tan claro que se exija que el depósito deba efectuarse en un banco oficial, nacional, provincial o mixto; esto significa que están excluidos los bancos particulares de mantener cuentas corrientes de fondos comunes de inversión. El sistema bancario argentino está estructurado en forma de control permanente de todas las instituciones bancarias, tanto oficiales como privadas. Durante muchos años, el Banco Central de la República Argentina respaldó legalmente los depósitos que se hacían en todos los bancos del país, y aún cuando esta disposición legal no rige claramente en la actualidad, el Banco Central en los casos que ha tenido que interve-

nir ha orientado su función dando prioridad a la defensa de los depósitos del público, como una forma de salvaguardar la confianza en la firmeza y seguridad del sistema bancario argentino.-

Los depósitos que se originan en la evolución de los fondos comunes de inversión, son naturalmente del público, pero lo son en la misma medida de todos los otros depósitos que reciben los bancos. No existe razón para que a los primeros se los deba orientar a bancos oficiales o mixtos y los segundos pueden ubicarse en cualquier banco privado; no son más sagrados unos depósitos que otros, y tampoco implican más garantía unos bancos que otros, por lo que la disposición legal que comentamos la consideramos inapropiada. Por otra parte los depósitos en cuenta corriente que mantengan los fondos, no son normalmente de tal magnitud, como la experiencia lo ha demostrado, como para ser motivo de un tratamiento exclusivo y diferencial, pues el objetivo del fondo es invertir en acciones y no mantener saldos en cuenta corriente.-

La disposición que objetamos se convierte en incongruente cuando el depositario es un banco autorizado comprendido en el régimen del Decreto Ley 13.127/57. La aplicación del artículo 25, llevaría a que un banco privado debe abrir una cuenta corriente en un banco oficial para depositar a su vez el monto recibido por las suscripciones y ventas de acciones, y librar cheques contra ese banco para el pago de rescates, gastos o compras de acciones. Un sistema del tal tipo posiblemente lleve a que ningún banco privado se interese en actuar como depositario de un fondo de inversión, y como las posibilidades de concretar un contrato de depósito con un banco oficial nacional, provincial o mixto es de difícil materialización por la forma operativa propia de la mayoría de estos bancos, se puede llegar al extremo de que no pueda concretarse la intervención bancaria en el carácter de depositarios. No contradice lo expuesto el hecho de que actúen varios bancos como depositarios de fondos de inversión en la Argentina, por cuanto en general los mismos ya actuaban en tal carácter antes de la aparición de la ley, y los fondos que custodian son de empresas gemetas directamente vinculadas con los respectivos bancos; podría

decirse que en esos casos, los bancos han sido los promotores de los fondos de inversión, como una actividad complementaria a la normal bancaria. En cierta medida esto puede representar un inconveniente para los fondos que se creen como actividad central de un grupo de personas dispuesto a dirigirlos, ya que a la larga este es el medio más vigoroso para su desarrollo.-

#### 4) Entrega del certificado:

Recibido el importe de la suscripción por el depositario, procede la entrega del correspondiente certificado. El certificado puede estar impreso en todos sus detalles, para ser entregado inmediatamente, o en blanco, es decir sin indicación del número, cantidad de cuotas partes que representa, la fecha y las firmas. En el primer caso, el depositario es también depositario de los certificados, pero en el segundo, deberá recabar la firma de la sociedad gerente para su emisión.-

La entrega de los certificados la efectúa el depositario contra presentación de la solicitud y recibo de pago de los suscriptores.-

#### 5) Inversión en valores mobiliarios y custodia:

La sociedad gerente tiene como finalidad principal invertir en valores mobiliarios el ahorro recaudado, y esto lo efectúa en la siguiente forma:

- a) Resuelta la adquisición de una acción, da la orden de compra al comisionista de bolsa, el que realizada la operación, le informa sobre el precio de adquisición y el importe que debe ser abonado.-
- b) De acuerdo con la información anterior, la sociedad gerente da orden a la sociedad depositaria, para que contra recepción de las acciones compradas, abone el importe de la factura del comisionista.-
- c) La sociedad depositaria, constatado que la compra se ha realizado de acuerdo con las disposiciones del reglamento de gestión, recibe las acciones y paga el valor de la factura.-

d) La sociedad depositaria informa a la sociedad gerente del pago efectuado y que las acciones han quedado en custodia.-

En los casos en que la sociedad depositaria es un banco o sociedad financiera reconocida para operar en bolsa, la misma puede realizar también la función de compradora de los valores, con lo que el trámite se agiliza. Un trámite análogo corresponde para los casos de compra de cupones de derecho de suscripción o para cobro de dividendo en acciones.-

#### Inversiones fuera de bolsa y por canje de certificados

La inversión puede realizarse operando en bolsa, es decir anotando en la pizarra o fuera de bolsa y recibiendo en pago de la suscripción de certificados, valores con cotización bursátil.-

Las operaciones realizadas en bolsa no requieren ningún tratamiento especial, y la documentación habitual respalda la operación.-

En las operaciones fuera de bolsa, el decreto reglamentario establece ciertos requisitos para su documentación y que son:

a) "Deberán ser puestas especialmente en conocimiento del Directorio, en cada caso, en la primera sesión que éste efectúe con posterioridad a la concertación de la operación" (art. 12 inc. a). Esta disposición no coarta la independencia de acción de los que manejan la sociedad gerente, significando solamente un aspecto formal, por cuanto algunos directorios se reúnen una sola vez al año, y si en esa oportunidad alguno considerara inconveniente la operación realizada, ya no podría deshacerse en los términos en que se realizó por la variación que puede haber tenido el valor de la cuota parte o de la acción.-

c) "Deberán referirse a valores que hayan tenido cotización en bolsa por lo menos cinco días durante los últimos veinte días bursátiles" (art. 12 inc. b). Esta disposición tampoco es substancial en su contenido. Dispuesta la sociedad gerente a realizar la operación, no entraña ninguna dificultad hacer anotar en pizarra, durante cinco días, la acción que se va a comprar o vender. Si se trata de acciones de poco movimiento, como presume el decreto, en nuestro actual

mercado no hay inconvenientes mayores en hacer las anotaciones exigidas por el decreto ni siguiera producir alteraciones importantes en los precios por lo que la exigencia es más teórica que real. En cuanto al caso de acciones de mucho mercado, y que se operán con profusión, la norma es innecesaria.-

c) "El precio fijado en la operación deberá ser el de la última cotización de bolsa o el más favorable al fondo" (art. 12 inc. c). La disposición es natural, tendiendo a que ingresen las acciones al fondo, al menor valor.-

d) "La exigencia del inc. b) no regirá en los casos de adquisición de valores "mobiliarios ofrecidos públicamente en licitación. En éste caso, el precio de compra deberá ser igual o menor al ofrecido en la licitación" (art. 12 último párrafo). La licitación de acciones es el público remate de las mismas cuando por cualquier circunstancia no se cotizan. La falta de cotización proviene en general del retiro de la autorización para cotizar o por la falta total de mercado, y es natural que la venta de las acciones en estos casos se realice al precio que resulte de la libre oferta y demanda, La disposición habla del precio de compra, pero desde un punto de vista práctico es difícil concebir que un fondo adquiriera acciones que se cotizan por vía de licitación, pués este hecho está reconociendo en principio carencia de liquidez. El caso de compra en licitación que sería normal es cuando estando autorizada a operar en bolsa una acción, previo a la iniciación de las operaciones, se efectúa la licitación de la cantidad mínima de \$ 5.000.000,- de acuerdo con las disposiciones de la Comisión de Valores del Banco Central. En estos casos, los interesados en adquirir la acción, a precios generalmente más bajos que los que se estima que posteriormente valdrá, licitan la compra, y de acuerdo a los pedidos se realiza el prorrateo de lo ofrecido sobre los pedidos. El fondo podría presentarse a adquirir acciones en estas circunstancias, por lo que es comprensible que no tenga validez la exigencia de cotización previa de la acción.-

El procedimiento contemplado por el decreto para las operaciones fuera de bolsa, exige el cumplimiento de aspectos formales de fácil cumplimiento

da nuestra organización bursátil, y no ataca al fondo de la cuestión que es el valor correcto que debe dársele a la acción adquirida. Posiblemente fuera más positivo establecer un régimen por el que toda compra de acciones fuera de bolsa, y sin cotización habitual, debería ser resuelta previamente por el Directorio, el que al resolverlo, deba hacer una determinación del valor de compra que se resuelva, a cuyo efecto debiera tomar en consideración los precios generales del mercado en ese momento, las relaciones de rentabilidad con otros papeles, sus perspectivas y el grado de dureza en la venta. Con éste sistema, sin ninguna duda, cada decisión sería debidamente sopesada estando sujeta en cualquier momento al control de la Sindicatura, Depositario o Inspección General de Justicia. Aún cuando los criterios de valorización pueden ser motivo de distinta apreciación, existen ciertos patrones que no permiten valorizaciones desproporcionadas.-

Cumplidas las disposiciones arriba transcriptas, la sociedad gerente debe informar a la depositaria sobre la adquisición realizada y el monto que debe pagar, siguiendo un trámite análogo al primero indicado.-

6) Suscripción de acciones, cobranza de dividendos y otras operaciones

a) Suscripción

Toda decisión sobre suscripciones debe ser tomada por la sociedad gerente, la que ordenará a la depositaria que haga uso de la opción legal, mediante la presentación de las acciones o entrega de los cupones correspondientes. La orden debe indicar la forma en que se integrarán las acciones suscriptas. La sociedad depositaria, informará la forma en que va realizando los pagos, y el momento de recepción de las nuevas acciones que quedan en custodia..

b) Cobranza de dividendos

La cobranza de dividendos es una obligación directa de la sociedad depositaria, la que deberá llenar todos los requisitos pertinentes e informara la sociedad gerente el momento de la cobranza, ya sea en efectivo o en acciones.-

c) Otras operaciones que la sociedad depositaria debe realizar sin necesidad de orden de la sociedad gerente, son la presentación al canje de acciones cuando así lo hubiera dispuesto la sociedad emisora, el control de las acciones recibidas en cuanto a sus características y tipo de láminas, el control de numeración, etc.-

#### 7) Ventas de valores:

Las ventas pueden estar originadas en la necesidad de dinero para atender rescates, o la conveniencia de realizar determinados papeles por tener perspectivas desfavorables de dividendo o del valor de la acción.-

La sociedad gerente debe dar la orden al comisionista de bolsa de la venta de los valores, y en conocimiento del precio de venta, dará orden a la sociedad depositaria que contra el pago del importe de la venta, entregue las correspondientes acciones. Realizada la operación la sociedad depositaria informará a la gerente, de su finiquito.-

Esta operación se realiza en los mismos términos para los casos de venta de cupones con derecho a dividendo en acciones o con derecho de suscripción. Las ventas pueden realizarse en bolsa o fuera de bolsa, y al respecto nos remitimos a lo expuesto en el punto 5.-

#### 8) Pago de utilidades del fondo (dividendo de cuotas partes)

Practicado el balance del fondo, determinada la utilidad a distribuir, e impresos los elementos correspondientes al balance, la sociedad gerente debe determinar la fecha del pago del dividendo, informando al depositario. A tal efecto debe hacerse la correspondiente provisión de fondos, y las publicaciones de estilo.-

El depositario debe efectuar el pago en forma directa contra entrega de los cupones pertinentes de los certificados, por parte de los cuotapartistas. Este pago debe efectuarse en efectivo, salvo que el tenedor de los certificados prefiera recibir el equivalente en nuevas cuotas partes al valor del día en cuyo caso, el cálculo se efectuará sin cargos por derecho de in-

greso o comisiones.-

9) Rescate de certificados:

La suscripción de certificados significa la adhesión al reglamento de gestión y la presentación de la solicitud de rescate, la "desvinculación de los copartícipes" de la copropiedad indivisa de los bienes del fondo y la finalización para los ahorristas del sistema operativo del fondo.-

El primer paso del rescate consiste en la presentación de la solicitud por parte del tenedor de cuotas partes.-

a) Derecho al rescate:

"Los suscriptores de certificados gozarán del derecho inderogable..... al rescate de las cuotas partes (ley art. 32). "Los titulares de cuotas partes tienen el derecho de exigir en cualquier tiempo el rescate....".-

Es de la esencia misma de los fondos mutuos de inversión la permanente liquidez de los mismos y la consecuente posibilidad de los tenedores de certificados de efectivizar sus tenencias en forma inmediata. Las cláusulas legales transcritas prescriben que el derecho al rescate no puede ser alterado por ninguna circunstancia, y que en cualquier momento los órganos del fondo deberán estar en condiciones de reintegrar a los copropietarios, en efectivo, el importe de sus cuotas partes al valor del día.-

Para hacer frente al pago de los rescates, los órganos del fondo disponen del dinero depositado en cuentas bancarias, y las acciones de cartera, cuya realización deben disponer si el saldo bancario fuera insuficiente. Esta circunstancia lleva a que las inversiones se orienten no sólo a la búsqueda de buena renta y defensa de capital sino también a la permanente liquidez de las tenencias.-

b) Efecto legal de la solicitud de rescate:

La presentación de la solicitud da fecha cierta para la fijación del valor al cual deberán liquidarse las cuotas partes presentadas al rescate. El pago puede realizarse en el acto o dentro de determinada cantidad de días,

según lo disponga el reglamento de gestión, pero el precio ya no estará sujeto a alteraciones. La aceptación de los órganos del fondo de la solicitud de rescate implica la obligación de pago dentro de los siete días, salvo autorización expresa de la Inspección General de Justicia.-

El art. 9 de la ley dice que "la desvinculación de los copartícipes en la indivisión se operará exclusivamente por el rescate de partes", y los artículos 20 y 21 contemplan que entre el requerimiento de rescate devolviendo los certificados y el rescate pueden transcurrir distintos plazos de acuerdo con las circunstancias.-

De la lectura de la ley se desprende que el valor al cual hay que computar las cuotas partes sería el del día del rescate y no el del requerimiento. La desvinculación se produce por el rescate, y éste se formaliza por el pago del valor de los certificados; rescatar es la acción y efecto de recobrar por medio de dinero alguna cosa que haya pasado a mano ajena (Enciclopedia Espasa Calpe).-

Creemos que este sistema no es el apropiado para la mejor tramitación de los rescates, y que no se adapta a la que es norma en los reglamentos de gestión existentes. Algunos dicen sobre el particular: "La suma a pagar por el rescate de cada cuota es el valor de la cuota vigente al cierre del día de la presentación escrita de la solicitud de rescate"; otro dice: "El valor de rescate será igual al valor de la cuota vigente el día hábil inmediato posterior al pedido de aquél, a partir de las 18".-

Las disposiciones de los reglamentos de gestión se ajustan a la práctica operativa de los rescates, pues sería motivo de incontables discusiones entre los cuota partistas y los órganos el hecho que este efectúa el requerimiento, entrega los certificados, y no pueda saber en ese momento que bases se tomarán para la liquidación de sus cuotas partes; la suspicacia acompañaría a cada precio de rescate en la medida que este estuviera entre

los menores que se produjeron en el lapso del rescate. Además de ser ilógico dejar librado a los organos del fondo la determinación de que valor de cuota parte se tomará para pagar el rescate, es una fuente innecesaria de rozamientos que definitivamente perjudicaría la confianza en el sistema.-

El derecho reglamentario no dice nada al respecto, por lo que consideramos que la ley debería haber establecido que la desvinculación del copropietario se produce en el momento del requerimiento y de la entrega de los certificados a los órganos del fondo. Por otra parte, la ley al exigir la entrega de los certificados, (art. 20), reconoce de hecho la desvinculación, y lo único que resta es el pago. No es comprensible que la vinculación continúe cuando se ha devuelto el título representativo de la copropiedad, y que tal como es usual el depositario ha procedido a su destrucción material.-

En apoyo de lo expuesto encontramos que en las Investment Companies de los Estados Unidos de Norteamérica, los balances normalmente reflejan en sus pasivos "Cuentas a pagar por acciones de capital recompradas", lo que reconoce la transformación del capital en pasivo. Por último, al determinar el valor diario de la cuota parte, tal como lo establece el artículo 18 de la ley, se debe dividir el activo total por "la cantidad de cuotas partes suscriptas", y no vemos en que medida puedan considerarse entre las mismas, las correspondientes a certificados devueltos, presumiblemente anulados, por el hecho de que esté pendiente el pago.-

De acuerdo con las normas de los respectivos reglamentos de gestión, la presentación del requerimiento de rescate implica la determinación de la fecha que regirá para fijar el valor de la cuota parte. A partir del día en que se fijó el valor de la cuota para el pago del rescate, las cuotas partes en circulación deben disminuirse en la cantidad presentada a rescatar, y deberá considerarse como pasivo del fondo el monto total del rescate.

La presentación de la solicitud de rescate fija la fecha a partir de la cual empiezan a correr los plazos legales para el pago.-

c) Normas, Precio y cálculo del rescate:

"El reglamento de gestión deberá especificar normas para la recepción de rescates de certificados y procedimientos para los cálculos respectivos"(ley art. 12).-

El rescate de un certificado se formaliza con la presentación de la solicitud respectiva por el tenedor y la entrega del certificado, otorgándole los organos del fondo, recibo de la solicitud de rescate y de los certificados.-

Con estos elementos, la sociedad gerente multiplica el valor de la cuota parte del día que corresponda según fije el reglamento de gestión, por las cuotas partes representadas por el certificado presentado, y al importe resultante le deduce los gastos de rescate que pudieran corresponder. Efectuados los cálculos indicados, se ha fijado el precio que debe abonar el depositario, el que contra presentación del recibo de la solicitud, paga el rescate.-

La presentación puede efectuarla el tenedor tanto en la sociedad gerente como en el depositario, y en este último caso, el depositario dará traslado a la sociedad gerente, de la solicitud, a fin de que efectúe los cálculos antedichos.-

d) Plazo de pago - Suspensión:

"El rescate deberá verificarse obligatoriamente..... dentro de los "siete días de efectuado el requerimiento...." (ley art. 20). "La obligación de proceder al rescate quedará en suspenso en casos excepcionales, conforme a lo previsto en el artículo 2715 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".-

Normalmente los rescates deben pagarse en forma inmediata al cumplimiento de los trámites de recepción de la solicitud, control de los certificados y fijación del precio, pero en algunas circunstancias, el fondo debe realizar valores para hacer frente al pago y ante estos hechos, la ley acuerda

un plazo máximo de siete días para efectivizar el rescate. En la evolución del fondo, no son necesarios plazos mayores contando que la cartera está constituida por valores de rápida realización. Pero pueden presentarse razones de fuerza mayor que no permitan reunir el dinero necesario para atender los rescates, y en estos casos la ley autoriza un plazo complementario de tres días, superado el cual toda demora deberá ser autorizada por la Inspección General de Justicia.-

La ley habla de suspensión del rescate y remite al artículo 2715 del Código Civil, el que dispone que "habrá indivisión forzosa.... cuando "la división fuera nociva por cualquier motivo, en cuyo caso debe ser demorada cuanto sea necesario para que no haya perjuicio a los condóminos".

e) Pago del rescate - Efectivo o valores de cartera:

"El rescate deberá verificarse obligatoriamente por los órganos del fondo común" (ley art. 20). "Es de incumbencia del depositario, el pago de los rescates que se requieran" (ley art. 6).-

La disposición del artículo 20 debe interpretarse en el sentido de que ambos tienen conjuntamente las responsabilidades por el incumplimiento del rescate en los términos legales, pero la materialización del rescate la realiza el depositario, que como lo dice el artículo 6º, debe realizar el pago. Cualquiera de los dos órganos que tuviera conocimiento que el otro órgano está demorando indebidamente el trámite del rescate o su pago, deberá intimarlo a regularizar la situación y en caso de persistir, ponerlo en conocimiento de la Inspección General de Justicia.-

"El importe del rescate, será pagado en efectivo, cheque o giro. "solo podrá ser abonado con valores de cartera en casos excepcionales y con "previa autorización de la Inspección General de Justicia" (decreto art. 15) "Los suscriptores de certificados.... gozan del derecho.... al rescate de "las cuotas partes, pero sin que puedan exigir el reintegro en especie..." (ley art. 32).-

La ley prohíbe a los suscriptores exigir que se les abone el rescate con valores de cartera, pero no restringe la facultad de los órganos del fondo a hacerlo, y el decreto reglamentario lo contempla como caso excepcional sujeto a la aprobación previa por la Inspección General de Justicia.-

Sobre el tema nos remitimos a lo expuesto en el punto 4 del capítulo 13, en el cual sostenemos que la previa aprobación por la Inspección General de Justicia es un trámite que entorpece innecesariamente el pago del rescate en valores de la cartera del fondo, lo que por otra parte estando de acuerdo la sociedad gerente y el suscriptor se cumple de la misma manera haciendo las anotaciones en las pizarras de la bolsa. Por otra parte, tal como lo indicamos en el punto 5 del presente capítulo, las ventas de acciones fuera de bolsa están autorizadas con una mecánica especial de documentación y no vemos que diferencia existe entre vender una acción fuera de bolsa y pagar un rescate con valores de la cartera, que implica en el fondo la venta fuera de bolsa de dichos valores.-

El procedimiento operativo es el siguiente:

- a) El tenedor del certificado se presenta en la sociedad gerente o el depositario y llena la solicitud del rescate, con la entrega del correspondiente certificado.-
- b) La sociedad gerente fija el precio de la cuota parte que corresponde a la fecha del rescate, y practica los cálculos pertinentes informando al depositario del monto a abonar.-
- c) Con la constancia que recibió al presentar la solicitud, el rescatante se presenta al depositario y cobra el valor del rescate.-

15 - ORGANIZACIÓN ADMINISTRATIVA DE LA SOCIEDAD GERENTE1) Documentación de las operaciones

"Toda compra o venta de valores mobiliarios deberá quedar documentada.." (D.R. art. 12). Tratándose de empresas en las que la única actividad es operar en valores mobiliarios, es comprensible el énfasis del decreto reglamentario sobre la documentación que debe respaldar estas operaciones, pero ello no niega que deberá contarse con la documentación comprobatoria correspondiente a cualquier registración contable que de alguna forma afecte al patrimonio del fondo.-

La documentación propia de las operaciones bursátiles son los boletos de compra o venta emitidos por los comisionistas de bolsa o entidades financieras o bancarias autorizadas para actuar como intermediarios. Sin embargo el decreto, implícitamente reconoce que pueda contarse con otra documentación en las operaciones fuera de bolsa; en estos casos, el comprobante podrá ser extendido por cualquier persona, pero deberán cumplirse los requisitos de información al Directorio, constatación de cotización y límites de precios que hemos analizado anteriormente.-

## a) Operaciones en el exterior

"Las compras y ventas de títulos que se efectúen en el exterior deberán documentarse mediante certificación consular u otra documentación fehaciente que acredite la cotización en bolsa del papel, la correspondencia del precio de compra o venta con el de la cotización bursátil del mismo a la fecha de la operación y, también, la calidad de comisionistas autorizado del que intervino en ésta". (D.R. art. 9)

Considerando que la ley autoriza la inversión en valores bursátiles del exterior, el decreto reglamentario amplía las exigencias sobre la documentación, debiéndose poseerse como comprobantes, además del boleto de venta o de compra de los valores, la certificación consular que debe abarcar; I) confirmación que el título se cotiza; II) que el precio coincide con el de cotización a la misma fecha y III) que el interviniente es un comisionista autorizado.-

De acuerdo con la redacción del artículo transcrito, cada operación individualmente deberá estar acompañada con la certificación consular. Si un fondo opera excepcionalmente con el exterior, el requisito de la certificación no significa un mayor cargo, pero si las operaciones son numerosas, puede llegar a representar un gravamen, importante al fondo. Dado que la sociedad gerente no puede salirse de las normas legales, la constatación del cumplimiento en los casos de operaciones en el exterior puede realizarla a pedido de la autoridad de fiscalización en el momento que está lo considere oportuno. Para cumplir este trámite, serían suficientes las publicaciones oficiales de las bolsas o mercados en donde se cotizan los valores adquiridos, en las que constan usualmente todos los datos requeridos por el decreto, y en caso de duda, requerir, la confirmación, por las autoridades de la bolsa o mercado pertinente, en un sólo documento, que los valores adquiridos se cotizan, que el o los comisionistas intervinientes están autorizados, y que los precios a que se negociaron responden a los del día de las operaciones. Este documento requerirá la certificación consular pertinente, pero sería en la oportunidad que lo requieren las autoridades de fiscalización y no en cada operación.-

Por otra parte, el decreto acepta que determinadas operaciones puedan realizarse fuera de bolsa, y tal sería el caso de la adquisición de valores en el país que se cotizan en el exterior, circunstancia que por aplicación estricta del decreto artículo 9 no podría producirse, dado que entre otras cosas no interviene comisionista autorizado. Creemos dicho artículo demasiado formalista, sin ello reportar una mayor seguridad en cuanto la corrección de las operaciones.-

b) Documento de depósito de los valores:

"El comprobante que otorgue el depositario a la sociedad gerente será "documento suficiente para acreditar la tenencia de acciones que integran el "fondo común" (D.R. art. 10).-"

El comprobante mencionado es suficiente para la sociedad gerente como constancia de la recepción y guarda de los valores, pero entendemos que el Síndico, cuando procede a certificar los balances e inventarios del fondo, no puede limitar su control a la simple constatación de dichos comprobantes, sino que debe practicar un arqueo físico de los valores en poder del depositario. Si la actuación del Síndico se limitara al control de los comprobantes en poder de la sociedad gerente, quedaría sin fiscalización lo más importante del fondo, que es la existencia real de los valores mobiliarios.-

## 2) División de funciones:

Para la buena marcha de un fondo de inversión se requiere que en la sociedad gerente exista una apropiada división de funciones en sectores homogéneos.-El organigrama correspondiente puede esbozarse en los siguientes términos:

- a) Directorio: Tiene a su cargo la decisión de la política de inversiones del fondo, su representación y el control de su evolución.
- b) Gerencia General: que tiene a su cargo el cumplimiento de las decisiones del Directorio y centralizar la información de las gerencias departamentales y resolver los problemas originados en la marcha de los negocios.-
- c) Gerencia Administrativa, que tiene a su cargo el manejo financiero de la sociedad gerente y del fondo, la planificación y medición de resultados de las operaciones, y las tareas propiamente administrativas y contables.-
- d) Gerencia Bursátil, que tiene a su cargo el análisis y estudio del mercado de valores; asesorar y proponer al Directorio compras o ventas de acciones, y títulos, informándolo sobre la evolución de las sociedades de las cuales tiene acciones el Fondo; informar a administración sobre los dividendos a cobrar, derechos de suscripción, canje de acciones y todo otro aspecto vinculado con la cartera; informar al directorio sobre Asambleas de sociedades de las cuales tiene acciones el fondo; control de los valores diarios de la cartera para la determinación del valor de la cuota parte, y estimación del valor de las acciones que no han tenido movimiento en más de dos meses para que el Directorio resuelva.-

e) Gerencia de promoción, que tiene a su cargo estudiar los planes de propaganda reclutamiento de vendedores, organización de los cursos, otorgamiento de representaciones, análisis de zonas de venta y control de las operaciones de venta.-

El organigrama responde a un fondo de volumen mediano. En la medida que deba aplicarse a organizaciones de gran volumen, cada uno de los sectores deberá reestructurarse, discriminando con más precisión su ordenamiento, y corresponderá que eventualmente se creen dentro del Directorio, Comites Bursátiles y Comites de Promoción. El otorgamiento de representaciones y su control podrá ser motivo de una división aparte dentro del departamento de ventas, etc.-

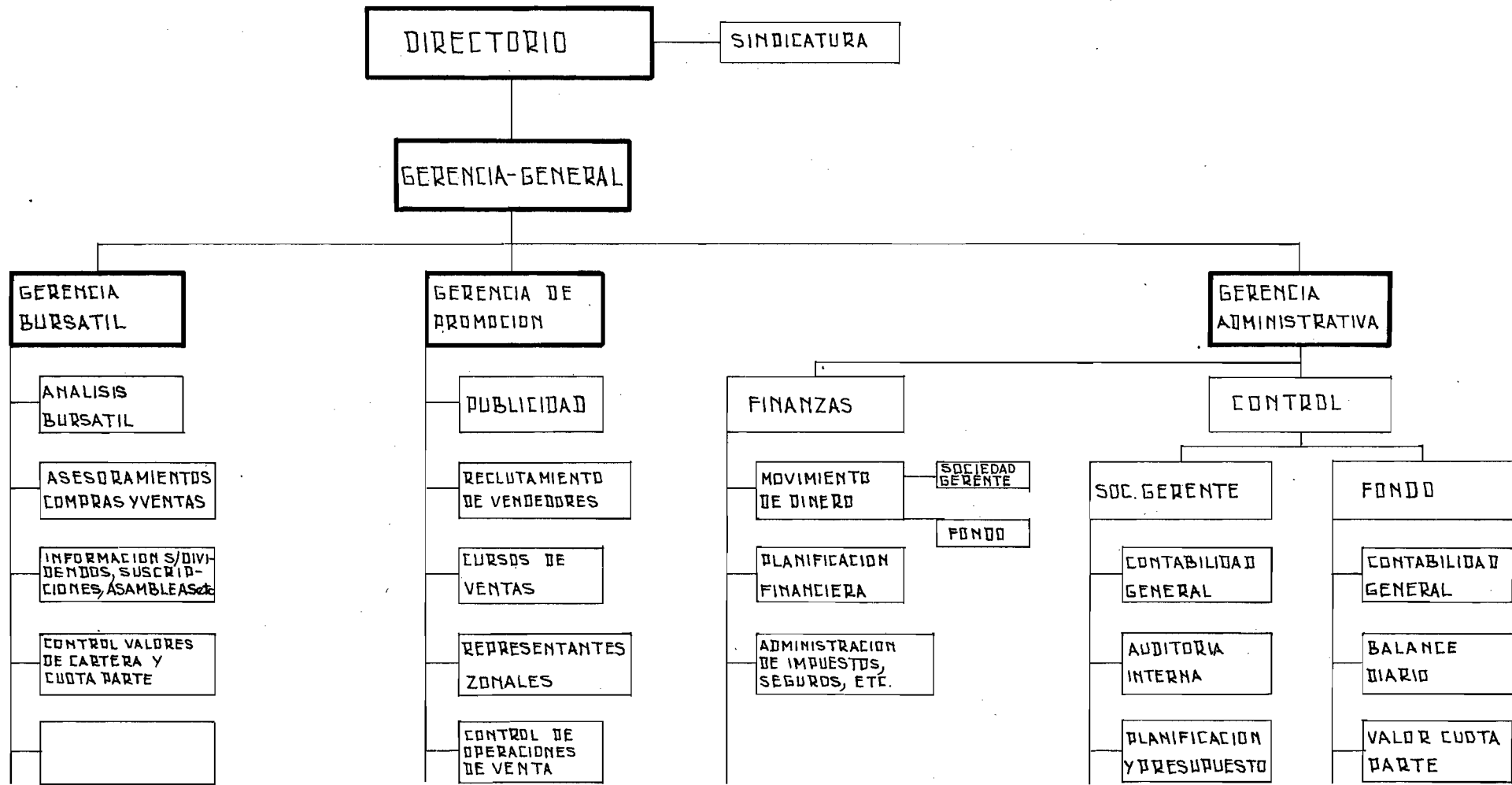
No obstante la separación de funciones previstas, los distintos sectores tienen distintas vinculaciones, ya que la política bursátil depende en parte de la previsión de colocación de certificados, la colocación está relacionada con las posibilidades financieras para el desarrollo de publicidad, la planificación y presupuesto está realacionada con la colocación de certificados y de la marcha bursátil, etc. Es decir que aún cuando cada sector actúa dentro de campos específicos, todos tienen una mutua dependencia.-

### 3) Documentación a presentar a la Inspección General de Justicia:

"... deberán presentarse a la Inspección General de Justicia:

- "a) semanalmente el detalle del valor de la cartera, día por día, y los cálculos de determinación diaria del valor de cada cuota parte.-
- "b) Dentro de los quince días de vencido cada trimestre, el balance del inc. b) del art. 33 de la ley (trimestral)
- "c) Dentro de los 120 días de cerrados sus ejercicios la sociedad gerente y el depositario presentarán a la Inspección General de Justicia sus respectivos balances generales, acompañados de las correspondientes cuentas de ganancias y pérdidas, memoria de los directorios e informes de los síndicos." (D.R. art. 30)

Además de lo indicado, es obligatorio enviar a la Inspección General de Justicia toda publicidad que se realice, dentro de los tres días hábiles de efectuada.-



16 - PUBLICIDAD

Elemento vital del desarrollo y control de los fondos comunes de inversión es la publicidad permanente de sus balances y valor de la cuota parte, tanto para los tenedores de certificados como para los posibles adquirentes o los que desean rescatar sus tenencias, y al respecto la ley y el decreto reglamentario organizan un sistema mínimo de publicidad con el siguiente régimen:

1) Términos de las publicaciones: "Las publicaciones.... de la ley se efectuarán por un día".-

2) Organos de publicidad: "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" (Ley art. 34). "La sociedad gerente deberá comunicar a la Inspección General de Justicia el órgano de publicidad que haya adoptado de acuerdo con lo establecido en el art. 34 de la Ley. Todo cambio de órgano de publicidad se hará conocer mediante una publicación en el órgano sustituido, previa comunicación a la Inspección General de Justicia". (D.R. art. 16 tercer párrafo)

Tanto la ley como el decreto reglamentario dan libertad de elección en cuanto al órgano de publicidad, exigiendo que en el caso que no se efectúen las publicaciones en órganos oficiales o de la especialidad, lo sean en medios que aseguren que la información llega a una masa numerosa de público. Efectuada la elección del medio publicitario, e informado a la Inspección General de Justicia, el mismo puede ser cambiado mediante la publicación arriba dispuesta, lo que permitirá a los tenedores de certificados poder contar con información actualizada de la marcha del fondo. Afortunadamente ciertos órganos periodísticos, detallan diariamente el valor de la cartera de los distintos fondos como noticia de interés general, lo que si no fuera así, y las sociedades ge-

rentes tuvieran que contratar esta publicidad podría llegar a ser una carga importante y difícil de sobrellevar sobre todo en los momentos de iniciación de los fondos, en que los ingresos son magros. El gasto que esta publicidad puede demandar, en muchos casos es absorbido por la sociedad gerente, pero dadas sus características de obligatoriedad, no es difícil que en el futuro los mismos sean derivados al fondo, con lo cual, no obstante la conveniencia de la publicidad puede resultar un cargo elevado a su patrimonio.-

Ampliación de los medios de publicidad: "En caso justificado, la Inspección General de Justicia podrá disponer la ampliación de los medios . . . de publicidad" (D.R. art. 16 último párrafo).-

La disposición transcrita es muy amplia e indudablemente debe ser considerada con la máxima prudencia. Los gastos de publicidad son costosos, y el decidir una ampliación de medios, puede resultar antieconómico para la sociedad gerente o desproporcionado si los mismos son cargados al fondo.- No existen disposiciones por la que todas las publicaciones se deben hacer en el mismo órgano, por lo que la distinta publicidad puede hacerse en diferentes órganos.-

### 3) Publicidad diaria

"Será obligatoria la publicidad de: diariamente el valor de la cartera" (ley art. 33 inc. a). "A los efectos de dar cumplimiento al inc. a) del artículo 33 de la ley, la sociedad gerente publicará diariamente el valor de la cuota parte, obtenido mediante la división del valor del activo neto del fondo por el número de cuotas partes en circulación" (D.R. art. 16 segundo párrafo).-

En la ley se ha deslizado evidentemente un error que el decreto reglamentario ha subsanado. La publicación del valor de la cartera no cumple ningún cometido informativo o de interés para los tenedores ni para el público general. Lo que es indispensable es que tanto los copropietarios como los posibles suscriptores tengan conocimiento del valor de la cuota parte, el que los orientará en forma positiva sobre la conveniencia o inconveniencia del rescate, o

con conocimiento del balance y sus rubros, la oportunidad o no de la inversión. Además el suscriptor o rescatante, tiene en su mano en todo momento el conocimiento de la corrección de los precios que se le liquidaron por sus operaciones, lo que le da la seguridad de la equidad del sistema.-

a) Plazo de publicación: "El valor diario de cada cuota parte - en la forma indicada en el art. 16 segundo párrafo - se publicará al día siguiente de su fijación". (D.R. art. 29 inc. a). Es decir que el día posterior a cada día bursátil corresponde la publicación del valor de la cuota parte, que se insiste, no es la publicidad requerida por la ley, sino la del valor de la cuota parte. La redacción arriba transcripta puede ocasionar ciertas dificultades. Tecnicamente, todos los días varia el valor de la cartera, aún cuando no haya movimiento bursátil, pues la carga administrativa se distribuye proporcionalmente en cada día del año, con lo que, aún un día feriado o sábado o domingo, debería cargarse y ajustar en la parte proporcional el valor de la cuota parte. Las variaciones que esto ocasiona pueden ser de poca monta, pero aplicando estrictamente la disposición se llegaría a dicha situación. La práctica de los fondos ha llevado a la publicación diaria de la cartera solamente el día posterior a los días de actividad bursátil, y esto no es objetado por la autoridad de contralor.-

b) Información a la Inspección de Justicia: "Los comprobantes respectivos" - de las publicaciones -" deberán ser presentados semanalmente a la Inspección General de Justicia" (D.R. art. 29 inc. a). Dentro del curso de cada semana, deberán presentarse la totalidad de los comprobantes correspondientes a la semana anterior.-

#### 4) Publicidad trimestral:

"Será obligatoria la publicidad de: trimestralmente el balance de resultados" (Ley art. 33 inc. b). El balance de resultados se compone de los rubros activos, los rubros pasivos, las utilidades o pérdidas acumuladas al trimestre y el capital correspondiente a las cuotas partes en circulación.-

No es necesario por no exigirlo la ley, la publicación trimestral del Cuadro Demostrativo de Pérdidas y Ganancias, no obstante lo cual, es costumbre su publicación juntamente con el balance de resultados.-

a) Plazo de publicación: "El balance trimestral, dentro de los quince días subsiguientes a su fecha de cierre" (D.R. art. 29 inc. b). Debe entenderse que los días computables son los hábiles. En caso justificado la Inspección General de Justicia podrá disponer la ampliación de los ... plazos de publicidad (D.R. art. 16 último párrafo)

b) Información a la Inspección General de Justicia: dentro de los diez días de efectuada" (D.R. art. 29 último párrafo), entendiéndose también que debe entenderse los días hábiles posteriores a su publicación. El término de presentación corre desde la publicación, independientemente de la fecha de cierre del balance.-

#### 5) Publicidad anual

"Será obligatoria la publicidad de: Anualmente la cuenta de resultados, estado patrimonial del Fondo Común de Inversión, nómina de los valores y otros bienes pertenecientes al mismo" (Ley art. 33 inc. c).-

Por cuenta de resultados debe entenderse el Cuadro Demostrativo de Pérdidas y Ganancias.-

El estado patrimonial del Fondo es el Balance General o Estado de Activo y Pasivo.-

La nómina de los valores es el detalle de la cartera de valores mobiliarios del Fondo, valorizados a los precios del día del balance general.-

La ley prescribe la publicidad de otros bienes pertenecientes al fondo. La determinación es bastante imprecisa, porque el fondo no puede tener otros bienes que no sean los valores de la cartera y el efectivo depositado en cuentas bancarias que pudiera tener el fondo proveniente de venta de acciones de la cartera, cupones etc. Por consiguiente, creemos que la exigencia de publicar estos detalles no cumplen ninguna finalidad positivamente informativa.-

a) Plazo de publicación: "Los elementos indicados en el inc. c) del artículo 33 de la ley, dentro de los treinta días subsiguientes a la fecha del cierre del ejercicio". Como en las publicaciones trimestrales, los días computables con los hábiles, y los plazos pueden ser ampliados por la Inspección General de Justicia.-

b) Información a la Inspección General de Justicia: Como en el caso anterior los ejemplares de las publicaciones se presentarán a la Inspección General de Justicia dentro de los diez días hábiles posteriores a la fecha de su publicación.-

6) Impresión del Balance General y Memoria

"Con relación a cada ejercicio la sociedad gerente deberá preparar un impreso que contenga el estado patrimonial del fondo correspondiente a aquél, cuenta de resultados, detalle de los valores en cartera, certificación del síndico o síndicos a que se refiere el inc. a) del Art. 30 de la ley y memoria explicativa de la marcha del fondo" (D.R. art. 20 primer párrafo).-

a) De acuerdo con el texto transcrito, el impreso debe contener: I) Estado patrimonial del fondo, que debe ser coincidente con el publicado según lo expuesto en el punto 5);

II) Cuenta de resultados, coincidente con la publicada según lo expuesto en el punto 5)

III) Detalle de los valores en cartera, coincidente con lo expuesto en el punto 5)

IV) Certificación del Síndico que además de comprender los tres elementos anteriores, deberá ratificar el "número de los certificados representativos de cuotas partes en circulación, y valor del rescate de los mismos" (Ley art. 30 inc. a). Entendemos que la disposición ha querido mencionar el número de las cuotas partes en circulación, pues el conocimiento del número de certificados no tiene valor informativo ya que los mismos pueden representar una o más cuotas partes. En cuanto al valor de rescate de los mismos, la lógica es que lo que debe indicarse es el valor de la cuota parte.-

V) Memoria explicativa de la marcha del fondo.

No se exige que el impreso contenga la nómina de los otros bienes del fondo lo que nos parece natural atento lo expuesto en el punto 5)

b) Plazo: "El impreso aludido en el párrafo anterior será puesto en circulación dentro de los 30 días de cerrado el ejercicio, debiendo la sociedad gerente entregar un ejemplar de aquél a quien lo solicite al precio de su estricto costo". En todo caso, el impreso deberá ser puesto en circulación con razonable anterioridad a la fecha de comienzo de pago de las utilidades". (D.R. art. 20 segundo y tercer párrafo).-

El impreso debe estar a disposición de los interesados dentro de los 30 días hábiles de cerrado el ejercicio, pero si se hubiera dispuesto el pago de utilidades antes de dicho plazo, deberá adelantarse correlativamente la entrega de los impresos: el decreto no es aclaratorio en que términos deberá hacerse, lo que da una gran flexibilidad al cumplimiento de los plazos en este caso y el mismo artículo 20 dice que "La Inspección General de Justicia podrá contemplar situaciones especiales que se le presenten a este respecto".-

El costo de la impresión del impreso debe ser pagado por quien lo solicite, con lo que la sociedad gerente no está obligada a enviarlo a los copropietarios salvo pedido expreso de los mismos. En cierta medida esta disposición hace perder vigencia a esta publicidad sobre todo en los casos de certificados nominativos, en que hubiera sido preferible que el costo de los impresos correspondientes al número de copropietarios se cargue al fondo, con la obligación de la sociedad gerente de hacerlo llegar sin cargo directo a los mismos.-

c) Relación con el pago de utilidades: "La sociedad gerente no podrá fundar en la falta de publicación del impreso o en deficiencias de este, una postergación de la fecha del pago de utilidades" (D.R. art. 20 última parte).-

Las disposiciones anteriores sobre plazo de entrega del impreso no pueden afectar la fecha de pago de las utilidades. Los reglamentos de gestión pueden disponer que las utilidades sean abonadas en forma inmediata al cierre de cada ejercicio, por lo que las disposiciones sobre el impreso producirían inconvenientes a la marcha del fondo. Caso análogo puede suceder en los casos de dificultades de impresión, por lo que la independencia entre el pago de las utilidades y los plazos de impresión la consideramos necesaria.-

17 - CARGAS A LOS SUSCRIPTORES

"El reglamento de gestión deberá especificar: c) Límites de los gastos "... y de las comisiones que se percibirán en cada caso por la sociedad gerente" (ley art. 12)... " Los precios (de las suscripciones y rescates)" podrán variar de acuerdo a los gastos y comisiones previstas en el reglamento de gestión" (ley art. 18)

Las disposiciones transcritas no separan debidamente lo que son los gastos que deben soportar en forma directa los cuota partistas, en forma individual, de aquellos que deben ser cargados al patrimonio indiviso del fondo. Los primeros son los gastos y comisiones que originan las operaciones de suscripción, rescate, transferencias, etc., y los tratamos en el presente capítulo; los segundos son los gastos y comisiones de gestión del fondo común, que los trataremos en el capítulo 20.-

1) Cargos por suscripción

"Los cargos.... a los suscriptores, podrán ser: b) por gastos de adquisición. Su importe estará a cargo del suscriptor, independientemente de lo que deba abonar por concepto de integración del certificado que suscriba. Dicho importe será fijado por la sociedad gerente teniendo en cuenta en primer término los usos y prácticas del mercado en materia de fondos comunes de inversión, sin perjuicio de ponderar, asimismo, una prudente apreciación de la economía de las empresas conjugada con el interés general de los inversores". (D.R. art. 14)

El decreto no establece cuales son los gastos aceptados que pueden cargarse al suscriptor, y lo deriva a lo que son los usos y costumbres en la materia, contemplado la economía de las empresas y de los inversores. Hasta el momento de la aparición del decreto reglamentario, no existía una experiencia suficiente sobre el tema, dada la reciente creación de los fondos en funcionamiento, por lo que los criterios a aplicar posiblemente no decanten por bastante tiempo.-

Los gastos que origina la adquisición de un certificado son los siguientes:

a) El costo propio del certificado, es decir la lámina o título representativo de las cuotas partes. El importe pertinente puede ser cobrado por la sociedad gerente tanto al suscriptor como cargarlo al patrimonio del fondo. En general el valor de la impresión de los certificados es cargado al fondo, por ser un procedimiento más sencillo de administrar y facilitar las operaciones de colocación de títulos. Posiblemente lo más racional fuera cobrarlo al suscriptor de acuerdo a los costos unitarios de impresión, pero la mayoría de los fondos se han inclinado por el otro sistema.-

b) Gastos bursátiles de la operación. La inversión en un fondo está destinada a adquirir valores mobiliarios en bolsa, por lo que teóricamente todas las suscripciones, dan origen a una compra de acciones, la que consiguientemente incluye los gastos bursátiles, es decir comisión al corredor, impuestos y comisión del mercado. Con este criterio, algunos fondos cobran a los suscriptores por éste concepto, un porciento del valor de los certificados suscritos, que puede ser igual o mayor que los gastos bursátiles. Sin embargo, este cargo es aplicado por una minoría de los fondos argentinos, y prácticamente por ningún fondo norteamericano. El criterio general es considerar los gastos bursátiles de compra de acciones como un mayor costo de las mismas, y que lo soportan todos los suscriptores en forma proporcional. Por otra parte, no toda suscripción da origen obligatoriamente a una compra equivalente de acciones y además en la gestión del fondo se realizan muchas compras por la propia evolución de la cartera, lo que desvirtua la razón del cargo directo al suscriptor.-

En los pocos casos en que se aplica el cargo por gastos bursátiles, el mismo, en el porciento fijado por la Bolsa de Comercio, debe ser ingresado al patrimonio del fondo, para disminuir el costo de adquisición de las acciones. La sociedad gerente, con respecto a éste gasto no podrá dejar de cobrarlo en

todas las suscripciones, aún cuando renuncie al total de las comisiones que le correspondan por promoción de venta de certificados.-

c) Gastos de colocación de certificados. Para promover la colocación de certificados, la sociedad gerente o las empresas colocadoras, deben hacer gastos de publicidad, papelería promocional, personal, retribuir a los productores o vendedores.-

Por todos estos conceptos, la sociedad gerente debe fijar un porcentaje a liquidar sobre el importe de los certificados suscriptos. Dicho monto es distinto según los fondos, pero en general tienden a equiparar los valores. También se establecen distintos porcentos en relación con el monto de los certificados adquiridos, decreciendo los porcentos a medida que aumentan

Estos cargos son habituales en la organización de los fondos en todos los países, y constituyen la base promocional de su desarrollo. En general no superan el 10% sobre el monto de lo suscripto, para las suscripciones menores, y bajan hasta el 3% o 4%, para las suscripciones de grandes cantidades.-

2) Exención de gastos de adquisición

Si "el interesado" (copropietario) "expresamente acepta recibir en "pago" (de las utilidades) "certificados del fondo, .... no se hará el cargo a "que se refiere el punto b) del art. 14"(D.R. Art. 19). Existe un sólo caso en el que el tenedor de certificados puede exigir que se le exima de los gastos de adquisición de nuevas cuotas partes, y es el de cobro de utilidades en nuevos certificados. En estos casos la exención de gastos es total. Lo expuesto no implica que la sociedad gerente, no pueda eximir en cualquier momento a los suscriptores de los gastos de adquisición, con excepción de aquéllos que deben ingresarse directamente al fondo. Excenciones parciales de éste tipo suelen hacerse como política promocional de la colocación de certificados, durante lapsos breves.-

### 3) Cargos por rescate.

El único cargo directo que puede ocasionar un rescate, independientemente del natural trámite administrativo, es el gasto bursátil por la venta de acciones que hubiera sido necesario realizar para atender el pago de dicho rescate. Algunos fondos nacionales han contemplado este cargo por rescate, fijándolo en cifras que pueden ser iguales o superiores al propio gasto bursátil, y como compensación parcial del gasto administrativo que ocasiona el rescate, pero en general, como es lo habitual en los fondos extranjeros de importancia, ha dejado de hacerse efectivo. En realidad, es un gasto que considerando una evolución normal del fondo común no tiene mayor razón de existir.-

La ley contempla que existen gastos de rescate, pero el decreto reglamentario no tiene ninguna disposición al respecto, por lo que aparentemente no está en el espíritu de las autoridades de aplicación, el dar curso a cargos a los suscriptores por concepto de gastos de rescate.-

### 4) Gastos de transferencias y conversión de certificados:

"La sociedad gerente podrá percibir compensación por los gastos de la "realización de esta operación" (transferencia de certificados nominativos (D. R. art. 23 última parte).-

La transferencia de los certificados nominativos implica la registración en los libros pertinentes, que de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 330 del Código de Comercio, sólo produce efecto contra la sociedad y terceros desde la fecha de inscripción; si los títulos no son endosables, el cedente o su apoderado debe firmar la transferencia a continuación de la inscripción.-

El decreto al hablar de los gastos, no menciona el correspondiente costo de las láminas por lo que la compensación puede incluir los gastos administrativos y el de las láminas, según disponga el Reglamento de Gestión, o que éste último sea cargado al fondo. Esta disposición corresponde exclusivamente para los certificados nominativos, y no es aplicable para los certificados

al portador, cuya transferencia se perfecciona por la simple entrega del título.-

"Podrá" (la sociedad gerente) "exigirse el pago de una compensación por los gastos que la operación demande" (conversión de un certificado en otro) (D.R. art. 24 última parte).-

Las conversiones de títulos pueden originarse en la necesidad de conversión de un certificado representativo de varias cuotas partes en otros representativos de distinta cantidad de cuotas partes, o el canje de un certificado nominativo en al portador. Para ambos casos el decreto contempla la compensación del gasto de la operación, pero no menciona el costo de los títulos, por lo que pueden estar considerados dentro del gasto, o ser motivo del cargo correspondiente al patrimonio del fondo, según disponga el reglamento de gestión.-

#### 5) Gastos de impresión del balance anual.

"... debiendo la sociedad gerente entrega un ejemplar de aquél (el impreso) a quién lo solicite, al precio de su estricto costo de impresión" (D. R. art. 20 segundo párrafo).-

La disposición está redactada considerando que la mayoría de los fondos emiten certificados al portador, y en tal caso, los copropietarios que descan el balance impreso deben solicitarlo en iguales condiciones que los terceros ajenos al fondo. En tal situación es comprensible que quienes estén interesados abonen el costo de impresión, pero es distinta la situación cuando los certificados son nominativos,. En este caso, la sociedad gerente conoce quienes son los copropietarios, y es natural que el balance les sea enviado como servicio normal a todo inversor; el gasto que ello demandare debería ser cargado al patrimonio del fondo como un gasto de gestión corriente. Este procedimiento

se sigue en todos los fondos norteamericanos, en los que las acciones son nominativas, y todos los gastos de impresión de material informativo a los accionistas son cargados al fondo.-

6) Autorización de los cargos por la Inspección General de Justicia

"El importe" (de los gastos de adquisición) "así fijado será sometido a la previa autorización de la Inspección General de Justicia" (D.R. art. 14 inc. b).-

De todos los gastos a cargo de los suscriptores analizados, el decreto exige exclusivamente que los de adquisición deben ser previamente aprobados por la Inspección General de Justicia, lo que indica que independientemente de los **aspectos** legales que controla, también interviene en la organización económica de la empresa, contemplando el interés concurrente de ésta con los suscriptores. No estamos seguros de la ventaja de esta previa aprobación. La adecuación de los cargos, se realiza por vía de la natural competencia entre los fondos, los que, como ya lo han demostrado, se preocupan en demostrar las ventajas económicas que ofrece cada uno, y entre los aspectos que más destacan son las diferencias en los cargos al fondo y por suscripción. Este factor a corto término lleva a que los fondos que tienen altos cargos, se vean obligados a disminuirlos para no ser eliminados de la plaza.-

7) Prohibición de efectuar otros cargos:

"Ningún débito a requerimiento podrá hacerse .... a los suscriptores "de certificados, fuera de los enunciados precedentemente" (D.R. art. 14 último párrafo).-

Los cargos enunciados en el decreto reglamentario, precedentemente a la disposición transcripta, son los de adquisición, y con respecto a los mismos ya hemos contemplado las variantes que pueden presentarse. Posteriormente a la disposición del art. 14 último párrafo, el mismo decreto reconoce

otros cargos a los copropietarios, por transferencias de certificados, conversión de los mismos e impresión de balances, por lo que aún cuando en ningún momento menciona los gastos de rescate, tampoco los prohíbe, pudiendo consecuentemente estar fijados en los reglamentos de gestión. La prohibición es de hacer otros débitos a los suscriptores, es decir por el hecho de la suscripción específicamente.-

VII - BALANCES Y ESTADOS PATRIMONIALES

18 - ORGANIZACION CONTABLE1) Libros de Comercio.

Las registraciones que origina la gestión de un fondo, deben realizarse en los libros de comercio de la sociedad gerente, la que a tal fin utilizará los que la ley le prescribe por su carácter de sociedad anónima y los específicamente necesarios a los fines del fondo.-

Los libros propios de la sociedad gerente, son el Diario, Inventario Copiador de Cartas, Actas de Directorio, Actas de Asambleas, Registro de Accionistas y Depósito de Acciones y asistencia de accionistas, Las operaciones del fondo no se registran habitualmente en estos libros, salvo con motivo del cierre del ejercicio de la sociedad gerente, que da lugar a que en el diario se efectúen los asientos de orden correspondientes a los bienes del fondo, y que en el libro de inventarios se detallen los mismos. Además las reuniones de directorio en que se tratan problemas relacionados con la marcha del fondo deben registrarse en el correspondiente libro, así como la aprobación por el directorio del balance del fondo, la distribución de utilidades, etc.-

2) Libros y registros especiales.

Algunos de los libros necesarios para el buen desenvolvimiento del fondo, han sido contemplados por el decreto reglamentario, y otros serán motivo de resolución de la Inspección General de Justicia.-

"La sociedad gerente llevará un libro en el que asentará la colocación de los certificados y cuando fueren nominativos, su transferencia, gravámenes y demás derechos que se constituyan a favor de terceros. Por una resolución general, la Inspección General de Justicia establecerá los libros y registros especiales que, con las formalidades y recaudos de los arts. 53 y 54 del Código de Comercio, deberán llevar las sociedades gerente y depositaria" (D.R. arts. 23 y 39).-

El libro Colocación de Certificados, permite el control de la emisión de certificados, y deberá contener la fecha de la emisión, nombre del adquirente, número del certificado y cuotas partes que representa. En el caso de ser nominativos, la anotación de las transferencias y los rescates, permitirá tener un control sobre los certificados en circulación y sus titulares.-

Hasta la fecha, la Inspección General de Justicia no ha dictado la resolución indicando que otros libros se requiera llevar para contabilizar las operaciones del fondo, pero en general los siguientes llenan los requerimientos de la técnica contable:

- a) Sub-diario general del Fondo: en donde se registran todas las operaciones de compras y ventas de acciones, cobranzas por colocación de cuotas (total del sub-diario ingresos), pagos por rescates (total del Sub-diario Rescates), cobranza de dividendos, etc. Todas las operaciones pasan finalmente por este sub-diario general, el que puede ser un tabulado de tres columnas, una para la cuenta bancaria cuyos fondos tiene depositados el custodio, la segunda para el movimiento de títulos y la tercera para la registración de los otros movimientos o las contrapartidas de las columnas anteriores.-
- b) Sub-diario de Ingresos: en el que se registran todas las cobranzas por colocación de certificados, indicando el número del recibo, nombre del suscriptor, cantidad de cuotas partes suscriptas y su importe, y la comisión cargada al suscriptor. Los totales de este subdiario, que se cierra cada día, se trasladan al sub-diario general.-
- c) Sub-diario de Rescates: en el que se registran, el número de la liquidación del rescate, el número de los certificados, el nombre del rescatante, la cantidad de cuotas partes rescatadas y su importe, y la comisión o gastos de rescate que correspondieran. Los totales diarios de éste libro se trasladan al sub-diario general del fondo.-

- d) Mayor del Fondo: en donde se registran los importes correspondientes a cada cuenta que ha tenido movimiento.-
- e) Sub-diario de determinación diaria del valor de la cartera: en donde se registran todos los valores que posee el fondo, indicando la sociedad emisora, la cantidad, el valor según la última cotización, y el valor total de la cartera ajustado al día.-
- f) Sub-diario de determinación de Activo Neto y valor de cuota parte: al que se trasladan todos los saldos del mayor, con los ajustes correspondientes al valor de la cartera, y las provisiones por gastos o comisiones pendientes de pago.-
- g) Fichas de inventario de los valores de cartera: indicando cantidad, precios de costo unitarios y totales, dividendos cobrados en acciones, ventas realizadas y precios promedio por acción.-

### 3) Plan de cuentas.

El plan de cuentas correspondiente al fondo, debe estar compaginado dentro del plan de cuentas general de la sociedad gerente. Un plan que llena las necesidades técnicas de registración de las operaciones puede ser el siguiente:

#### DISPONIBILIDADES

4010 Banco ...

#### CREDITOS

4021 Dividendos a cobrar en efectivo

4022 Deudores por ventas de acciones

#### INVERSIONES

4031 Valores Mobiliarios

4032 Fracciones a liquidar

#### DEUDAS

4051 Suscripciones a pagar

4032 Acreedores por compra de acciones

4053 Rendimientos a pagar

4054 Gastos a pagar

4055 Acreedores por rescates de cuotas

#### PROVISIONES

4061 Impuestos a vencer

4062 Honorarios Sociedad Gerente y Depositario

4063 Varios

#### CUENTAS DEL ACTIVO NETO

4071 Cuotas partes en circulación (V.N.)

4072 Prima colocación y rescate cuotas partes

4075 Revalúo Ley 15.272

4076 Ventas valores mobiliarios

4077 Costo venta valores mobiliarios

4078 Ajuste valor cartera (positivo)

4079 Ajuste valor cartera (negativo)

#### PÉRDIDAS

4081 Honorarios Gerente

4082 Honorarios Depositario

4083 Impuestos

4084 Imprenta y librería

4085 Varios

4088 Pérdidas del ejercicio

4089 Pérdidas del ejercicio anterior

#### UTILIDADES

4091 Dividendos en efectivo

4092 Dividendos en acciones

4098 Utilidades del ejercicio

4099 Utilidades del ejercicio anterior

El transcripto plan de cuentas no es adaptable a todos los fondos existentes, por cuanto la confección del mismo debe ajustarse al reglamento de gestión del fondo pertinente.-

#### 4) Fondo Fijo.

"La sociedad gerente implantará el sistema administrativo contable de "fondo fijo" para el manejo de las disponibilidades de efectivo del fondo, debiendo informar a la Inspección General de Justicia del inicial básico diario que se fije y toda la elevación o reducción que sufra". (D.R. art. 11).-

Los fondos de inversión pueden actuar normalmente sin necesidad de la utilización del fondo fijo contemplado en el decreto reglamentario. En realidad es inesperado que el decreto autorice el manejo de dinero del fondo en forma de efectivo y no por intermedio de la cuenta bancaria que debe utilizar el depositario. Aún la atención de los pequeños gastos que puede ocasionar el fondo de inversión pueden ser cubiertos por el depositario con el correspondiente libramiento de cheques, o cuando más, hacer una libranza total cada mes y reponer a la sociedad gerente los fondos que por gastos menores hubiera desembolsado. El artículo 25 de la ley dice que todo el dinero no invertido en valores mobiliarios debe depositarse en cuenta corriente, y entendemos que de esa manera debe procederse. En las sociedades de inversión norteamericanas, en las que los que manejan el fondo son los propios accionistas, es riguroso el depósito de los fondos en la cuenta bancaria del depositario, por lo que no vemos la razón que en nuestro sistema organizativo de fondos comunes de inversión se contemple el manejo de efectivo fuera de las cuentas del custodio. El hecho que los montos sean chicos no altera lo expuesto.-

#### 5) Registración de operaciones.

El sistema de registración de operaciones responde a lo que es la técnica contable en todo tipo de empresa, con la adaptación lógica al tipo específico de actividad que es el fondo.-

Las adquisiciones de valores corresponde que sean contabilizadas a su costo total , es decir incrementados en los gastos propios de la compra, y las ventas, por el valor liquidado por el comisionista.-

En razón de que diariamente tiene que practicarse un balance del fondo para la determinación del valor de la cuota parte, además de las operaciones normales del fondo, todos los días deben practicarse las previsiones y provisiones como si se tratara de un balance anual; cada día debe ajustarse el valor de la cartera a los valores de la cotización del día lo que significa que el sistema de valuación de inventario que debe aplicarse, es el del precio de plaza. En algunos casos al precio de plaza se le deducen los gastos de venta, pero entendemos que este sistema, que sería natural en un período de liquidación del fondo, no corresponde sea aplicado cuando esté operando corrientemente. El deducir los gastos de venta al valor diario de la cartera, equivale a la formación de una reserva oculta.-

19 - LA CUOTA PARTE

La cuota parte es una fracción del patrimonio neto del fondo, el que se incrementa por las integraciones de nuevas cuotas partes, y se disminuye por los rescates de las que se encuentran en circulación.-

La cuota parte tiene analogía y diferencias con las acciones ordinarias de las sociedades anónimas, y que vamos a detallar:

Acciones      Cuotas partes

|  |    |    |
|--|----|----|
| 1) Son parte proporcional en la formación del capital  | si | si |
| 2) Tienen un valor fijo de emisión o rescate           | si | no |
| 3) Dan derecho a intervenir en la dirección            | si | no |
| 4) Luminativas o al portador                           | si | si |
| 5) Son cesibles  | si | si |
| 6) Pueden ser integradas en cualquier época            | no | si |
| 7) Pueden ser rescatadas en cualquier época            | no | si |
| 8) Dan un derecho igual a participar en las utilidades | si | si |

1) Valor.

La actualización permanente del valor de la cuota parte es una característica básica del sistema de los fondos de inversión, tendiente a dar la seguridad a todos los inversores, que cuando ingresa un nuevo cuota partista al fondo, paga por la cuota parte que adquiere el precio real proporcional a la misma, y que cuando se retira, cobra el importe equivalente a su parte sobre el valor del patrimonio actualizado al momento del rescate, evitando que se perjudique o beneficie indebidamente a los anteriores copropietarios, a los nuevos o a los que rescatan sus tenencias.-

a) Valor de la primera emisión:

"En la primera emisión que realice el fondo, su valor no podrá exceder de \$ 100 (cien pesos ...) (Lej. art. 15 inc. b).-

Cuando el fondo inicia sus operaciones es necesario determinar un valor básico de la cuota parte, que sirve de punto de partida de las integra-

ciones. El valor máximo de \$ 100 fijado por la ley nos parece exigüe y podría haberse autorizado múltiplos de cien, hasta el máximo de \$ 5.000.- Los fondos existentes, por vía de suscripciones mínimas o de certificados que presenten 10 o más cuotas partes, han llevado las emisiones iniciales a valores superiores al de la ley.-

La fijación del precio de la primer emisión se ajusta al mismo principio de equidad antes indicado, más el dinero integrado por los primeros suscriptores debe estar depositado en el banco; el patrimonio neto del fondo, es entonces equivalente al dinero en el banco, y dividiéndolo por las cuotas partes suscriptas da el importe de \$ 100.-. Inmediatamente que se inician las operaciones bursátiles, las fluctuaciones de las cotizaciones, alterarán el patrimonio neto, y se producirá un nuevo valor de la cuota parte.-

b) Cálculo del valor de la cuota parte después de la primer emisión.

"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 ..." (ley art. 18).-

La redacción del artículo no es todo lo exacta que sería de desear. El concepto técnico es que el valor de la cuota parte se obtiene dividiendo el activo neto por el total de cuotas al mismo momento. La ley habla de "patrimonio del fondo" y en tal sentido debe entenderse el conjunto de derechos, bienes y cargas, apreciados en dinero que tiene el fondo, es decir el activo menos el pasivo, o lo que técnicamente se denomina el activo neto. Por otra parte la ley establece que el patrimonio o activo neto deberá dividirse por las cuotas partes "suscriptas". En el art. 15 inc. a) dice que "la emisión de certificados de coparticipación deberá ajustarse a las siguientes disposiciones: a) Expendirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos "parciales". Aparentemente surgiría de la lectura, que en un fondo de inversión pueden existir en el activo cuentas de suscriptores con importes pendientes de

integración, lo cual implica la eventualidad de juicios por integración, y la resultante que el cuota partista suscribiría las cuotas al valor del día de la suscripción y la integraría en momentos en que la cuota tuviera otro valor. Interpretamos que éste régimen no pudo ser el espíritu del legislador, por cuanto altera la equidad que debe existir entre todos los cuota partistas y puede afectar la liquidez del fondo que es una de sus características básicas. Tampoco puede aceptarse que la suscripción realizada con la sociedad gerente o la empresa colocadora de las cuotas partes pueda tener incidencia en los valores del fondo pues se repetirán las incongruencias indicadas anteriormente. Por otra parte en el art. 1º se establece que "el patrimonio pertenece a personas "a las cuales se les reconoce el derecho de copropiedad indivisa, representados "por certificados" y como los certificados sólo podrán emitirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales, se deduce que el valor de la cuota parte determinado para las suscripciones o los rescates, será el que resulte de la división del activo neto por los certificados emitidos o cuotas integradas y no por las cuotas partes suscriptas.-

Entendemos entonces que el número de cuotas partes son las totalmente integradas y por las cuales se han extendido los correspondientes certificados de coparticipación. Debe considerarse que si un cuota partista presenta sus certificados para rescatar su valor, en el mismo momento, debe disminuirse la cantidad de cuotas partes de acuerdo con los certificados presentados, y su valor al precio del día considerarlo como pasivo del fondo. A diferencia del acto de suscripción, que no afecta el balance ni la situación del fondo hasta la integración, el rescate, en el momento de presentarse los certificados, aún cuando no se hayan abonado, afectan el balance. La razón reside en el hecho de que el cuota partista, cuando presenta su certificado, tiene derecho en el mismo momento al reintegro de su importe en un monto exacto y que es el determinado por la ley o el reglamento de gestión. No puede quedar librado a la decisión de la sociedad gerente la fijación de cual valor de la cuota se le debe abonar,

sino que el valor es uno solo, el que surge del valor de la cuota parte al momento de la presentación del certificado. En algunos reglamentos de gestión se contempla que el importe del rescate se fijará de acuerdo al valor de la cuota parte del día siguiente o subsiguiente al de su presentación. En tales casos, el pasivo se devengará el día siguiente o subsiguiente, pero este sistema no altera el criterio operativo.-

La ley ha determinado en la forma expuesta como se fija el valor de la cuota parte cuando el fondo se encuentra operando. Para establecer el patrimonio del fondo, debe practicarse un balance general de todos sus bienes y deudas, ajustando el valor de las inversiones mobiliarias al precio de cotización bursátil y efectuando las provisiones por gastos o cargos devengados a la misma fecha. La forma de confeccionar los balances del fondo, tanto para la determinación de la cuota parte como para la distribución de utilidades, los tratamos en el capítulo 21 al que nos remitimos.-

La cantidad de cuotas partes integradas, no ofrece normalmente dificultad, pues equivale siempre al número de certificados emitidos, tal como lo dispone la ley, y normalmente los reglamentos de gestión. Pueden sin embargo presentarse dificultades de orden práctico en éste sentido, pues al momento de informarse el nuevo valor de la cuota parte, podrían existir operaciones posteriores al momento de cierre, que alterarían el monto de las cuotas partes integradas. En fondos de gran volumen, y dentro de operaciones corrientes, en cuanto a su monto, estas alteraciones son mínimas, y finalmente puede fijarse que en el período de determinación del valor, no se reciben nuevos aportes de cuotas partistas ni se realizan rescates.-

### c) Período de vigencia del valor de la cuota parte.

Todos los días en que se realizan operaciones bursátiles, debe determinarse el valor de la cuota parte, y este valor tiene vigencia hasta la aper-

tura de la nueva rueda bursátil. En teoría, el valor sería efectivo desde el cierre de la rueda hasta la apertura de la siguiente, pero en la práctica de los fondos argentinos esto no se lleva a cabo en esos estrictos plazos, por las dificultades de falta material de tiempo para practicar el balance pertinente. Además existe el lapso propio de la rueda, durante el cual, no es posible producir alteraciones en el valor de las cuotas partes por carecer de real mérito, y por ser imposible de llevarlo a la práctica. En razón de ello, los fondos han adoptado distintos criterios como son los siguientes: "Todos los días hábiles, a las 17, se determinará el valor neto del activo, el que deberá entrar en vigor 1 (una) hora después de haberse calculado". Es decir que el valor de la cuota parte rige desde las 18 horas del día bursátil en que se determinó, hasta las 18 horas del próximo día bursátil. "El aportante se dará tantas cuotas enteras de condominio como importe de la suma que aporta, teniendo en cuenta el valor de la cuota al cierre del día de la recepción del aporte ...", lo que establece la vigencia de la cuota entre el cierre del día en que se practico hasta el cierre del día siguiente en que se determine. "El valor neto del activo se determinará a las 16 horas de cada día y entrará en vigor media hora después de haber sido hecho. Esta cláusula se ajustará automáticamente en función directa al o los horarios de la clausura de los Mercados de Valores". Es decir que la vigencia corre de las 16,30 horas de un día hasta las 16,30 del día siguiente. "El precio de emisión de los certificados representativos de partes de copropiedad, será determinado diariamente, sobre la base de las últimas cotizaciones del día anterior, el cual será válido, hasta la hora del cierre bancario del día posterior", lo que significa que la cuota parte correspondiente a las cotizaciones del día de hoy rige desde el día de mañana hasta el cierre bancario de pasado mañana.-

d) Órgano encargado de determinar el valor.

"Corresponde a la sociedad gerente la determinación del valor de la cuota parte ..." (D.R. art. 7). La obligación de la sociedad gerente implica correlativamente todas las responsabilidades de la exacta liquidación de los valores. El depositario, aún cuando no tiene responsabilidad en la determinación

del valor, debe controlar la corrección de la misma y denunciar las deficiencias que observe. No está debidamente aclarado ni en la ley ni en el decreto reglamentario el alcance del control del depositario, pero el mismo surge de las funciones generales que le competen.-

e) Publicación.

Tal como hemos expuesto en capítulos anteriores, el valor de la cuota parte debe ser publicado obligatoriamente todos los días, en "organos de conocida difusión correspondientes a la sede del Fondo Común".-

Debe entenderse que el valor de la cuota parte que se publique es el de la fecha de vigencia del día de la publicación, por lo que es habitual la publicación en los matutinos, concordantemente con las cotizaciones bursátiles del día anterior; sin embargo, los reglamentos de gestión pueden disponer ciertas variaciones en cuanto al valor a publicar diariamente en función de lo que los mismos dispongan sobre el período de vigencia del valor de la cuota parte.

f) Bases uniformes para la determinación del valor.

"La fijación del valor de la cartera y cálculo diario del valor de la cuota parte se efectuarán de acuerdo con las bases uniformes que establezca la Inspección General de Justicia ..." (D.R. art. 31). Hasta la fecha del presente trabajo, no se ha expedido la Inspección General de Justicia fijando las bases uniformes contempladas en el decreto reglamentario.-

2) Cantidad de Cuotas partes.

"La cantidad de cuotas partes podrá acrecentarse en forma continua, conforme a la suscripción de nuevos certificados, o disminuir en razón de los rescates producidos" (Ley art. 19)

Juntamente con la equidad del precio de suscripción y rescate de las cuotas partes, la agilidad que implica el capital abierto de los fondos;

configuran los fundamentos básicos del sistema, y la razón de su crecimiento como lo ha demostrado la experiencia del exterior.-

### 3) Representación de las cuotas partes.

"Las cuotas partes emitidas por el Fondo Común de Inversión estarán representadas por certificados de copropiedad, nominativos o al portador..." (ley art. 14). "Un mismo certificado podrá representar una o más cuotas partes" (ley art. 14). La cuota parte es la proporción aritmética del patrimonio del fondo, y su representatividad está dada por el certificado de copropiedad, sobre el que nos hemos extendido en el capítulo 10. La pluralidad de cuotas que puede representar un mismo certificado es lo normal en el país, dado el exiguo valor fijado a las cuotas partes en la emisión inicial, y el costo de emisión y administrativo que significaría emitir certificados correspondientes a una sola cuota parte.-

20 - CARGOS AL FONDO

"El reglamento de gestión deberá especificar: c) límites de los gastos de gestión y de las comisiones que se percibirán en cada caso por la sociedad gerente y depositario" (Ley art. 12). "Los cargos al fondo común de inversión podrán ser: a) Por gastos ordinarios de gestión y comisiones a que se refiere el art. 12 inc. c de la ley.- Su límite máximo se determinará ... en forma de porcentaje ....." (D.R.art.14)

La disposición legal contempla en forma separada los gastos de gestión de las comisiones de cada órgano del fondo, pero la redacción del decreto reglamentario crea cierta duda al no aclarar si la determinación en forma de porcentaje corresponde a las comisiones solamente o si incluye en el mismo a los gastos de gestión. La duda también se origina en que hay fondos que tienen como único cargo un por ciento de comisión de gestión que abarca todos los gastos de gestión ordinaria y la retribución de la sociedad gerente, y la comisión del custodio. Los fondos extranjeros organizados como sociedades de inversión, discriminan los tres tipos de cargas al fondo, y que son los gastos ordinarios de gestión comisión por la dirección y administración del fondo y la comisión de custodia, al depositario. Consideramos que éste es el procedimiento lógico, pues separa lo que son gastos reales del fondo de lo que es la retribución a los órganos por las funciones que realizan. El punto lo trataremos en detalle en el punto 5) Límites de los gastos.-

1) Gastos ordinarios de gestión

Dentro de este concepto, existen gastos que están originados por las normas legales y otros que son consecuencia de la marcha del fondo.

Entre los gastos originados en las normas legales está el de publicación diaria del valor de la cuota parte, el de la publicación del balance trimestral, el de la publicación del balance anual, los honorarios de certificación de los balances.-

Entre los gastos ordinarios de la marcha del fondo están los de correspondencia y papelería que se debe cursar a los copropietarios, más claramente comprensible cuando se trata de certificados nominativos; los de impresión de

los certificados, no así el de las solicitudes de suscripción; la impresión de balances, aún cuando el decreto reglamentario dispone que debe pagarlo el que lo solicita y no el fondo; los impuestos a cargo del fondo; los gastos de transferencias de dinero; los gastos y comisiones de las operaciones bursátiles; los honorarios legales en defensa del patrimonio del fondo, publicidad de canje de láminas o puesta a disposición de las utilidades etc.

El reglamento de gestión debe precisar cuales de los gastos indicados deben cargarse al fondo, y en el caso de no estar previsto, corresponderá su análisis final por la Inspección General de Justicia, con la limitación de que deben ser gastos cuya causa es claramente atribuible al fondo.-

## 2) Comisión de gestión del fondo

La sociedad gerente tiene a su cargo las funciones de dirección, administración y representación del fondo, y en este conjunto incluye la disposición de locales e instalaciones apropiadas para la atención de todos los trámites administrativos, la contabilidad, archivos, y el personal consiguiente para desarrollar las pertinentes tareas y las de información a los copropietarios. Además tiene a su cargo los estudios de las distintas empresas cuyas acciones adquirirá por cuenta del fondo.-

Por todo ello, la sociedad gerente recibe una comisión cuyo "límite máximo se determinará en el reglamento de gestión, en forma de porcentaje sobre las utilidades brutas del fondo o sobre el haber neto del mismo" (D.R. art. 14 inc. a)

En general los fondos se inclinan a fijar la retribución de la sociedad gerente sobre el haber neto del fondo, lo que en los fondos extranjeros es corriente. Sin embargo, en épocas como las que está atravesando nuestro país, en que las empresas reparten dividendos mínimos, la comisión así calculada puede llegar a absorber las utilidades del fondo. La fijación de la retribución en función de las utilidades brutas, tiene el inconveniente que puede hacer preferible a los directores del fondo, que este arroje utilidades importantes aún cuando la cartera se desmejore por el pase de acciones de buenas perspectivas a largo plazo por acciones de rendimiento inmediato aún cuando sus proyecciones sean

dudosas, la preferencia por el primer sistema se basa en la mayor estabilidad de la retribución y en que la independiza de movimientos especulativos o circunstancias estanciales.-

### 3) Cálculo de la comisión.

#### a) Sobre el haber neto del fondo

Los reglamentos de gestión establecen distintas formas de cálculo, como ser: "La administración percibirá por sus trabajos, como única remuneración, con cargo al fondo, una comisión trimestral no mayor del 1% del importe neto del fondo, (antes del cargo de esta comisión), pagadera el último día hábil de los trimestres..."; la sociedad gerente percibirá del activo neto del fondo... el 1% (o 1%) anual sobre el valor de aquél activo neto del último día hábil de cada mes que se descontará automáticamente"; "En compensación, el fondo le abonará trimestralmente un honorario sobre los siguientes porcentajes del valor neto del activo del fondo: 1% sobre los primeros 100 millones de pesos; 3/8% sobre el exceso de los 100 millones hasta los 200 millones de pesos, 2% por el exceso de los 200 millones de pesos"...

La primera diferencia es que algunos fondos establecen el cargo del fondo en forma trimestral; otros en forma mensual, o pagándolo en períodos más breves o más largos que los indicados de acuerdo con lo que fija el reglamento de gestión.-

El cálculo se practica sobre el haber del fondo, pero puede ser sobre el último día de liquidación o sobre el valor probable del haber en el período correspondiente. De todas maneras, para efectuar el cálculo del valor de la cuota parte, diariamente ha que considerar la cuota mensual por la comisión tal como se ha indicado en el capítulo anterior, lo que obliga a su cálculo diario. El respecto nos remitimos a lo expuesto en el capítulo 20.-

El hecho de que en algunos reglamentos de gestión la comisión se calculará sobre el activo neto antes del cálculo de la comisión, o que se haga con posterioridad a la deducción de la comisión, no altera que el valor de la cuota parte es el resultante después de deducido el monto de la comisión de la sociedad gerente. Creeos que los nuevos reglamentos de gestión para ajustarse al de

creto reglamentario deberán fijar que la comisión se calculará sobre el activo neto, ya deducido el cargo de la comisión.-

b) Sobre las utilidades brutas del fondo

Esta forma de retribución de la sociedad gerente es poco corriente, pero algunos reglamentos de gestión la contemplan así: "... recibirán en concepto de compensación por asumir la dirección del Fondo, una suma anual equivalente al cinco por ciento del ingreso bruto del Fondo, en concepto de beneficios, ex cluyéndose del mismo los realizados por las diferencias en la compra y venta de acciones, títulos y valores".-

El decreto reglamentario establece: " Para la determinación de las utilidades brutas, ..... no se computarán las utilidades provenientes de realizaciones de valores o ventas de derechos de suscripción, ni los ingresos de acciones por revaluación de bienes o capitalización de reservas de utilidades". (art.14 inc. a)

Las utilidades brutas del fondo tienen dos fuentes principales, que son las rentas de las inversiones y las utilidades por realización de valores o derechos de la cartera. El criterio uniforme en la técnica de los fondos, y que el decreto reglamentario ha adoptado, es que las utilidades provenientes de venta de valores o de derechos no son computables para el cálculo de la retribución de la sociedad gerente, por cuanto los mismos provienen de la realización del capital del Fondo, y no son utilidades de la explotación. La aplicación del criterio expuesto a la distribución de reservas de utilidades anteriores no responde a un criterio justo, por cuanto si las mismas se hubieran distribuido en el año que se produjeron, hubieran sido computadas a los efectos de la retribución de la sociedad gerente.-

4) Comisión de custodia

El depositario, además de la custodia de los valores y el efectivo, debe realizar las tareas de cobranza de dividendo, suscripciones, pago de rescates, etc., y por todas ellas percibe la comisión contemplada en el artículo 12 de la Ley. La base para el cálculo de la comisión puede ser tanto el activo neto del fondo, como las utilidades brutas, en forma análoga a lo expuesto an-

teriormente.-

#### 5) Límites de los gastos de gestión

De acuerdo con el decreto reglamentario, el límite máximo se determinará en forma de porcentaje, y la interpretación es que dentro del mencionado porcentaje deberán incluirse todos los gastos de todo tipo que el funcionamiento del fondo ocasione.-

El porcentaje máximo de gastos aplicables al fondo, es un tope susceptible de ser rebajado por la sociedad gerente sin necesidad de modificar el reglamento de gestión como veremos más adelante. No existe ninguna disposición que impida que la sociedad gerente, dentro del porcentaje máximo que fije el reglamento de gestión, establezca que determinados gastos serán cargados al fondo, y que la retribución del depositario y de ella misma, se registrarán por porcentajes específicos para cada órgano. Este procedimiento permitirá a los inversores en certificados, conocer con precisión cuales gastos origina el fondo y que retribución específica pagan al custodio y a la sociedad gerente; lógicamente la suma de todos los rubros no podrá superar el porcentaje fijado en el reglamento de gestión. La interpretación que se da al artículo 14 de que en todos los casos, los gastos deberán siempre fijarse en función de porcentajes, y que no sería aceptada la liquidación de acuerdo a lo arriba expuesto la consideramos sin suficiente valor técnico, e inconveniente para la mejor marcha de los fondos.-

#### 6) Comunicación a la Inspección General de Justicia

"La sociedad gerente comunicará a la Inspección General de Justicia los porcentajes que se aplicarán dentro de los límites a que se refiere el presente inciso. Dichos porcentajes no podrán aumentarse sin previa justificación de necesidad, ante la Inspección General de Justicia, mediante un informe técnico económico, a los efectos de su aprobación (D.R. art. 14 inc. 2).-

La comunicación arriba exigida, es posterior a la aprobación del reglamento de gestión, y si no se efectúa ninguna, ello implicaría que será de aplicación el porcentaje máximo contemplado en aquel. Si con posterioridad a la iniciación de las operaciones la sociedad gerente decidiera modificar la forma de cargar los gastos al fondo, haciéndolo en la forma discriminada que se ex-

puso en el punto 5, entendemos que la Inspección General de Justicia no podrá oponerse en la medida que la modificación signifique una disminución de las cargas.-

Una vez comunicados los porcentajes que se aplicarán, si los mismos significan una disminución de los máximos del reglamento de gestión, no podrán ser elevados, aún cuando no lleguen al máximo autorizado, sin previa aprobación de la Inspección General de Justicia, la que estudiará la procedencia del aumento en base al estudio requerido. Este segundo requerimiento y la previa aprobación oficial, lo consideramos un trámite que no tiene mayor significación salvo que se interprete que el porcentaje máximo puesto en el reglamento de gestión es una cifra sin verdadero valor y simplemente formal y que el verdadero análisis lo realiza la Inspección General de Justicia con motivo de la comunicación que debe efectuársele.-

#### 7) Prohibición de efectuar otros cargos al fondo

"Ningún debito ni requerimiento podrá hacerse al fondo común de inversión ....., fuera de los enunciados precedentemente" (D.R.art.14 últimos párrafos). Si los cargos al fondo son fijados en un porcentaje, que abarca tanto los gastos de gestión como las comisiones de depositario y sociedad gerente, ningún otro cargo de ningún tipo puede establecerse; en este caso, la previsión de gastos extraordinarios puede significar que las sociedades gerente tiendan a cubrirse elevando excesivamente el porcentaje correspondiente al gasto de gestión. Si dentro del límite máximo contemplado por el reglamento de gestión, la sociedad gerente discrimina los conceptos de gastos, podrá incluir solamente las comisiones al depositario y las propias, y los gastos directos de gestión originados por el fondo.-

91 - BALANZOS

1) Fechas de Balances.

"El ejercicio deberá ser anual o de fecha a los períodos más reducidos que se establezcan y a la fecha de su vencimiento deberá verificarse la cuenta de resultados. (Ley art. 12 inc h). "En las épocas o fechas establecidas en el reglamento de gestión se hará inventario del Fondo Común de Inversión y se establecerá su estado patrimonial, la cuenta de resultados y la parte que en la distribución de utilidades corresponda a cada suscriptor". (D.F. art. 13).-

La ley y el decreto reglamentario se refieren a los balances periódicos que deben practicar los fondos, ya sea para distribuir utilidades o para cumplir con las obligaciones de publicidad que determina la ley, pero la realidad es que todos los días hábiles bancarios debe practicarse el balance del fondo para determinar el valor diario de la cuota parte, el que resulta de la división del "total del patrimonio" del fondo por la cantidad de cuotas partes "suscriptas" (Ley art. 13), el patrimonio total sólo puede determinarse "previamente" cuando un balance sea análogo a los correspondientes al balance anual.-

La ley exige como mínimo el balance anual, el que servirá para determinar las utilidades distribuíbles; además exige balances trimestrales pero sin la exigencia que las utilidades que surjan de los mismos deban distribuírse, debiendo solamente cumplirse con su publicidad. Independientemente de lo el reglamento de gestión puede disponer que se practiquen balances por períodos distintos, pero más reducidos que el anual (trimestrales, trimestrales, cuatrimestrales o semestrales) y que las utilidades que arrojen los mismos sean distribuídas.-

Los plazos máximos dentro de los que deben estar confeccionados los balances trimestrales y anual, están dados por la fecha en que deberá publicarse, siendo de quince y treinta días hábiles subsiguientes a las fechas de

cierre, respectivamente. A tal fin debe considerarse, que los órganos de publicidad, requieren que se entreguen con anticipación los elementos a publicar. Asimismo, es obligatorio que dentro de los 30 días del cierre del ejercicio anual, sea distribuido el impreso conteniendo el balance, memoria, etc., plazo coincidente con el anterior.-

A los efectos de determinar el balance, existen aspectos de especial interés que a continuación los analizamos.-

## 2) Beneficios devengados.

"Los beneficios devengados durante la actividad de los fondos deberán "distribuirse" (ley art. 17). La obligación de distribuir beneficios devengados es un error de la ley, que ha sido salvado por el decreto reglamentario que establece que "a los efectos del cómputo de las utilidades brutas, se tomarán en "cuenta los intereses vencidos en el ejercicio, y los dividendos de acciones "en cartera, puestos al cobro por las sociedades emisoras en el mismo período" (art. 18).-

Las acciones con renta fija, a medida que pasa el tiempo van devengando a favor de los tenedores la parte pertinente de utilidad, pero no es exigible hasta su vencimiento, por lo que considerarlas utilidades distribuibles en el balance del fondo antes del vencimiento, no responde a la técnica de distribuir solamente las rentas percibidas. Si así no se procediera, para pagar las utilidades contables devengadas habría que realizar bienes de la sociedad. El decreto llega a un punto intermedio, al decir que se incluirán los intereses vencidos, pero reservamos nuestro criterio, que deberían incluirse en el cuadro de Pérdidas y Ganancias una vez cobrados. Anélogo comentario podemos hacer en cuanto a los dividendos a pagar aprobados por la Asamblea de Accionistas de las sociedades emisoras. Estos dividendos estarían devengados desde el momento de la aprobación por la Asamblea, pero puede transcurrir un largo período antes de su pago, o como ha sucedido en algunos casos, otra asamblea posterior resuelve no pagarlos; incluirlos en el cuadro de resultados del fondo llevaría a distribuir

buir utilidades no realizadas. La disposición del decreto, disponiendo que se deben incluir los dividendos puestos al cobro, responde a la realidad bursátil

### 3) Valorización de la cartera.

"Los valores mobiliarios que integran la cartera del fondo se cotizarán por su valor de cotización bursátil del día, y si no lo hubiere, por el de la última cotización. En caso de valores con cotización no frecuente, la sociedad gerente fijará el valor real del título con acuerdo del depositario y conforme a procedimientos generalmente aceptables; empero, la Inspección General de Justicia podrá desaprobare, fundadamente, el criterio de valuación adoptado" (D.R. art. 17).-

La valorización de la cartera tiene una relación directa con el patrimonio neto del fondo y consecuentemente con el valor de la cuota parte, pero no influye en el cuadro de pérdidas y ganancias. El criterio es que el paquete de acciones puede sufrir alzas o bajas, pero no produciéndose realizaciones, las variaciones no significan ni utilidades ni pérdidas, siendo el capital el mismo, aún cuando con un valor distinto. El valor ajustado, es el que se tomará para el ingreso o retiro de los copropietarios.-

Los valores a considerar serán los de cierre de la última cotización bursátil. Cuando la cotización no es frecuente, la sociedad gerente deberá estimarlo, y esta estimación es en algunos casos de difícil determinación. Existen dos procedimientos para la determinación del valor, uno de ellos dinámico, en función de la evolución de la empresa, sus rendimientos pasados y perspectivas futuras, y otro estático, derivado del análisis del valor real de su patrimonio.-

Para la valuación dinámica, se debe analizar la calidad del directorio de la empresa, la evolución de los últimos años y la rentabilidad producida, y estimar la demanda futura de sus productos, sus planes de expansión y su ajuste con la evolución del mercado. Presupuesta una rentabilidad dada para el futuro, debe relacionársela con el interés o renta corriente para empresas de tipo análogo, lo que dará un valor superior o inferior al par, pero éste valor

debe considerárselo sujeto a modificaciones en razón del crecimiento de la empresa, que puede significar menores dividendos en el futuro próximo, las características propias de la empresa que pueden hacerla susceptible a sufrir el impacto de los cambios tecnológicos o estructurales, y al grado de liquidez bursátil de la acción, factores que solo pueden ser apreciados por personas suficientemente experimentadas y que no dependen de cálculos técnicos.-

La valuación estática, que se basa en la actualización de los valores activos de la empresa, y la estimación de la llave, permite conocer en que medida los mismos superan el capital nominal o están por debajo del mismo. En muchos casos los dos criterios dan cifras sumamente dispares, como se ha visto en los últimos tiempos, en que acciones que se cotizaban al 35% de su valor nominal, correspondían a empresas cuyos valores patrimoniales se encontraban muy por encima del valor nominal.-

Como se ve, el criterio de valuación puede ser motivo de polémica, pero consideramos que a los fines de la valorización de la cartera de los fondos, se debe seguir el criterio dinámico, por cuanto las posibilidades reales de precio de realización y liquidez son factores de primera prioridad en la política de inversiones.-

#### 4) Ganancias de capital.

"Las utilidades provenientes de realizaciones de valores en cartera, los ingresos por cesión de derechos de suscripción de acciones, las acciones recibidas por capitalización de reservas de utilidades constituidas con anterioridad o en razón de revaluación de bienes de las sociedades emisoras, serán distribuíbles en las circunstancias, medida y condiciones que establezca el reglamento de gestión" (D.R. art. 18).-

Las utilidades que produce el fondo son las rentas de sus inversiones, y la técnica de los fondos considera que las otras utilidades del tipo de las mencionadas por el decreto reglamentario, afectan el capital. En un momento

puede ser oportuno vender una acción porque sus perspectivas son dudosas, obteniéndose una utilidad, y el producto obtenido invertirlo en otra acción, que puede haberse valorizado en la misma proporción que la vendida. El capital podría no haber variado, pero contablemente se ha producido una utilidad y una adquisición a un mayor costo. Si a los resultados de estas operaciones se les aplicara el criterio de utilidades obligatoriamente distribuibles, podría darse el caso de estar distribuyendo por éste concepto parte del capital, lo que descapitalizaría paulatinamente al fondo.-

En las sociedades de inversión estas utilidades se consideran en forma independiente y se las denomina Capital Gains, a diferencia de las Investment Income, y tienen también diferente tratamiento impositivo. Las utilidades de capital suelen distribuirse, pero existe una gran publicidad por parte de las compañías para que las ganancias de capital sean reinvertidas nuevamente en las compañías, dando ventaja en los gastos de suscripción.-

El decreto reglamentario deja librado a las disposiciones del reglamento de gestión el tratamiento de estas utilidades, y al considerarlas no obligatoriamente distribuibles en efectivo, se deduce que podrán ser distribuidas en nuevos certificados por decisión de la sociedad gerente.-

##### 5) Dividendos en acciones cobrados por el fondo.

Los dividendos que cobra el fondo por sus inversiones, deben ser considerados como utilidades brutas que previa la deducción de los gastos, serán distribuidas a los copropietarios. Pero hasta la fecha no existe ninguna disposición sobre la forma de valorizar el ingreso de estas acciones a los efectos del cómputo de las utilidades.-

En los Estados Unidos, este problema no existe pues los dividendos que distribuyen las empresas que cotizan acciones son en efectivo. En el mercado bursátil de nuestro país, la norma es abonar los dividendos en acciones, y generalmente una parte menor en efectivo. Este sistema es una consecuencia del

proceso inflacionario, que se refleja en balances con utilidades contables importantes, pero que no responden a una real rentabilidad y consecuentemente mayor disponibilidad de fondos distribuibles.-

Un procedimiento de registraci3n de estos dividendos, y que es el que las sociedades financieras usualmente aplican, es el de dar ingreso a las acciones recibidas a su valor nominal, independientemente que su valor bursatil sea inferior o superior.-

Otro procedimiento serla el de dar ingreso a las acciones al valor de las mismas ex-dividendo, con lo que, si las acciones est1n bajo la par no se da una utilidad superior a la real, y si est1n por encima, se da la utilidad correspondiente al valor total que ingresa al patrimonio del fondo. Este sistema, que consideramos m1s l3gico, se convierte en un factor de perturbaci3n cuando la bolsa se encuentra en baja como ha pasado en los 1ltimos dos a1os. Si el ingreso al patrimonio del dividendo en acciones, fue a \$ 250 por acci3n como ejemplo, y a la fecha de la distribuci3n de utilidades, la misma acci3n baj3 a \$ 150.-, se estaria distribuyendo una utilidad superior a la disponible, y para abonarla en efectivo, como lo exige el decreto reglamentario, habr1a que proceder a realizar parte del patrimonio del fondo.-

Consideramos que la soluci3n de este problema se puede encarar de dos formas: la primera, modificando el decreto reglamentario y permitiendo el pago en nuevos certificados del fondo en la proporci3n de los dividendos cobrados en acciones, y la segunda aplicando un procedimiento electico de valorizaci3n de las acciones en el momento del cobro del dividendo que serla, el valor nominal si la acci3n se cotiza arriba de la par, y el valor de mercado ex-dividendo si se cotiza debajo de la par.-

#### 6) Balances anuales.

Una vez por a1o por lo menos deber1 practicarse el balance del fondo y distribuir las utilidades que resulten del mismo. Los reglamentos de ges-

ción deberán contener estas disposiciones.--

La confección de los balances de las sociedades de inversión en Estados Unidos, se ajustan a normas que los hacen fácilmente comparables. Un balance típico es el siguiente:

### ACTIVO (1)

|  |                    |
|--|--------------------|
| Inversiones a cotización del mercado       |                    |
| Obligaciones del gobierno de E. L. UU.     | 2.854.782          |
| Acciones preferidas y debentures           | 1.224.099          |
| Acciones ordinarias                        | 130.754.189        |
| Dinero depositado en el custodio           | 1.617.319          |
| A cobrar por ventas de acciones de capital | 240.889            |
| Dividendos e intereses a cobrar            | <u>254.119</u>     |
|  | <u>136.946.197</u> |

### PASIVO

|   |                   |                |
|---|-------------------|----------------|
| A pagar por rescates                              |                   | 125.608        |
| A pagar por compra de valores                     |                   | 460.096        |
| Otras cuentas a pagar incluido impuestos y gastos |                   | <u>258.618</u> |
|   |                   | 844.322        |
| Capital y superavit:                              |                   |                |
| Acciones emitidas: 9.486.455 a 0,5                |                   |                |
| v. lor par  | 4.743.227         |                |
| Acciones recompradas: 426.828                     | <u>213.414</u>    | 4.529.813      |
| Pagado sobre la par                               |                   | 90.785.235     |
| Utilidades no distribuidas                        |                   | 421.118        |
| Ganancias acumuladas por ventas                   | 25.552.427        |                |
| Distribuciones realizadas en los años             |                   |                |
| que se obtuvieron                                 | <u>25.782.678</u> | (230.251)      |
|   |                   | 95.515.965     |

|   |            |                    |
|---|------------|--------------------|
| Transp.   | 95.515.965 | 844.322            |
| Valorizació. de las inversiones no realizada                    | 40.585.910 |                    |
| Activo neto equivalente a \$ 15,02 por acción<br>en circulación |            | <u>136.101.875</u> |
|   |            | <u>136.946.197</u> |

En nuestro país todavía no existen normas sobre balances de fondos de inversión, pero en líneas generales deberán ajustarse al modelo antes indicado. Las cuentas que no figurarán serán las de crédito por suscripción de certificados, por cuanto en nuestro país la suscripción debe registrarse con la integración total del valor. En los Estados Unidos, las empresas distribuidoras, toman a su cargo la función de primer suscriptor (Underwriter) y se responsabilizan a integrar las acciones dentro de los plazos autorizados que es de días, y por tal razón figuran los créditos correspondientes. En cuanto a las deudas por rescates las mismas deben registrarse en el momento de la solicitud de rescate fijando el precio correspondiente, pues éste importe significa un compromiso de fecha e importe cierto para el fondo.-

En el balance deben practicarse todas las provisiones por cuentas e impuestos a pagar, devengados o vencidos.-

#### 7) Balances trimestrales.

La ley exige que se practiquen balances trimestrales, pero salvo que el reglamento de gestión así lo disponga, dichos balances no darán lugar a la distribución de utilidades. La confección de éste balance debe ajustarse a las mismas normas del balance anual, pero no corresponde el cierre de libros y su reapertura. Los valores de costo de las acciones deben mantenerse hasta el fin del período, en que se ajustarán a los precios de cotización. En consecuencia, las utilidades por venta de acciones se determinarán restando al precio de venta el valor de las mismas al principio del ejercicio.-

8) Balances diarios.

Todos los días hábiles bursátiles, debe determinarse el valor de la cuota parte, y a tal fin se requiere la confección del balance pertinente. Este balance es interno de la compañía, pero debe enviarse copia del mismo a la Inspección General de Justicia. Para su confección deben llenarse todos los recaudos del balance anual. La parte formal de este balance varía de acuerdo a la práctica de cada fondo, pero los conceptos que los componen deben responder a lo antes ex puesto y a las prescripciones del reglamento de gestión.-

9) Cuenta de resultados.

Transcribimos el Cuadro de Resultados de una sociedad de inversión de Estados Unidos (1)

## Rentas:

|                        |                |
|------------------------|----------------|
| Dividendos en efectivo | 4.328.613      |
| Intereses              | <u>142.074</u> |
|                        | 4.470.687      |

## Gastos e impuestos

|   |                             |
|---|-----------------------------|
| Compensación al administrador                                       | 597.045                     |
| Custodio, agente de transferencia y agente<br>Pagador de dividendos | 58.551                      |
| Audidores y honorarios legales                                      | 6.892                       |
| Inscripción de acciones del fondo                                   | 2.009                       |
| Memoria para los accionistas y asamblea anual                       | 21.771                      |
| Gastos de pago de ganancias de capital                              | 23.377                      |
| Impuestos locales y estatales                                       | 85.562                      |
| Varios  | <u>7.096</u> <u>802.303</u> |
| Utilidad neta   | <u><u>3.668.384</u></u>     |

El ejercicio "será anual o conforme a los períodos más breves que "se establezca, y a la fecha de su vencimiento deberá verificarse la cuenta de "resultados" (ley art. 12 inc. h). "Los beneficios ... deberán distribuirse ...

"después de cada ejercicio, con la única deducción de los gastos admitidos" (ley art. 17). "Son utilidades netas distribuibles en el ejercicio las que resulten luego de deducir de las utilidades brutas los cargos imputables al fondo" (D.R. art. 18).-

Utilidades brutas son los ingresos que por renta de acciones o títulos haya percibido el fondo, de acuerdo con lo anteriormente expuesto, y responde al criterio de las sociedades de inversión.-

En cuanto a los gastos deducibles, nos referimos a lo expuesto en el capítulo 20 al que nos remitimos.-

Del análisis de los cuadros de resultados de los fondos de inversión existentes en la República Argentina, se llega a la conclusión de que existe una gran disparidad de criterios en cuanto a los gastos imputables al fondo. Naturalmente que estos fondos fueron creados sin estar en vigencia el decreto reglamentario que establece normas más precisas al respecto, pero consideramos que tiene que llegarse a la uniformidad que el mismo decreto requiere.-

De los balances analizados surge que un fondo de inversión deduce un monto global de gastos bajo la leyenda "Gastos arts. 14 y 15 del Reglamento"; un segundo fondo deduce en forma independiente: "Comisión del Depositario", "Gastos de administración (comisión sociedad gerente, publicidad, etc.)", "Impuestos", "Gastos varios"; un tercer fondo deduce: "Comisión sobre dividendos", "Custodia de valores", "Impuestos", "Retribución Sociedad Gerente", "Retribución Depositario", e incluye las utilidades por realización de la cartera; un cuarto fondo deduce las comisiones de la sociedad gerente y del depositario solamente. Evidentemente cada fondo procede de acuerdo con lo dispuesto en el reglamento de gestión respectivo, pero para el inversor, es necesario que con claridad pueda captar el fondo que tiene menores gastos de gestión, o la razón del incremento de los mismos. El artículo 15 del decreto reglamentario prescribe que "los balances, estados patrimoniales y cuentas de resultados ... se ajustarán al formulario y

"normas que establezca la Inspección General de Justicia", pero hasta la fecha no han sido redactados.-

10) Tratamiento de las pérdidas.

"Si resultare un saldo final de pérdidas, será transferido al ejercicio siguiente para ser cubierto con utilidades de éste, con preferencia a todo reparto o para incrementar el saldo de pérdidas de dicho ejercicio en caso de "insuficiencia de las utilidades" (D.R. art. 18).-

La disposición transcripta es clara. Consideramos sin embargo que debería haberse contemplado que los quebrantos pueden ser compensados con ganancias de capital, y no autorizar la distribución de estas hasta tanto no se hubiera absorbido las pérdidas.-

22 - DISTRIBUCION DE UTILIDADES

La finalidad de los fondos, además de buscar la defensa del capital contra la desvalorización monetaria, es proveer a los condóminos la renta de las inversiones que se realicen, y esta circunstancia justifica que tanto la ley como el decreto reglamentario traten el tema de las utilidades en varios artículos.-

1) Derecho a las utilidades.

"Los suscriptores de certificados gozarán del derecho inderogable a la distribución de las utilidades que arroje el fondo común ... (ley art.32.-

La disposición es definitiva, y de acuerdo con ella, todas las utilidades de cualquier tipo que perciba el fondo, deben ser totalmente distribuidas a los condóminos. Naturalmente que deberá entenderse que se trata de las utilidades líquidas, como más adelante veremos. En cuanto a la obligatoriedad de la distribución, con la cual en principio coincidimos, diversas disposiciones del decreto reglamentario la contradicen o le crean dificultades, que pueden llegar a producir deterioros al patrimonio del fondo.-

2) Cuales son las utilidades distribuibles.

"Los beneficios devengados durante la actividad de los fondos comunes de inversión deberán distribuirse entre los copropietarios, ... con la única deducción de los gastos admitidos" (ley art. 17).-

Coincidente con el artículo 32 de la ley, se repite que los beneficios, sin exclusión deben distribuirse, y al establecer la deducción de los gastos admitidos, fija el criterio de utilidades líquidas. Lo que consideramos un error en la redacción de la ley es el hablar de beneficios devengados, es decir que el fondo no los ha percibido. Esto implica autorizar la distribución de utilidades líquidas pero no realizadas, y tal puede ser el caso de dividendos de acciones de la cartera, que la Asamblea de Accionistas de la sociedad emisora haya dispuesto pagar, pero que por razones de cualquier tipo, como sería el trámite ante la Comisión de Valores del Banco Central, de morará 6 o 10 meses en abonarse después de la Asamblea, o los intereses de títulos de renta fija, que a la fecha del balance del fondo estuvieran parcialmente devengados, pero que para su cobro fal-

tare transcurrir el período hasta el vencimiento. El obligarla computar tales beneficios devengados en los resultados distribuibles ocasiona una distorsión en su determinación que perjudicará al patrimonio del fondo en la medida que los mismos deban pagarse. El decreto reglamentario ha variado en parte el concepto de la ley al establecer que para el cómputo de los beneficios se considerarán "los intereses vencidos ... y los dividendos puestos al cobro" (art. 18), lo que consideramos correcto y ajustado a la mecánica de los fondos.-

"Son utilidades netas distribuibles en el ejercicio las que resulten "luego de deducir de las utilidades brutas los cargos imputables al fondo. A los "efectos del cómputo de las utilidades brutas se tomarán en cuenta los intereses "vencidos en el ejercicio, y los dividendos de acciones en cartera, incluso los "otorgados en ocasiones, puestos al cobro por las sociedades emisoras en el mis- "mo período" (D.R. art. 18 segundo párrafo).-

Siguiendo al artículo 17 de la ley, el decreto establece que las uti- lidades distribuibles son las líquidas, pero cambia el criterio de beneficios devengados por el de percibidos o vencidos en cuanto a los intereses, y en re- lación con los dividendos, dispone su cómputo solamente si están puestos al co- bro, lo que equivale para el fondo a tenerlos disponibles, ya que pueden ser per- cibidos en forma inmediata. La disposición del decreto rectifica correctamente la disposición legal.-

Independientemente de lo expuesto, el párrafo transcripto del artícu- lo 18, define que las utilidades distribuibles son las formadas con los intere- ses ganados y los dividendos cobrados, que son las únicas rentas que puede per- cibir el fondo de sus inversiones mobiliarias (ley art. 1), y trata en forma dis- tinta las utilidades de realización de cartera, cesión de derechos, etc. (último párrafo del artículo 18), las que deja libradas a lo que disponga el reglamento de gestión. El criterio sustentado por el decreto, técnicamente es correcto, pe- ro se contradice con el artículo 32 de la ley, que no establece discriminación de ningún tipo; en realidad los fondos pueden obtener dos tipos de utilidad, una por renta de las inversiones y la otra por realización del capital, y es lógi- co que ésta se la trate en forma distinta. Creemos que el procedimiento a apli-

car debe ser definitivamente el dispuesto por el decreto reglamentario.-

### 3) Utilidades destinadas a constituir reservas.

"El reglamento de gestión puede prever la formación de una reserva, con indicación de su destino, que afecta hasta el 10% de las utilidades netas distribuibles definidas en el párrafo anterior" (D.R. art. 18 tercer párrafo).-

El párrafo transcripto contradice la ley, que no contempla la posibilidad de reservar utilidades. En los fondos de inversión no existe una verdadera razón para formar reservas afectando las utilidades provenientes de rentas. El destino de una reserva puede ser para prevenir posibles desvalorizaciones de la cartera, pero tampoco se justifica que se constituya afectando las utilidades porque si la sociedad gerente considera que algunos de los valores de la cartera están sobrevalorados, lo que debe hacer es ajustarlos a su correcto valor, con lo que se actúa sobre el valor del patrimonio neto y no sobre las utilidades, y por otra parte si de todas formas se pretende constituir la reserva es preferible que la misma afecte a las otras utilidades del fondo como son las provenientes de realización de cartera o cesión de derechos, con las cuales tiene una relación analógica. Otro destino de la formación de reservas, es retener utilidades formadas con las rentas de las inversiones, para poder mantener un cierto nivel de dividendos en años futuros, y evitar años de altos rendimientos y otros de bajos, pero tampoco esto tiene mayor justificación. Creemos que los dividendos obtenidos en un ejercicio deben ser distribuidos en el mismo, y no trasladados al futuro. Así proceden los fondos del exterior, en los que en los estados patrimoniales no se encuentran reservas constituidas para compensar eventuales desvalorizaciones de cartera o compensar futuros dividendos, y por otra parte la ley nacional no los contempla.-

### 4) Fecha de distribución de utilidades.

"El reglamento de gestión deberá especificar: 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-

se la cuenta de resultados". (ley art. 12). "En las épocas o fechas establecidas en el reglamento de gestión se hará inventario ... a fin de establecer .... "la cuenta de resultados y la parte que en la distribución de utilidades corres- ponda a cada copropietario" (D.R. art. 18 primer párrafo).-

La ley exige que cada año deberá cerrarse por lo menos un ejercicio, pe- ro contempla, como es habitual en la mayoría de los fondos extranjeros y algunos del país que pueden cerrarse balances por períodos menores, como son los trimes- trales siendo concordantes las disposiciones del decreto reglamentario.-

El cierre del ejercicio, sea anual o trimestral de acuerdo con lo que fije el reglamento de gestión, da lugar a la confección de la cuenta de resulta- dos y consiguientemente al pago de utilidades a los copropietarios. Sin embargo entendemos que en los casos en que los balances se practiquen trimestralmente, obli- gatoriamente darán lugar al pago total de las utilidades, por cuanto el art. 17 de la ley dice que "los beneficios ... deberán distribuirse en la forma y en la proporción prevista en el reglamento de gestión ...", lo que da cierta liber- tad a la sociedad govente para el pago de las utilidades. De todas maneras inter- pretamos que aún cuando para las utilidades trimestrales cabría la posibilidad de no abonarlas íntegramente a los copropietarios, el saldo acumulado al fin del ejercicio debe ser totalmente distribuido.-

Tal como lo dispone el artículo antes transcrito de la ley, existe la obligación del pago dentro de los tres meses de vencido cada ejercicio sea éste anual o que abarque un período menor.-

##### 5) Forma de pago.

"Los beneficios ... deberán distribuirse ... en la forma ... previs- ta en el reglamento de gestión, ... (ley art. 17). "El pago de utilidades a los copropietarios será hecho en efectivo, cheque o giro, salvo que el interesado expresamente acepte recibir en pago certificados del fondo, en cuyo caso no se hará el cargo a que se refiere el punto b) del art. 14" (D.R. art. 19).-

La ley no establece una forma obligatoria de pago de las utilidades, dejándola librada a lo que disponga el reglamento de gestión, pero el decreto reglamentario exige que debe hacerse en efectivo. Aún cuando en la buená técnica

de la administración de los fondos lo razonable es que el pago debe hacerse en efectivo, creemos que la misma no es aplicable a nuestro país dadas las modalidades bursátiles con que opera. Desde hace muchos años, se viene produciendo un proceso de inflación que produce utilidades en las empresas que sólo significan una compensación de la depreciación monetaria, y así vemos que con balances económicos buenos, la posición financiera es siempre tensa, lo que les impide abonar dividendos en efectivo, y cuando pueden hacerlo, los porcentos son mínimos. En cambio, el pago de dividendos en acciones se ha convertido en norma, y en los dos últimos años, prácticamente, fueron casi el único tipo de dividendo abonado. Esto ha significado que los fondos de inversión han recibido dividendos que pueden haber sido importantes pero casi en su totalidad en acciones, y por vía de lo dispuesto en el decreto reglamentario, al distribuirlo a los copropietarios, deberían pagarlos en efectivo. La consecuencia natural de ello es que para pagar el dividendo los fondos han debido realizar parte de su tenencia de acciones. En una bolsa normal, este hecho podría no tener mayor significación, pero en un período anormal como el que se ha vivido y que aún se soporta, ello ha originado una nueva presión vendedora que ha disminuído más aún los valores de cotización.-

Por otra parte, el decreto reglamentario, que contempla el cobro de dividendos en acciones, no ha establecido el criterio de valorización que debe aplicarse a esas acciones en el momento de ingresar al patrimonio del fondo. El criterio técnicamente aceptado es ingresarlas a su valor nominal, y posteriormente ajustar su valor a la cotización diaria afectando consecuentemente el valor de la cuota parte, pero no el cuadro de resultados. En una bolsa en baja como fue el caso de los últimos años, se daba el absurdo que dividendos que se ingresaron considerando las acciones a su valor nominal, en el momento del cierre del ejercicio, las mismas acciones valían menos de la par, y como el cuadro de resultados seguía computando el dividendo por el importe resultante de la acción a su valor de paridad, para pagar en efectivo el dividendo contable registrado, había que vender más acciones de las recibidas por el mismo dividendo.-

Numericamente el caso sería el siguiente:

|  |              |
|--|--------------|
| Dividendo cobrado: 1000 acciones a V.N. \$100  | \$ 100.000.- |
| Utilidad a distribuir  | \$ 100.000.- |
| Valor de las acciones en el momento de la distribución de utilidades:  |              |
| Valor de cotización \$ 68 por 1000 acciones  | \$ 68.000.-  |
| Lo que significa que vendidas todas las acciones cobradas por dividendo habría que realizar otras acciones de la cartera para compensar la diferencia de | \$ 32.000.-  |

El criterio inicial de valorización no altera para nada la situación porque en una bolsa en baja, cualquier valor que se considere en el momento del cobro del dividendo, va a tener diferencias en contra con el que rija en el momento del pago de las utilidades del fondo, y tal como se ha visto, en el ejemplo estarían pagándose como utilidades, el producto de la realización del capital del fondo en el valor equivalente a la diferencia entre ambas cotizaciones.-

El hábito de pagar dividendos en acciones, de nuestro país, no va a ser modificado por el momento, por lo que la solución lógica para evitar la incongruencia de descapitalizar al fondo para pagar utilidades que sólo figuran en los registros contables, sería la modificación del decreto reglamentario autorizando a que las utilidades del fondo se distribuyan en efectivo y en nuevos certificados por lo menos en la misma proporción de efectivo y acciones que recibió como dividendo. La Inspección General de Justicia ha sido inflexible ante consultas realizadas sobre el particular, ateniéndose estrictamente a lo dispuesto en el decreto. Creemos que el decreto podría ser cuestionado por ser más restrictivo que la ley, considerando que ésta acepta, como lo dice el artículo 32 que el reintegro de los certificados pueda hacerse en especie, y tan lógico como lo anterior es que las utilidades sean pagadas en la misma especie que recibió el fondo, o en nuevos certificados que son su equivalente.-

La alternativa que contempla el decreto, y que consiste en la aceptación expresa del interesado a recibir nuevos certificados, carece de significa-

ción en la práctica por la imposibilidad material, en un fondo de cierta magnitud de requerir individualmente una conformidad de tal tipo. Lo único que puede evitar el quebranto de una realización inoportuna de la cartera a que obliga la aplicación del decreto, es que la sociedad gerente pueda unilateralmente, disponer el pago de las utilidades parte en efectivo y parte en certificados.-

La última parte del artículo en análisis, dispone que cuando el suscriptor acepta cobrar en certificados quedará exceptuado del cargo por gastos de adquisición, lo cual es lógico y corriente en la técnica de los fondos.-

#### 6) Utilidades e ingresos no computables en el cuadro de resultados.

"Las utilidades provenientes de realizaciones de valores en cartera, los ingresos por cesión de derechos de suscripción de acciones, las acciones recibidas por capitalización de reservas de utilidades constituidas con anterioridad o en razón de revaluación de bienes de las sociedades emisoras, serán distribuidas en las circunstancias, medida y condiciones que establezca el reglamento de gestión con ajuste a los principios de la ley y de la presente reglamentación" (D.R. art. 18 último párrafo).-

Lo dicho sobre la obligatoriedad de la distribución de las utilidades, no rige para las arriba transcriptas, en razón de lo dispuesto en el decreto reglamentario. Estas utilidades se consideran ganancias de capital y tienen por tal razón un tratamiento diferente; en algunas legislaciones impositivamente se las trata en forma distinta.-

Considerando lo expuesto, se deduce que estas utilidades pueden ser distribuidas total o parcialmente, o simplemente afectar el activo neto incrementando el valor de la cuota parte sin distribuir las; también queda la facultad que en caso de distribuirse, lo sean en efectivo o en certificados nuevos del fondo; pueden destinarse a fondos de reserva de desvalorización de cartera o para pagos futuros de dividendos.-

En general los fondos extranjeros disponen el pago de las ganancias de capital, lo que queda librado a la resolución de la asamblea de accionistas o del órgano administrador.-

VIII - FISCALIZACION

23 - INSPECCION GENERAL DE JUSTICIA1) Consideraciones sobre la importancia de la fiscalización.

La trascendencia económica y social que la experiencia demostró que llegan a tener los fondos o sociedades de inversión, ha determinado que la legislación de todos los países en los cuales tienen vigencia, crearan un sistema de control sobre sus operaciones tendientes a evitar la comisión de irregularidades que además de los perjuicios materiales que pudieran derivar a los inversores en el sistema lo hagan caer en el descrédito público, lo que en definitiva llegaría a ocasionar su ruina o su anulación por la desconfianza general.-

En los Estados Unidos, después de la declinación de 1929, los negocios de las sociedades de inversión que sobrevivieron fueron de resultados moderados, pero desde 1936 hasta 1940 se inició una investigación escrutinadora de la actividad de las compañías. "La publicidad resultante se centralizó principalmente a los abusos descubiertos, y en la época en que se aprobó la Investment Company Act. de 1940, las operaciones tocaron el punto más bajo de la "apatía y desconfianza pública" (Wiesenberger, Arthur - Investment Company - Arthur Wiesenberger & Co. N.Y. 1962 pag. 25).-

El crecimiento de las sociedades de inversión y la recuperación de la confianza pública se produjo con motivo de la aparición de la ley de 1940. Esta ley, tiene por objeto prevenir ciertos abusos que pueden producirse en el manejo de las inversiones, y es aplicada por la Securities and Exchange Commission. Entre los requerimientos que exige la ley para permitir el mayor control de las sociedades de inversión, que lo realizan en forma fundamental los mismos inversores, está la obligación de que en el directorio haya miembros que no estén vinculados con la sociedad administradora, que todas las

sociedades se deben ajustar a las reglas de la S.E.C. sobre requerimiento de poderes de los accionistas para votar en las asambleas; la previa aprobación de la S.E.C. para adquirir acciones o negociar entre la sociedad de inversión y miembros de la sociedad gerente; necesidad del voto de los accionistas para variaciones fundamentales en la política de inversión, que los contratos de asesoramiento en las inversiones deben ser aprobados por los accionistas, y régimen para su renovación anual; las relaciones entre los asesores de la compañía y miembros de la misma, etc.-

Es decir, que la fiscalización se basa en un cuerpo amplio de leyes, específicas de la materia, y que tratan en general las operaciones sobre valores mobiliarios tanto federales como estatales, pero dado el carácter de sociedad anónima, se les atribuye a los accionistas un papel preponderante de control, bajo la supervisión de la S.E.C.-

En México según la Ley de 1955, la autorización para funcionar debe ser extendida por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión del Banco de México y de la Comisión Nacional de Valores. El control posterior está a cargo de la Comisión de Valores, la que dicta las normas a que deben ajustarse.-

En Francia, la constitución de las sociedades de inversión, debe ser autorizada por decreto del Consejo de Estado, basado en el informe del Ministro de Finanzas; El consejo de Administración que dirige la sociedad está integrado por 12 miembros, 6 elegidos por la Asamblea de accionistas y los otros seis designados por el Ministerio de Finanzas, de los cuales tres tienen que ser personas versadas en materia de colocaciones mobiliarias, uno a propuesta de la Comisión de Vigilancia de la Caja de Depósitos y Consignaciones, uno a propuesta del Consejo General del Banco de Francia y uno a propuesta de la Asociación Nacional de Tenedores Franceses de Valores mobiliarios. El control posterior está a cargo del Consejo Nacional de Crédito.-

En Bélgica, la Comisión Bancaria, es la que autoriza y controla a los fondos comunes de inversión.-

Indudablemente el control de las sociedades o fondos de inversión dada la materia típica en que actúan debe ser preferentemente realizado y normalizadas sus actividades por entidades oficiales que de por sí están en los aspectos bursátiles y mercados de capitales, por lo que estimamos que en nuestro país posiblemente el organismo más idóneo para hacerlo hubiere sido la Comisión de Valores del Banco Central en lugar de la Inspección General de Justicia. Ello no niega la capacidad de la Inspección General de Justicia, con una larga experiencia en la supervisión de sociedades anónimas y los distintos tipos de ofrecimiento público de inversiones, pero carece de los elementos y antecedentes con que cuenta la Comisión de Valores sobre la actividad bursátil y de las empresas en las cuales deben hacer sus inversiones los fondos comunes.-

#### Actuación de la Inspección General de Justicia.

##### a) Previa a la iniciación de las operaciones del fondo.

En el punto 13 del presente hemos tratado en detalle la actuación que le cabe a la Inspección General de Justicia para aprobar la formación de un fondo de inversión, y que en síntesis consiste en:

- Aprobación del Reglamento de Gestión.
- Aprobación de los Certificados, Solicitudes de suscripción y recibos.
- Cumplimiento de los requisitos legales de constitución de la Sociedad Gerente y Depositario.
- Constatación de la integración de los capitales mínimos por la Sociedad Gerente y el Depositario.-

- Constatación de que los directores de la Sociedad Gerente y del Depositario no están comprendidos en las inhabilitaciones que tratamos en el punto 27 del presente.-

## 2) Control durante el funcionamiento del fondo.

"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" (Ley art. 31). "El ejercicio de las funciones de fiscalización a que se refiere el art. 31 "de la ley, la Inspección General de Justicia tiene la facultad de efectuar "investigaciones en las sociedades gerentes y depositarias, sin perjuicio "de las demás atribuciones acordadas por el decreto reglamentario 7712/52" (D.R. art. 32).-

Las facultades de control delegadas a la Inspección General de Justicia son las derivadas de su carácter de entidad fiscalizadora de sociedades anónimas.-

La fiscalización se efectúa en la siguiente forma.

- a) Documentación que debe enviarse a la Inspección General de Justicia. De acuerdo con las normas en vigencia, la misma consiste en:
  - Informe sobre el "fondo fijo" para el manejo de las disponibilidades en efectivo del fondo.
  - Información sobre la publicidad que se realice.
  - Información sobre los gastos de gestión que se cargará al fondo.

- Información sobre el órgano de publicidad en que realizarán las publicaciones obligatorias por ley.
  - Presentación de comprobantes de las publicaciones obligatorias.
  - Presentación semanal del detalle del valor diario de la cartera y cálculos del valor de la cuota parte.
  - Presentación del Balance Trimestral y anual del fondo.
  - Presentación dentro de los 120 días de cerrados los ejercicios de la sociedad gerente y del depositario, de sus respectivos balances y memorias.-
- b) Inspección de libros y documentación.

Independientemente del control de la documentación que recibe, la Inspección General de Justicia está facultada a verificar "in situ", la exactitud y corrección de los procedimientos administrativos y contables en ambos órganos activos del fondo, la existencia física de los valores mobiliarios, el cumplimiento de la política de inversiones y de las disposiciones del reglamento de gestión, constatación de las reuniones de directorio de la sociedad gerente y de sus decisiones, etc.-

- c) Asistencia a las Asambleas de la Sociedad Gerente y Depositaria.

Esta facultad está dentro de las generales de la Inspección General de Justicia, como órgano de control de las sociedades anónimas, y se extiende a las jurisdicciones provinciales en el caso de que alguno de los órganos activos del fondo estén constituidos fuera de la jurisdicción nacional.-

### 3) Recepción de denuncias.

Las irregularidades que recíprocamente pueden constatarse la sociedad gerente y la depositaria deben denunciarse a la Inspección General de Justicia.-

El síndico debe denunciar las irregularidades que comprueba y que no se normalicen dentro del período prudencial que fije.-

Las Bolsas de Comercio o cualquier persona con interés legítimo puede denunciar las transgresiones que cometan cualquiera de los órganos debiendo estas últimas acreditar personería.-

Las denuncias presentadas serán motivo de verificación por parte de la Inspección, y en caso de comprobar la comisión de irregularidades, pondrá en vigor el régimen de sanciones que se analizan en el capítulo 26 de éste trabajo.-

#### 4) Resoluciones de la Inspección General de Justicia.

Las resoluciones que dicte la Inspección General de Justicia, pueden ser de carácter general para todos los fondos o especiales en relación con alguno de ellos.-

a) Las resoluciones generales tienden a sintetizar la actuación de los fondos y versarán sobre los siguientes aspectos:

- Normas complementarias de la ley y del decreto reglamentario.
- Formularios y normas a que se ajustarán los balances, estados patrimoniales y cuentas de resultados.
- Bases uniformes para la fijación del valor de la cartera y cálculo diario del valor de la cuota parte.

Libros y registros especiales que deberán llevar las sociedades gerentes y depositaria.

- Condiciones generales uniformes para todos los fondos comunes que se constituyen en el país, considerando las distinciones propias de cada uno.-

b) Las resoluciones originadas en el funcionamiento de un fondo pueden referirse a:

- Suspensión transitoria de la obligación de proceder al rescate
- Dilucidación de los casos dudosos o no previstos en la ley o el decreto reglamentario.
- Desaprobación fundada del criterio de valuación de la cartera
- Irregularidades cometidas.
- Aplicación de sanciones

De las resoluciones que causen gravamen irreparable, podrá apelarse dentro de los 30 días de su notificación, ante la Cámara Federal de Apelaciones de la jurisdicción que corresponda.-

#### 5) Coordinación con las autoridades provinciales.

"La Inspección General de Justicia procurará, por los medios más adecuados, coordinar funciones con las respectivas autoridades provinciales, en los casos en que pueda existir concurrencia de jurisdicciones".  
(D.R. art. 3).-

Los órganos activos del fondo, pueden tener sus domicilios constituidos en los territorios provinciales, la adquisición de valores puede realizarse en las bolsas de todo el país, y la colocación de certificados se realiza en todo el territorio nacional. En consecuencia, el órgano fiscalizador debe tener las facultades para poder intervenir en cualquiera de las provincias, dado el interés general en juego, y ello da origen a la disposición del decreto reglamentario que faculta a la Inspección General de Justicia a conciliar con los poderes regionales, las atribuciones que en el orden nacional le ha fijado la ley.-

24 - SINDICATURA

La ley ha atribuido al síndico de la sociedad gerente ciertas funciones de control sobre las operaciones del fondo, que en las sociedades de inversión está a cargo de controladores certificados en cuanto a los aspectos contables y a la Asamblea de accionistas en lo referente al manejo y administración del fondo.-

1) Sindicatura simple o múltiple.

"El o los Síndicos de la sociedad gerente ..." (ley art. 30)

La sociedad gerente puede designar uno o más síndicos que deben cumplir con las obligaciones que les impone el Código de Comercio, en cuanto a la sociedad gerente, como sociedad anónima y las que le fija la ley, en cuanto al fondo común de inversión específicamente.-

Aún cuando no es una novedad la sindicatura múltiple, consideramos una disposición acertada el haberla establecido en forma precisa en la organización de los fondos de inversión. La sindicatura singular ha demostrado en muchas oportunidades carecer de cierta independencia de criterio, y es difícil organizarla en base a una sola persona que controle y puede llegar a afectar la actuación de un directorio numeroso. En la legislación sobre sociedades anónimas, en nuestro país, quién designa el síndico es la asamblea de accionistas, por mayoría de votos, y la misma mayoría es la que nombra al directorio. Este hecho significa que directorio y síndico responden al mismo grupo mayoritario, y probablemente con intereses comunes. Si el síndico aún en esas circunstancias disiente con actos o resoluciones del directorio, ateniéndose a sus funciones específicas, se encontrará solo en su posición contra un cuerpo numeroso, en que como es natural existen siempre elementos con personalidad fuerte y poco propensos a ser objetados en su acción. Si como órgano fiscalizador de la sociedad, se designa a varios miembros componentes de la sindicatura, se producirá un mejor equilibrio de posiciones, que a pesar de tener el mismo origen en su designación.

nación, tienen funciones distintas, y en tal caso el número de los componentes de la sindicatura dará mayor fuerza a sus opiniones.-

## 2) Título habilitante.

"... uno de los cuales (síndicos) deberá ser contador inscripto en "la matrícula profesional respectiva". (Ley art. 30).-

Dado que el síndico debe ser quien certifique las cuentas del fondo común de inversión es natural que se exija que por lo menos uno de los que se designen tenga el título habilitante pertinente, que es el de contador público. Los otros miembros de la sindicatura, en el caso de ser múltiple no necesitan poseer ningún título profesional o de capacitación.-

## 3) Obligaciones.

La ley crea dos obligaciones a los síndicos, consistentes en certificar las cuentas del fondo, y denunciar las irregularidades que se produzcan en la dirección y administración del fondo.-

### a) Certificación de cuentas.

El inciso a) del art. 30 de la ley precisa las cifras que obligatoriamente debe certificar y que son:

- "La cuenta de resultados": es decir con motivo de cada cierre de ejercicio, sea ésta anual o de períodos más reducidos.
- "Los estados patrimoniales del fondo en las épocas previstas para la distribución de beneficios y ganancias": que debe ser coincidente con el anterior.
- "Los estados patrimoniales ... toda vez que se de a publicidad la composición de la cartera". Existe la obligación por la ley de publicar por lo menos anualmente la cartera, pero el reglamento de gestión puede disponer períodos menores, o hacerlo el Directorio de la sociedad gerente con propósito informativo a los copropietarios.
- "El valor individual y total de los bienes del fondo": que debe hacerse con motivo del cierre de cada ejercicio.-

- "Número de los certificados representativos de cuotas partes en circulación" creemos que se ha producido un error en la redacción, por cuanto lo que es de utilidad conocer es el número de cuotas partes en circulación, dato fundamental para determinar el valor de la cuota parte, pero no el de certificados, cuyo número pueda variar permanentemente, por canje de certificados representativos de varias cuotas partes, y que siempre serán menos que el total de cuotas partes. La certificación corresponde con motivo del cierre de cada ejercicio.
- "Valor de rescate de los mismos (certificados)" se ha producido el mismo error de redacción del caso anterior por cuanto lo que se requiere es el valor de rescate de la cuota parte. Debe certificarse con motivo de cada cierre de ejercicio. No obstante que el valor de la cuota parte debe publicarse diariamente, el precio que se publica no implica la constatación por parte del Síndico y la certificación del mismo. Para que ello fuera así, el síndico debería estar diariamente controlando todas las cuentas del fondo, lo que no puede ser el espíritu de la ley ni la forma operativa por el gran costo que demandaría. La publicación diaria del valor de la cuota parte es responsabilidad de la sociedad gerente, y los errores en que incurra son a su cargo. El síndico debe controlar periódicamente los valores diarios determinados y en caso de constatar errores, ponerlo en conocimiento del directorio de la sociedad gerente y de la Inspección General de Justicia.--
- Además de las certificaciones obligatorias, corresponde también al síndico certificar cualquier estado contable que se presente a las autoridades, pero no a todos los que se hagan públicos, sea con carácter informativo o publicitario.

b) Control de las operaciones del fondo.

La sindicatura debe tener una constante vigilancia sobre todas las operaciones del fondo, tendientes a asegurar el cumplimiento de las disposiciones legales y del reglamento de gestión, y en tal sentido el artículo 30 de la ley obliga a:

- "Vigilancia permanente del estado de la cartera": en cuanto al mantenimiento de los límites de inversión admitidos y los valores de cotización que se computan diariamente.
- "Denunciar (a la Inspección General de Justicia) las irregularidades en que hubiesen incurrido las sociedades gerentes y depositarias y que no hubiesen corregido dentro del plazo prudente que señalen al efecto". La amplitud de la disposición transcripta obliga al síndico a un control total sobre todas las operaciones de la sociedad gerente, tanto las propias como las correspondientes al fondo, y el control del depositario en la parte vinculada con las operaciones del fondo. Las irregularidades pueden no afectar al fondo, como sería el caso de que la sociedad gerente perdiera parte de su capital o realizara operaciones ajenas a su objeto social específico, aún cuando sean de características análogas, y de acuerdo con lo dispuesto por la ley, todas deben ser informadas a la Inspección General de Justicia en la medida que a requerimiento del síndico no sean normalizadas dentro del plazo que señale.-

#### 4) Responsabilidades.

El incumplimiento por parte del síndico de sus obligaciones, lo hace caer dentro de las penalidades del artículo 39 de la ley, que lo tratamos especialmente en el punto 26 de éste trabajo, al que nos remitimos.-

25 - BOLSAS DE COMERCIO Y PERSONAS CON INTERÉS LEGÍTIMO

"El procedimiento (para sancionar las infracciones a la ley) podrá ser "promovido de oficio por las autoridades de las bolsas de comercio o personas que demuestren un interés legítimo" (ley art. 39).-

La fiscalización de la marcha de los fondos se realiza por la Inspección General de Justicia, por ambos órganos del fondo al controlarse recíprocamente, por el o los síndicos, y finalmente la ley ha dispuesto que las Bolsas de Comercio o personas con interés legítimo pueden iniciar acciones tendientes a sancionar las irregularidades cometidas.-

La actuación de las Bolsas de Comercio difícilmente les permitirá tener conocimiento de irregularidades que se puedan producir en el manejo de los fondos, pues en lo único que intervienen es en las compras y ventas realizadas en el recinto. Por otra parte, no es una función específica de las mismas, por lo que salvo casos de evidentes transgresiones a las normas bursátiles y que afecten en forma directa a las Bolsas, estimamos que esta disposición carecerá de vigencia real.-

En cuanto a las personas con interés legítimo, entre los que deben contarse primeramente a los copropietarios, sin que lo precisara la ley, tienen el derecho a accionar en defensa de sus legítimos intereses. En éste aspecto volvemos a exponer lo dicho al principio de éste trabajo, en el sentido de que en nuestra opinión lo conveniente hubiera sido legislar creando la sociedad de inversión y no los fondos de inversión; en la primera, el accionista tiene control directo sobre la eficiencia en la dirección del fondo, y puede llegar a cambiar el directorio, mientras que en los segundos el copropietario solo tiene el camino de retirarse del fondo o accionar judicialmente

para que se sancionen las irregularidades o se lo indemnice los quebrantos sufridos, pero en todos los casos se tratará de una acción posterior al perjuicio y nunca podrá intervenir para evitarlas en el futuro.-

26 - INCOMPATIBILIDADES, INHABILITACIONES Y PENAS1) Incompetibilidades.

Prohíbese a los directores de las sociedades gerentes integrar los directorios de las sociedades depositarias". (ley art. 38). "La sociedad gerente no podrá integrar el directorio o la sindicatura ni desempeñar la gerencia ni ningún otro cargo remunerado en otra sociedad cuyas acciones integren el fondo común" (D.R. art. 10).-

La disposición de la ley es clara y terminante y hace a la independencia indispensable que tiene que existir entre ambos órganos. La disposición del decreto es confusa. Dice que la sociedad gerente no podrá integrar el directorio o la sindicatura de otra sociedad, lo cual no tiene sentido; lo que posiblemente se quiso proibir es que los directores de la sociedad gerente no podrán ser directores de sociedades que figuren en la cartera del fondo. Consideramos que la disposición que se ha querido incluir en el decreto reglamentario es conveniente por los intereses encontrados que podría existir, o porque también podría ser una manera de sancionar un monto de acciones importante en las asambleas de la sociedad emisora, y de esta forma reforzar en parte la limitación al derecho de voto, pero creemos que esta disposición establece una limitación superior a la dispuesta por la ley, por lo que dudamos de su procedencia en el caso que se cuestione judicialmente.-

En relación con la prohibición de integrar la sindicatura, la gerencia o cargos remunerados en sociedades que figuren en la cartera del fondo, la disposición es incomprensible. No está claro si al síndico de la sociedad gerente le está prohibido ser síndico de sociedades de la cartera o si la prohibición alcanza solamente a los directores, o por el contrario abarca a todo el personal incluso el remunerado no directivo de la sociedad gerente. En la legislación norteamericana, existen diversas incompatibilidades que llegan a alcanzar a los empleados de la sociedad gerente y de los corredores, banqueros, inversionistas, instituciones bancarias o asesores de inversión, pero todas estas incon

patibilidades están indicadas con precisión en la ley, en la que se contemplan las diversas circunstancias que se pueden presentar.-

Creemos que la disposición del decreto reglamentario es tan imprecisa que puede dar lugar a un sinnúmero de cuestiones y que finalmente ha excedido a las incompatibilidades contempladas en la ley, por lo que dudamos de su procedencia en la instancia judicial.-

## 2) Inhabilitaciones.

"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 acepción de inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos o por delitos infamantes, o quienes no pueden ejercer el comercio, y los infractores a los que se refiere el artículo 39 de la presente ley" (ley art. 39). Las inhabilitaciones pueden ser transitorias o definitivas de acuerdo con las leyes pertinentes, pero lo que no está suficientemente claro es la situación de los infractores a la ley de fondos de inversión. Las infracciones pueden ser de distinto tipo, motivadas en errores, negligencia, transgresiones formales o circunstanciales de la ley que no originan perjuicio económico a los copropietarios del fondo, o actos que han producido quebrantos al fondo. Tales infracciones darán lugar a la aplicación de penalidades que estarán acordos con la gravedad de aquéllas, por lo que la declaración de inhabilitación de los directores deberá guardar las relativas proporciones con los hechos.-

## 3) Penalidades.

Las infracciones que se cometen en la gestión del fondo, pueden sustanciarse inicialmente en la Inspección General de Justicia, pero si ellas dan lugar a la aplicación de sanciones, las mismas pueden ser apeladas si causan perjuicio irreparable; las sanciones reparatorias o pecuniarias deben ser apli-

cadav por los jueces competentes.--

a) Resoluciones de la Inspección General de Justicia.

"En el cumplimiento de las funciones que la ley y el presente reglame<sup>nto</sup> le asignen, la Inspección General de Justicia, no adoptará resolución alguna sin haber visto a la sociedad gerente o al depositario, según corresponda. "Toda resolución de la Inspección General de Justicia deberá ser fundada" (D.R. art. 33).--

Dada la amplitud de las facultades conferidas a la Inspección General de Justicia, las resoluciones que dicte, pueden disponer modificaciones de aspectos formales o conceptuales de la gestión de los fondos, a los procedimientos o documentación que les son inherentes o la aplicación de las sanciones que contempla el decreto reglamentario. Estas resoluciones deberán ser fundadas, exponiendo el hecho que les da origen, las normas legales o reglamentarias que le son aplicables, y la decisión de la Inspección General de Justicia.--

De esta resolución se conocerá visto el órgano del fondo afectado.--

b) Recurso de reconsideración.

Dentro de 10 días de notificada la vista, la parte interesada puede interponer el recurso de reconsideración, alegando los hechos y derecho que le asista sin limitaciones.--

c) Decisión o resolución definitiva.

"A los efectos del recurso (de apelación ante la Cámara Federal de Apelaciones), sólo se entenderá que existe resolución definitiva de la Inspección General de Justicia, cuando ésta desentene el recurso de reconsideración... No se pronuncie sobre el mismo en plazo máximo de 10 días a contar desde su "interposición" (D.R. art. 35).--

Presentado el recurso de reconsideración, la parte interesada debe esperar 10 días para conocer la decisión de la Inspección General de Justicia, y en caso de que ésta no se expida, le cabe el recurso de apelación, si considera que la decisión de la causa gravamen inoperable.--

d) Apelación ante la Cámara Federal de Apelaciones.

"Las decisiones de la Inspección General de Justicia de la Nación que causen gravámen irreparable podrán ser apelados dentro de los 30 días de su notificación, ante la Cámara Federal de Apelaciones de la jurisdicción que correspondiera" (ley art. 31).-

Algunas de las sanciones que puede aplicar la Inspección General de Justicia pueden ser irreparables, como es el apercibimiento con publicidad o la inhabilitación temporaria o definitiva. Contra estas decisiones u otras que afecten la confianza de los copropietarios en la seriedad y corrección de cualquiera de los órganos activos, puede plantearse el pertinente recurso en defensa de los legítimos intereses en juego. Las decisiones que no causen perjuicio irreparable no pueden ser motivo de apelación, siendo obligatorio su acatamiento pues ni la ley ni el decreto reglamentario contemplan otra instancia. Sin embargo podría darse el caso que alguno de los órganos activos no acatara una resolución que por su carácter no fuera apelable en las condiciones antes indicadas. En este evento, consideramos que correspondería que la Inspección General de Justicia promoviera la aplicación de las multas contempladas en el art. 39 de la ley, ante los jueces de primera instancia en lo penal económico de la Capital Federal, o de las provincias.-

e) Sanciones.

"... si la sociedad gerente o el depositario no proporcionare en término las informaciones exigidas por la presente reglamentación, o manifiestamente tendieren a dilatar o dificultar el normal trámite o de cualquier otra forma impidieron o entorpecieron la fiscalización establecida, o transgredieron las disposiciones de la ley o de la reglamentación, la Inspección General de Justicia podrá aplicar las siguientes sanciones: a) apercibimiento, b) apercibimiento con publicidad".-

El apercibimiento originado en el entorpecimiento premeditado a las funciones de fiscalización de la Inspección General de Justicia, es una

sanción menor que puede ser acompañada de multa. Lo que consideramos excesivo es que por los mismos hechos, pueda llegarse al apercibimiento con publicidad, pues una publicidad de tal tipo tiende al desprestigio de la entidad, y consiguientemente del fondo. La propiedad o posesión de los fondos se basa en la confianza o desconfianza que inspiren al público inversor, y si la autoridad de control hace público un apercibimiento en el que se indique que existen procedimientos incorrectos por parte de alguno de los órganos, la consecuencia natural es el desprestigio o la duda sobre la gestión del mismo, y la posibilidad de una corrida de rescates. Un hecho de tal carácter puede afectar por muchos años la vida de un fondo, y en cierto sentido puede tener más trascendencia que la inhabilitación temporal que contempla el decreto, con restricciones limitadas a su actuación.-

#### Inhabilitación

"En los casos de reincidencia de la sociedad gerente, o en los casos que por su gravedad se considere justificado, la Inspección General de Justicia podrá inhabilitarla para actuar por un tiempo determinado, o definitivamente. Cabe también se declare inhabilitado para actuar al depositario que hubiere incurrido en las faltas puntualizadas precedentemente. En ambos supuestos será aplicable a lo que correspondiere, lo dispuesto en el artículo 26 del presente reglamento" (D.R. art. 34).-

La ley establece que los jueces de primera instancia en lo penal económico o en lo federal pueden ordenar el cese temporal o definitivo de las entidades infractoras, y el decreto reglamentario también da esta facultad a la Inspección General de Justicia, lo que consideramos improcedente. De todas maneras en la práctica, la Inspección General de Justicia no va a poder disponer el cese de las actividades de las entidades infractoras, por cuanto una resolución de éste tipo razonablemente será apelada, y quién decidirá en definitiva en ésta circunstancia, será la Cámara Federal de Apelaciones. Es decir que por

vía de la ley serán los jueces de primera instancia en lo penal económico de la Capital Federal, o los jueces federales de primera instancia en las provincias, los que aplicarán la sanción, y por vía del decreto reglamentario será la Cámara Federal de Apelaciones.-

Cumplidas todas las instancias, y decretada la inhabilitación de uno de los órganos, el órgano no sancionado propondrá el sustituto de acuerdo con lo que disponga el reglamento de gestión, y si esto no se cumpliera en el plazo que fije la Inspección General de Justicia, ésta "podrá adoptar las medidas en resguardo de los intereses de los copropietarios, incluso el retiro de la autorización para operar" (D.R. art. 26).-

"En el caso de que uno de los órganos activos del fondo hubiere dejado de reunir los requisitos que establece la ley, la Inspección General de Justicia lo intimará a regularizar su situación en el plazo que al efecto se fije. Si así no sucediere, lo declarará inhabilitado para actuar, procediéndose "se en consecuencia de conformidad con lo establecido en los arts. 5 y 26 de "este reglamento" (D.R. art. 34). La carencia de los requisitos exigidos por la ley, produce "de jure" la incapacidad para actuar y consecuentemente, de acuerdo con lo que disponga el reglamento de gestión procederá su sustitución aplicando las normas del decreto reglamentario.-

f) Multas.

"Cada una de las infracciones a las disposiciones de la presente ley, serán reprimidas con pena 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" (ley art. 39).-

El procedimiento como se ha indicado antes puede también ser promovido por la Inspección General de Justicia.-

Son posibles de las multas ambos órganos activos del fondo, pero no alcanzan a los directores, aún cuando los directores de la sociedad gerante son solidariamente responsables de los perjuicios que ocasionen a los copropietarios por incumplimiento de la ley o del reglamento de gestión. El síndico también sería posible de multa por el incumplimiento de sus obligaciones legales.-

Las empresas que no estén autorizadas a funcionar como órganos de fondos comunes de inversión y que usen las denominaciones establecidas en la ley serán sancionadas con las multas del art. 39.-

### 3) Sanciones penales.

"Las sanciones precedentemente reglamentadas no impedirán las de orden penal que puedan corresponder de acuerdo con las leyes generales, a cuyo efecto se dará, en su caso, intervención al Ministerio Fiscal" (D.R. art. 34). Independientemente de las penas pecuniarias, las infracciones cometidas pueden configurar otros delitos que caigan dentro del Código Penal, y procederá que las actuaciones se prosigan en dicho fuero.-

**IX - REGIMEN IMPOSITIVO**

27 - TRAMITE LEGISLATIVO DEL FONDO COMUN

El propósito de fomentar las inversiones populares, por su significación social y económica, ha llevado a la mayoría de las legislaciones de estado de todo el mundo a los fondos comunes. La amplitud de las exenciones es variable, abarcando algunos casos la totalidad de las ganancias, en otros solamente las rentas de las inversiones y no las utilidades por venta de valores, y en los países de régimen federal, los estados o provincias adoptan distintos criterios por las operaciones que se realizan en su territorio.-

Legislación nacional.

El artículo 26 de la ley dice que "Los beneficios periódicos o eventuales de cualquier clase obtenidos por los fondos comunes de inversión se hallarán exentos de todo impuesto", y el artículo 28 que "no se les aplicarán tasas ni impuestos diferenciales".-

Dentro del actual ordenamiento impositivo, las disposiciones de los estados, implican exenciones, pero siguen siendo aplicables otros impuestos como veremos.-

Los impuestos existentes son:

- a) Impuestos a los réditos: Las utilidades de un fondo tienen su origen en renta de acciones, utilidades de la compra-venta de acciones, utilidades por la venta de cupones de suscripción o dividendo y renta de colocaciones en cuentas corrientes bancarias que abonen intereses. Las rentas de acciones, por el actual mecanismo de liquidación del impuesto a los réditos, no est n sujetas al impuesto, pero por los otros conceptos sólo abona el impuesto. La ley al declarar que cualquier clase de beneficios est  exento, desgrava totalmente a los fondos del cargo del impuesto a los réditos.-
- b) Impuesto a los beneficios extraordinarios. Dada la amplitud de la disposición legal, también queda fuera del ámbito de aplicación de éste impuesto. Este impuesto ha sido suspendido a partir del año 1962, hasta 1964.-
- c) Impuesto a las ganancias eventuales: Este impuesto, que en determinados períodos grav  los resultados de las operaciones en acciones, en la actualidad los ha

desgravado. Si la legislación se volviera a modificar, como sucedió en varias oportunidades, no sería aplicable a los fondos de inversión, por cuanto todas sus operaciones, por la amplitud de la exención dispuesta por el artículo 26, están exentas.-

c) Impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes: Este impuesto grava con el 3% el capital. Lo dispuesto por la ley sobre este impuesto, exige solamente al tenedor de los certificados; con lo que se llega a un sistema análogo al de las acciones, en que la sociedad anónima abona el impuesto y los tenedores están exentos. Los activos gravados al fin de cada período anual, serían todos los fondos en efectivo o en bancos y los créditos originados en ventas de acciones o cupones, deducidas las deudas provenientes de compras o de suscripciones de acciones a plazo. La ley no ha desgravado a los fondos de éste impuesto, pero el Decreto N° 3804 del 13 de mayo de 1963, que reglamenta la ley 17.540 del Impuesto Sustitutivo del Gravamen a la Transmisión Gratuita de Bienes en el artículo 2° dice: "Acólase que los Fondos Comunes de Inversión "constituidos conforme a la ley N° 15.885, no se encuentran alcanzados por el "gravamen", con lo que por vía del decreto reglamentario del Poder Ejecutivo ha modificado la ley respectiva creando una exención no legislada.-

En la vía de los hechos, ya que el Poder Ejecutivo es encargado de la recaudación de los impuestos, el gravamen en consideración no será recabado ni exigido a los fondos comunes, pero la modificación del Decreto mencionado, deberá tener la vigencia automática de la ley y consecuentemente el cargo a los Fondos Comunes.-

#### Legislación provincial.

Queda a la ley en cuanto a las facultades impositivas de las provincias, por lo cual deben considerarse vigentes en su totalidad. Entre los impuestos que merecen especial consideración están los siguientes:

- a) Impuesto de sellos: Todas las operaciones que se realicen vinculadas con la gestión del fondo, deben pagar este impuesto y la de más corriente trámite, que se refiere a la compraventa bursátil, abona en todos los casos el impuesto.-
- b) Impuesto a las actividades lucrativas: Este impuesto que tiene difusión nacional, y que es recabado por las provincias o municipalidades en forma circ-

ta, gravar todos los ingresos que perciban las empresas que actúen en sus respectivas jurisdicciones. Cada tipo de ingreso tiene un tratamiento distinto de acuerdo con la política impositiva local, teniendo distintas tasas las ventas de acciones, las cobranzas de dividendos o de intereses, y es independiente de que las operaciones originen utilidades o quebrantos. Se liquida anualmente en base a una declaración jurada del monto total operado en el ejercicio inmediato anterior, por lo que, considerando que al determinar el valor diario de la cuota parte deben considerarse los pasivos ciertos o mediatos, tienen que practicarse las reservas pertinentes de éste impuesto.-

La reserva a practicar debe alejarse de lo que es norma en los estados contables de las sociedades, que consiste en calcular el impuesto sobre el monto operado en el ejercicio anterior, prescindiendo que en el ejercicio de la liquidación los ingresos sean substancialmente superiores o inferiores a équel. La determinación del valor de la cuota parte obliga a la mayor exactitud en cuanto a los conceptos a considerar, y una reserva liquidada sin considerar las alteraciones de los ingresos puede dar origen a errores importantes.-

El siguiente cuadro, se confecciona para analizar las diferencias presuntas para los años 1961, 1962 y 1963, considerando ingresos globales sin discriminar conceptos, y a la tasa general del 9%, aplicable en la Capital Federal.

| Año    | Ingresos brutos | Impuesto a pagar en el año | Reserva complementaria a considerar |
|--------|-----------------|----------------------------|-------------------------------------|
| - 1960 | 500.000.-       | .-                         | .-                                  |
| 1961   | 1.000.000.-     | 4.500.-                    | 4.500.-                             |
| 1962   | 5.000.000.-     | 9.000.-                    | 36.000.-                            |
| 1963   | 2.000.000.-     | 45.000.-                   | .-                                  |
| 1964   | .-              | 18.000.-                   | .-                                  |

Si la reserva no se practica, se dará la circunstancia en el año 1962, que los nuevos suscriptores de certificados pagarán un valor superior al real por no haber sido o leuda la deuda potencial del fondo y correlativamente los tenedores que rescaten los certificados estarán recibiendo un valor superior al real. Posiblemente en un fondo estabilizado, con ingreso sin mayo-

res alteraciones, las diferencias de impuesto de un ejercicio con otro pueden carecer de significación, pero en los casos como los actuales de grandes altibajos bursátiles y ausencia de dividendos, debe prestarse atención a la incidencia de éste impuesto.-

Situación impositiva de la sociedad gerente.

Todas las exenciones contempladas por la ley se refieren por una parte al fondo y por la otra a los tenedores de certificados. En consecuencia, la sociedad gerente está sujeta a todos los impuestos nacionales y provinciales que gravan la actividad específica que desarrollan y sus utilidades.-

28 - TRATAMIENTO IMPUNITIVO A TITULARES DE CERTIFICADOSImpuesto a los Réditos.

Con el mismo criterio con que se exime a los fondos también es procedente la exención a los tenedores de certificados por las rentas que reciban y en tal sentido, el artículo 27 de la ley dice que "La exención comprende las utilidades distribuidas a los tenedores de certificados, quienes no est n obligados a incluirlas en sus liquidaciones fiscales, a los efectos de las tasas adicionales progresivas que pudiesen recaer sobre sus otros beneficios".- Aun cuando no lo menciona expresamente, la exención se refiere expresamente al impuesto a los réditos, y al respecto caben las siguientes consideraciones:

Las utilidades provenientes de rentas de acciones, por la mecánica actual del impuesto estaban exentas, por lo cual en este sentido no hay modificación. Pero los fondos pueden tener otras utilidades, como son las provenientes de ventas de acciones, cupones o intereses, y con respecto a estas sí se produce una real desgravación, pues salvo los gastos de gestión del fondo, llegan netas al tenedor de certificados. La aclaración de que no est n obligados a incluirlas en las declaraciones de réditos completa el mecanismo de exención, pues su cómputo, aún cuando estuviere desgravado en sí mismo, significaría elevar la tasa general de impuestos del contribuyente.-

Nada dice en cambio la ley sobre las utilidades o quebrantos originados por el rescate de los certificados, por lo cual debe considerarse que la misma est  exenta del impuesto a los réditos, para aquéllas personas que no hagan profesión habitual de la compraventa de valores mobiliarios, pero que son gravables para los que actúan con dicha habitualidad, y para las sociedades financieras. En cuanto a las sociedades financieras que tienen en su patrimonio certificados de fondos como pueden ser las mismas sociedades gerentes, entendi rs que el ingreso a su patrimonio de las cuotas partes provenientes del cobro de

dividendos del fondo en certificados, debe hacerse al valor de la cuota parte del dividendo, pues en caso contrario se estaría dando una utilidad superior a la real.-

Impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes.

El artículo 29 de la ley, al establecer que "Los certificados emitidos por los fondos de inversión, quedan incluidos en el régimen del impuesto sustitutivo del gravamen a la transmisión gratuita de bienes", los equipara al vigente para las acciones, en el sentido que no deben ser considerados en la liquidación del impuesto a la transmisión gratuita de bienes. Dentro del régimen impositivo nacional, la disposición indicada es natural, y en tal sentido las legislaciones provinciales deberán ajustarse así como ya lo han hecho en relación con el tratamiento de las acciones.-

**X - LAS INVERSIONES**

29 - CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES

"Se considera Fondo Seguro de Inversión el patrimonio integrado por valores mobiliarios y dinero ..." (ley art. 1). "El reglamento de gestión deberá especificar: a) Plazo que se adoptará en serer l para la inversión de los bienes de o de fondo". (ley art. 12 inc. a).-

Con lo expuesto está definido el destino de las inversiones, que deben ser en valores mobiliarios. Las tenencias de dinero responden a las necesidades de liquidez que debe tener el fondo, tanto para atender rescates o compras, y en general se estabilizan en cifras que, salvo circunstancias excepcionales no varían grandemente.-

1) Valores Mobiliarios.

"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 50% de dichas inversiones corresponderá emisores con balances aprobados durante tres años por lo menos,
- c) El 75% por ciento, como mínimo, será invertido en valores mobiliarios que coticen en bolsas o mercados de valores del país" (ley art. 22).-

La liquidez permanente del fondo es una de las bases en que se fundamenta su desarrollo, así como la certeza que el precio de suscripción y de rescate responden a los valores reales del activo. La evolución natural en la historia de los fondos demostró que invirtiendo en valores que se cotizaban normalmente en bolsa estas dos circunstancias pueden conseguirse, y las leyes que rigen los fondos de inversión han hecho obligatorio y exclusivo, este tipo de inversión.-

La legislación argentina ha adoptado la experiencia extranjera y también dispone la obligatoriedad de invertir en valores mobiliarios que se coticen en bolsas. Sin embargo, para que un fondo argentino tenga permanente liquidez tiene que ser muy cauto en sus inversiones, ya que en el Mercado de Valores de Buenos Aires que es el más importante del país alrededor de 30 acciones tienen un mercado permanente y de magnitud. El resto de las acciones tienen operaciones de relativamente poco monto y algunas no cotizan durante largos períodos. Considerando que en la actualidad existen más de 600 sociedades que tienen autorizada la cotización de sus acciones, las que ofrecen permanente seguridad de liquidez son relativamente pocas. Incluso, una presión vendedora o compradora en las acciones de mercado limitado puede producir rápidas alzas o bajas, que no responden al verdadero valor de la acción.-

Las acciones de mercado permanente son las que tienen un capital en bolsa superior a los 1000 millones de pesos, y estas son un número reducido. En la actualidad se cotizan acciones de sociedades cuyos capitales oscilan hasta los 300 millones de pesos; de este capital, una parte importante no es ofrecido en venta pues representa el grupo de control, por lo que el que efectivamente se mueve en bolsa es una cantidad mucho menor, y si a esto añadimos que el Banco de Crédito Industrial en los últimos tiempos ha sido un importante comprador de las acciones de varias de estas sociedades, para colocar los fondos que recibe en sus cuentas de Participación en Valores Mobiliarios, y que por su forma de operar no es normalmente vendedor de esas acciones, se constata el poco mercado real que tienen algunas acciones.-

La inversión en valores mobiliarios, comprende las acciones, ordinarias, preferidas o privilegiadas; los títulos públicos nacionales provinciales o municipales; los debenturas, los bonos, etc.-

## 2) Valores mobiliario, extranjeros.

Del total de las inversiones en valores mobiliarios, el 75% debe corresponder a valores que coticen en bolsas del país, y el 25% restante puede ser invertido en valores que se coticen en bolsas extranjeras. En la legislación suiza, norteamericana, y francesa, entre otras, existe mayor liberalidad en este sentido, y responde en parte a la mayor liquidez financiera existente en estos países. Así tenemos que en Suiza existen el South Africa Trust Fund, que solo invierte en sociedades que actúan en esa región, la America Canadá Trust Fund, que invierte en ambos países; en Alemania la Unión Investment Gesellschaft, uno de cuyos fondos, el Uniform, se compone, de acciones francesas y el otro el Uscofund que se compone de valores extranjeros; en Francia, la Societe de Placements Selectionnes en France et a l'etranger, la Compagnie D'Investissement en France et a l'etranger C.I.F.E., en EE.UU, el Eurofund, International Investors, etc., que tienen más del 50% de su cartera en valores extranjeros.-

En nuestro país es natural que se haya puesto cierta limitación a la inversión en valores extranjeros, pues dada la inestabilidad monetaria que ha soportado, los fondos comunes, podrían convertirse en una vía de exportación de capitales, contrariando la gran necesidad de fomentar la capitalización propia del país.-

30 - ASESORAMIENTO DE LA INVERSIÓN

El eje de la prosperidad de un fondo está en la correcta selección de los valores que se adquieren.-

Decidir sobre cuáles son las empresas en las cuales es más conveniente invertir, es labor de especialistas, que no solo deben conocer las técnicas de interpretación de balances, sino que tienen que tener un claro panorama de la economía del país, de los distintos ramos e industrias, y llegar a las mejores empresas indagando la calidad de su directorio, las formas de operar, los planes futuros, la estructura de su personal, etc. Realizados estos análisis, debe decidirse el momento oportuno de la compra, lo que es una resultante de muchos años de experiencia. Adquirido un valor, el estudio debe continuar realizándose permanentemente pues en la cambiante vida de las empresas, los factores favorables pueden haber desaparecido, y concretarse la conveniencia de la realización del mismo.-

Más allá alejado de un buen asesoramiento que el pensamiento especulativo. Las inversiones deben ser planeadas en función del tiempo, de períodos amplios en los cuales lógicamente se pueden cumplir los tres aspectos básicos de una inversión, que son: a) mantener a largo término el poder de compra del capital invertido; b) percibir una renta razonable, y c) esperar un aumento en el tiempo del capital y la renta.-

Poder decidir lo brevemente expuesto, requiere permanente dedicación y estudio, y también disponer de medios económicos para poder hacerlo. En nuestro país hay muy pocas organizaciones que pueden hacerlo; salvo una minoría, los comisionistas de bolsa no tienen ni la capacidad ni los medios para hacerlo; los inversores muchas veces hasta desconocen los balances, lo que demuestra la necesidad del asesoramiento. Aparentemente esto general desconocimiento no es solo de nuestra plaza bursátil, pues en encuestas de la bolsa de Nueva York,

se constató el desconocimiento de la mayoría de los inversores sobre los productos que fabricaban las empresas de que eran accionistas, y esto sucedía en algunos casos hasta con los accionistas de bolsa.-

La bolsa de Buenos Aires, ha sufrido en los últimos años una gran caída, pero no todos los valores han caído en la misma medida, y las alteraciones que se han producido son elocuentes como véase los.

| Empresa (1)             | 1960<br>Cotización<br>Máxima | 1963<br>Cotización de<br>fin al 2/8 | Porcentaje del va-<br>lor 2/8 en rela-<br>ción con 1960. |
|-------------------------|------------------------------|-------------------------------------|--|
| Acindar                 | 570                          | 168                                 | 29   |
| Alpargatas              | 390                          | 217                                 | 55   |
| Astra                   | 1.480                        | 156                                 | 10   |
| Atanor                  | 730                          | 140                                 | 19   |
| Barco Italia            | 980                          | 380                                 | 38   |
| Casa Muñoz              | 405                          | 350                                 | 86   |
| Celulosa Argentina      | 337                          | 136                                 | 40   |
| Cordonesá Argentina     | 210+                         | 287                                 | 130  |
| Febril Financiera       | 396                          | 102                                 | 25   |
| Holytego                | 700                          | 230                                 | 32   |
| Industrias Pirelli      | 950                          | 345                                 | 36   |
| Ing. S.A. Tab. cal      | 800                          | 495                                 | 61   |
| Kaiser                  | 250                          | 95                                  | 38   |
| Ledesma                 | 900                          | 233                                 | 25   |
| Magnasco                | 570                          | 205                                 | 35   |
| Molinos Río de la Plata | 750                          | 265                                 | 35   |
| Papelera Argentina      | 300                          | 105                                 | 35   |
| Particular              | 1.000                        | 418                                 | 41   |
| Patagonia               | 560                          | 94                                  | 16   |
| San Pablo               | 335                          | 275                                 | 82   |
| Siam Neg.               | 590                          | 103                                 | 17   |

+Esta empresa empezó a cotizar en Bolsa en el mes de agosto de 1961.-

Otro análisis de períodos más breves confirma la distorsión que se produce en los precios.

| Acciones (1)  | Precio<br>al<br>31/5/1962 | Precio<br>al<br>31/5/1962 | Precio<br>al<br>2/ 1/1963 | Precio<br>al<br>30/5/1963 | Var. Porcent. de<br>precios del 2/1,<br>1963 al 30/5/63 |
|---------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---|
| Acindar       | 496                       | 200                       | 102                       | 84                        | 17,6  |
| Acinifer      | 197                       | 104                       | 50                        | 43                        | 14,0  |
| Alpargatas    | 308                       | 205                       | 167                       | 180                       | 7,8   |
| Astra         | 1.070                     | 320                       | 190                       | 188                       | 0,1   |
| Atanor        | 430                       | 123                       | 77                        | 108                       | 40,2  |
| Campomar      | 352                       | 130                       | 82                        | 97                        | 18,3  |
| Cantábrica    | 187                       | 85                        | 52                        | 63                        | 21,1  |
| Celulosa      | 208                       | 139                       | 89                        | 90                        | 0,1   |
| Del Atlántico | 134                       | 103                       | 49                        | 75                        | 53,1  |
| Estrada       | 160                       | 98                        | 60                        | 60                        | -   |
| Fabril        | 214                       | 98                        | 70                        | 68                        | 2,8   |
| Forti         | 168                       | 80                        | 71                        | 73                        | 2,8   |
| Carovaglio    | 160                       | 72                        | 38                        | 52                        | 36,3  |
| Globo         | 91                        | 56                        | 45                        | 47,50                     | 5,5   |
| Goffre        | 223                       | 85                        | 47                        | 51                        | 8,5   |
| Iggen         | 400                       | 165                       | 116                       | 100                       | 13,8  |
| Ipako         | 95                        | 87                        | 99                        | 129                       | 30,3  |
| Jabón Federal | 129                       | 94                        | 73                        | 89                        | 21,9  |
| Kaiser        | 207                       | 117                       | 72                        | 58                        | 19,4  |
| Kraft         | 225                       | 157                       | 74                        | 61                        | 9,4   |
| Ledesma       | 395                       | 218                       | 151                       | 148                       | 2,0   |
| Magnasco      | 433                       | 240                       | 166                       | 150                       | 9,6   |

En las bolsas de todo el mundo sucede lo mismo, comprobándose que determinadas acciones suben mientras en el mismo período otras bajan. No estudiar las inversiones a largo plazo, es dejar librado al azar los resultados de las operaciones bursátiles. El inversor pequeño o mediano no tiene la capacidad ni los medios financieros para poder hacer frente al gasto que demanda el análisis de la correcta inversión, y esta es una de las principales finalidades de los fondos mutuos de inversión.-

De acuerdo con la ley argentina, está a cargo de la sociedad geren

te decidir la política de inversiones, y en general así actúan los fondos nacionales, aún cuando algunos no estén debidamente organizados para esta tarea. En los Estados Unidos las Sociedades de Inversión contratan con empresas asesoras, la prestación del servicio, en base a una retribución que en general se liquida sobre el monto del activo neto. Como anexo N° 1 se transcribe un contrato de administración que incluye el asesoramiento en las inversiones, que de acuerdo con los otros analizados, tiene las características de contrato tipo.-

**XI - ORGANIZACION DE LA COLOCACION DE CERTIFICADOS**

31 - PUBLICIDAD PROMOCIONAL

"La publicidad y anuncio que practiquen los fondos con carácter "de propaganda deberán ajustarse a normas de seriedad, no pudiendo con- "tener afirmaciones o promesas engañosas, y en ningún caso podrán asegu- "rar ni garantizar los resultados de la inversión" (ley art. 35). "Queda "prohibida toda publicidad que permita suponer la existencia de una in- "tervención, contralor o garantía estatal de alcance distinto al previs- "to en la ley y en este reglamento" (D.R. art. 28).-

El sistema de los fondos de inversión tiene las grandes ventajas económicas y sociales que anteriormente se han considerado, pero en la medida en que los suscriptores sean defraudados por informaciones aleja- das del verdadero valor del sistema, la desilusión y el desconcepto pue- den afectar su prosperidad. No tenemos dudas sobre el éxito final de es- te tipo de inversión, por lo que los errores que cometan las sociedades gerentes, los perjuicios que puedan ocasionar a los cuota partistas o in- cluso los engaños en que los induzcan no van a lesionar decisivamente su vitalidad, pero se requiere una norma legal que imponga principios éticos a la publicidad promocional.-

En el extranjero, se han producido muchos excesos en este sentido, y en la corta vida de los fondos de nuestro país, también se ha visto alguna publicidad engañosa. En el período de auge bursátil del año 1960, y en el reciente de 1962, algunas compañías han anunciado que en lapsos de 3 a 4 meses, los fondos arrojaron utilidades por vía de valorización de la cartera, de elevadísimos porcentajes, lo que induce a error, a los inversores, y los convierte en detractores tan pronto como constatan la falacia de las cifras de utilidad.-

En los E.U.U. se ha creado tendencia a encauzar los tipos de publicidad y de actuación de las empresas vendedoras de acciones de Investment Companies, la National Association of Securities Dealers, la que ha establecido un conjunto de normas publicitarias a las que deben ajustarse todas las empresas y vendedores, y que entre otras cosas realiza una publicidad institucional que beneficia a todas las empresas por igual. "Desde el 1º de Octubre de 1950, el material de promoción de ventas y los informes a los accionistas deben adecuarse al "Informe sobre Política" emitido por la "Securities and Exchange Commission. El informe, que fue preparado con la colaboración de la National Association of Securities Dealers, tiene el objeto de aconsejar a "las compañías de inversión, y sus suscriptores, así como a los vendedores de inversiones, el tipo de publicidad y ventas y la literatura "de venta que puede no ajustarse a las normas estatutarias. Como parte "de su función de auto regulación, la National Association of Securities "Dealers continúa colaborando con la Securities and Exchange Commission "en la aplicación del Informe sobre Política. La publicidad y la literatura de venta, publicada por los miembros debe ser enviada a la Association, la que la examina para darle la conformidad". (Wiesenberg, "Arthur Investment Companies - Arthur Wiesenberg & Co. N.Y. 1957 pgs. 92/93

Las restricciones sobre publicidad están orientadas tanto al aspecto económico, en el sentido que no puede mencionarse utilidades mínimas e incluso seguras, ni tampoco la permanencia del capital en razón de las eventuales caídas bursátiles, como tampoco un controlador gubernamental más amplio que el que establecen las normas legales.-

32 - COLOCACION DE TITULAS PARTES

La perdurabilidad y desarrollo de los fondos de inversión está relacionado con la calidad de la organización de ventas que lo promueve. Dadas las condiciones de calidad en la dirección, buena selección de la cartera y situación bursátil estable, hay que vender los certificados, y para hacerlo la sociedad gerente debe tomar las providencias pertinentes. La organización de ventas puede encargarla directamente la sociedad gerente o delegarla en otra empresa que cumpla tal función. En los EE.UU. la colocación siempre es delegada en otra empresa distinta de la Investment Company, ya que no hacerlo así significaría hacer incidir en esta los riesgos y gastos propios de una organización que inicialmente siempre es deficitaria. La empresa en quién se delega la colocación de las acciones es designada como el Distribuidor, y como Anexo N° 3 se acompaña la traducción de un contrato de distribución de acciones. La magnitud que llegan a tener las empresas vendedoras es extraordinaria; Investors Diversified Services, Inc. que tiene a su cargo la distribución de las acciones de varias compañías de inversión de un mismo grupo, tiene 3300 representantes en el territorio de EE.UU., siendo estos representantes, sociedades que actúan en áreas determinadas y producen una evolución de efectivo semanal cuyo promedio es de millones de dólares.-

Estas compañías, cumplen también la función de suscriptores de los fondos, con la siguiente función: Cuando un vendedor realiza una operación comunica cablegráficamente la operación realizada al precio del día, el Distribuidor, que cumple la función de (underwriter) suscriptor, abona el valor de las acciones vendidas al depositario, quedando la operación en firme para la sociedad de inversión; dentro de los 10 días hábiles, el vendedor debe girarle el importe correspondiente, y contra el mismo, el suscriptor le envía las correspondientes acciones.-

La forma de operar de los vendedores se basa en las normas de la National Association of Securities Dealers, que son obligatorias para todos los que se dedican a la venta de acciones de compañías de inversión, y a las cuales se ajustan aunque no obligatoriamente sino por principios exigidos por los propios distribuidores principales, los vendedores de dichas acciones fuera de los EE.UU.-

Los contratos de representación son redactados conteniendo cláusulas con disposiciones análogas en todas las compañías.-

Es decir, que la Sociedad de Inversión, delega en el Distribuidor mediante contrato escrito, la colocación de sus acciones, y este celebra distintos contratos con los representantes que actuarán bajo sus directivas para la venta de dichas acciones en las diferentes zonas.-

El contrato con el distribuidor incluye la forma en que se informará al distribuidor los precios de venta de las acciones, la remuneración que percibirá y la forma de entrega de los certificados. La literatura de venta deberá ser previamente aprobada por la Sociedad de Inversión, la que se exime de toda responsabilidad por cualquier información emanada del Distribuidor que no fuera previamente aprobada. Los gastos de la literatura de venta, autorizaciones legales para operar en los distintos estados, y los honorarios que pudieran producirse son a cargo del distribuidor, así como todos los gastos generales y propios de las operaciones de venta. Estos contratos son por períodos breves y deben ser aprobados por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión o por la Asamblea de Accionistas.-

Normalmente las Sociedades de Inversión contratan la distribución con la misma empresa con la que han realizado el contrato de Administración y Asesoramiento. Esto se debe a que los grupos que dan origen a las sociedades de inversión son las empresas de asesoramiento de inversiones, y por la influencia que tienen, ya sea en la formación del capital de la Sociedad de Inversión o por la calidad de sus servicios, estos contratos se renuevan siempre. No obstante, la ley de 1940 establece disposiciones mediante las cuales una mayoría de accionistas puede cambiar tanto de asesores de inversión como de distribuidor, y esto es factible que suceda en la medida que el fondo haya tenido un gran crecimiento, y que la mayoría de los accionistas considere que los asesores no están prestando la calidad de servicios requerida. Esta es una ventaja de enorme importancia que tienen las sociedades de inversión sobre los fondos mutuos, en los que el inversor está legalmente imposibilitado para poder influir en la dirección de las inversiones.-

La legislación argentina contempla que el distribuidor de los fondos sea también la sociedad gerente, pero posiblemente la práctica demuestre la conveniencia que esta función será realizada por una entidad separada aunque económicamente y la dirección responde al mismo grupo, y de tal forma ya están actuando algunos fondos.-

En la República Argentina, la venta de certificados tratase también con el poco conocimiento que tiene la gran masa de la población del sentido de las inversiones bursátiles, por lo que la venta tiene que contemplar la instrucción a la población sobre este nuevo tipo de inversión.-

La iniciación de la actividad de los fondos en nuestro país, ha sido relativamente poco exitosa hasta la fecha, en gran parte ocasionada en la tremenda caída de los valores bursátiles, y el clima de inseguridad y depresión económica que se ha sufrido desde que los primeros aparecieron en plaza. La colocación de certificados y las organizaciones de ventas que se crearon a tal fin han dado poco resultado y en parte se desintegran por la escasez de mercado, pero paulatinamente se está reestructurando, y ya se ven algunos fondos que tienen crecimiento positivos, no solo por el valor de las carteras, originado en las subas bursátiles, sino también por el número de certificados que se emiten.-

Es de desear que las circunstancias favorables que en este momento se vislumbran, permitan para facilitar el afianzamiento de esta reciente institución de inversión.-

CONTRATO DE ADMINISTRACION

Contrato de administravi6n celebrado el 5 de marzo de 1957 entre el Chemical Fund Inc., sociedad de Delaware (en adelante denominada la "Sociedad de Inversi6n") y F. Eberstadt y Co. Inc., ADMINISTRADOR Y DISTRIBUIDOR del Chemical Fund, Inc., sociedad de Delaware (en adelante denominado el Administrador)-

Considerando que la Sociedad de Inversi6n ha sido organizada con el prop6sito de invertir sus fondos en valores qu6micos y del gobierno y desea aprovechar para ello de la experiencia, fuentes de informaci6n, asesoramiento, ayuda y facilidades disponibles del Administrador y contar con la ejecuci6n por el Administrador de los distintos servicios de administraci6n, estadísticas, contabilidad y empleados; y el administrador desea proveer ese asesoramiento, facilidades y servicios en los t6rminos y condiciones establecidos m6s adelante.-

Por consiguiente, en consideraci6n a las premisas y conveniencias mutuas contenidas en el presente, se conviene lo siguiente:

1. La Sociedad de Inversi6n deber6 en todo momento tener completamente informado al Administrador, con respecto a los valores de su propiedad, los fondos disponibles o que ser6n disponibles para invertir y en general en cuanto a las condiciones de sus negocios. Deber6 proveer al Administrador con una copia certificada de todos los estados financieros, y una copia firmada de cada informe preparado por contadores p6blicos y con aquellas otras informaciones relacionadas con sus negocios que el Administrador pueda de tiempo en tiempo, razonablemente requerir.-

2. El Administrador proveer6 a la Junta de Directores y funcionarios de la Sociedad de Inversi6n, asesoramiento y recomendaciones con respecto a la adquisici6n por compra, canje, suscripci6n u otra forma la tenencia y disposici6n mediante venta, canje u otra forma, de valores y asesoramiento y recomendaciones con respecto a otros aspectos de los negocios y operaciones de la Sociedad de Inversi6n; y deber6, sujeto a la Junta de Directores de la Sociedad de Inversi6n, administrar y supervisar los negocios y operaciones de la Sociedad de Inversi6n.

3. El administrador proveer6 a la Junta de Directores y funcionarios de la Sociedad de Inversi6n con toda la informaci6n estadística razonablemente requerida por ellos y razonablemente disponible por el Administrador; proveer6 a la Sociedad de Inversi6n con una oficina y con los correspondientes servicios de dependientes y contaduría a esa oficina; y autorizar6 y permitir6 a cualquiera de sus directores, funcionarios y empleados, que pueden ser elegidos como directores o funcionarios de la Sociedad de Inversi6n, servir en la calidad en que fueron elegidos. Todos los servicios a ser cumplidos por el Administrador bajo este contrato pueden ser cumplidos por medio de cualquiera de esos directores, funcionarios o empleados del Administrador.-

4. Ningún Director, funcionario o empleado de la Sociedad de Inversión recibirá de la Sociedad de Inversión ningún salario u otra compensación por el carácter de director, funcionario o empleado mientras el sea a la vez director, funcionario o empleado del Administrador. Este párrafo no se aplicará a consultores y otras personas que no son miembros regulares del Consejo administrativo del Administrador.-

5. Como compensación de los servicios cumplidos, y las facilidades previstas por el Administrador, incluidos los servicios de cualquier consultor empleado por el Administrador, vigente al 1 de enero de 1956, la sociedad de Inversión pagará al Administrador sujeto a las provisiones del párrafo 6 siguiente, tan puntualmente como sea posible después de los últimos días de marzo, junio, setiembre y diciembre, un honorario trimestral, de acuerdo con las siguientes tasas del promedio diario de activo neto, de la Sociedad de Inversión durante los tres meses que finalizaron en dichos días :

- 1/2 de 1% por año sobre los primeros \$ 75.000.000 u/s del promedio de activo neto
- 3/8 de 1% por año sobre los siguientes u\$s 50.000.000 del promedio diario de activo neto
- 1/4 de 1% por año en el excedente de u\$s 125.000.000 de promedio diario de activo neto.-

El primer pago será hecho tan pronto como sea posible después del 31 de marzo de 1956, y constituirá el pago completo de los honorarios debidos al Administrador por el trimestre terminado en esa fecha. Si este contrato es terminado en cualquier fecha que no sea el último día de un trimestre, este honorario será pagado tan pronto como sea posible después de la fecha de terminación; se basará en el promedio diario de activo neto de la Sociedad de Inversión en el período comprendido entre el principio de ese trimestre hasta la fecha de terminación, y será esa proporción de ese promedio diario de activo neto como el número de días comerciales en ese período sobrelleva el número de días comerciales en ese trimestre. El promedio diario del activo neto de la Sociedad de Inversión deberá basarse en todos los casos solo en días comerciales y ser computado al momento del cierre del New York Stock Exchange. Cada uno de esos pagos será acompañado por un informe de la Sociedad de Inversión o por una reputada firma de Contadores Públicos el que mostrará el monto correctamente pagable al Administrador bajo éste contrato y el cómputo detallado de ello.-

6. Será deducido de cada suma de otro modo pagadera al Administrador bajo el anterior párrafo 5 y pagada por la Sociedad de Inversión, una suma igual a (a) la compensación pagadera a sus directores por sus servicios como directores y b) la compensación pagadera a aquéllos directores que sirven en el Comité de Cartera por sus servicios adicionales como miembros de este Comité, durante el trimestre u otro período por el cual dicha suma debería pagarse.-

7. El Administrador no asume otra responsabilidad bajo este Contrato, que la de prestar los servicios arriba demandados, en buena fe, y no será responsable por cualquier acción de la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión en seguir o declinar seguir cualquier consejo o recomendaciones del Administrador.-

8. Nada en este contrato limitará o restringirá el derecho de cualquier director, funcionario o empleado del administrador, quien puede también ser un director, funcionario o empleado de la Sociedad de Inversión, a ocuparse en cualquier otro negocio o dedicar su tiempo y atención en parte a la administración u otros aspectos de cualquier otro negocio, ya sea de naturaleza similar o distinta, ni limitar o restringir el derecho del Administrador, para ocuparse de cualquier otro negocio o prestar servicios de cualquier clase a cualquier otra sociedad, firma individuo o asociación.

9. Tal como se usa en este Contrato, los términos "valores", "valores químicos", "valores gubernamentales" y "activo neto", definidos en el artículo 9º del Testimonio de Asociación, de la Sociedad de Inversión, tendrán el significado atribuido allí, a ellos; y los términos "cesión" y "mayoría de votos de los valores emitidos en circulación" tendrán el significado atribuido a ellos; en las secciones 2. (a) (4) y 2. (a) (40), respectivamente de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

10. Este contrato terminará automáticamente en el caso de su cesión por el Administrador y no será cesible por la Sociedad de Inversión sin el consentimiento del Administrador.-

11. Este contrato puede ser terminado en cualquier momento, sin pago de ninguna penalidad, (a) por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión o por el voto de una mayoría de las acciones en circulación con derecho a voto de la Sociedad de Inversión con información escrita con antelación de 60 días dirigida al Administrador a su domicilio principal; y (b) por el Administrador mediante información escrita con 60 días de anticipación, dirigida a la Sociedad de Inversión, a su domicilio principal.-

12. Este contrato será sometido para su aprobación a la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión anualmente y continuará en vigencia solamente el término que sea específicamente aprobado anualmente por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión o por el voto de una mayoría de las acciones en circulación con derecho a voto de la Sociedad de Inversión.-

13. Este contrato entrará en vigencia y el precedente contrato de administración, fechado el 10 de marzo de 1955 terminará al cierre de operaciones el último día del trimestre finalizado el 31 de marzo de 1957.-

En testimonio de lo cual las partes han formalizado este Contrato para ser ejecutado por los funcionarios para ello debidamente autorizados.

Fdo.: Chemical Fund Inc.

Fdo.: F. Eberstadt y Co. Inc.

CONTRATO DE CUSTODIA

CONTRATO DE CUSTODIA, celebrado el 20 de Junio de 1956 y que entrará en vigor al cierre de operaciones del 21 de julio de 1956, entre el Chemical Fund Inc., sociedad de Delaware (en adelante denominada la "Sociedad de Inversión") y The Chase Manhattan Bank, banco comercial organizado bajo las leyes del Estado de Nueva York (en adelante en su carácter de custodio de la Sociedad de Inversión bajo este contrato denominado el "Custodio").-

DEFINICIONES

A. Tal como son u ados en e ste contrato, los siguientes términos tendrán el siguiente significado que se indica:

Valores. La palabra valores incluye pagarés, acciones, obligaciones, debentures, testamónicos de bonos, cupones, certificados de retenciones de dividendos, certificados de intereses o participación en cualquier contrato de participación en beneficios, certificados de préstamo caucionados, acciones transferibles, certificados de fideicomiso de votos, certificados de depósito de acciones, o cualquier certificado de interés o participación en certificados testamónicos o interinos, ingresos, fianzas de, o garantías o derechos a suscribir o comprar, cualquiera de los anteriores o cualquier otra propiedad (que no sean fondos) tenidos por el Custodio.-

Acciones. La palabra acciones significa acciones del capital accionario de la Sociedad de Inversión, ya sean a emitir o acciones en cartera o acciones emitidas y en circulación.-

Cuenta Bancaria. Las palabras "Cuenta Bancaria" significa la cuenta de depósito a nombre de "The Chase Manhattan Bank", Custodio del Chemical Fund Inc., en el departamento de fideicomiso del Custodio.-

Certificados y Orden Escrita. La palabra "Certificados" significa una certificación, y las palabras "Orden Escrita" significa un pedido o instrucción, pasado por escrito al Custodio y firmado en nombre de la Sociedad de Inversión, que deberá ser el Presidente o un Vicepresidente y el Secretario o Tesorero.-

PAGOS Y GASTOS A LA SOCIEDAD DE INVERSIÓN ARCHIBLANK

B. El Custodio no entregará la posesión de ningún dinero, valores o acciones a la Sociedad de Inversión.-

ARTÍCULO V. ENCARGOS DEL CUSTODIO

3. La Cuenta Bancaria. El Custodio es, por el presente, designado apoderado de hecho de la Sociedad de Inversión para endosar y depositar la Cuenta Bancaria, para el crédito de ella cuando reciba, todo cheque, giros y otros ordenes para el pago de dinero recibido por el Custodio y librado a, o a la orden de, la Sociedad de Inversión, o al, o a la orden de, el Custodio para la cuenta de la Sociedad de Inversión.

Todo dinero recibido y tenido por el Custodio será tenido por el Custodio en la Cuenta Bancaria hasta que se requiera al Custodio desembolsar el mismo de acuerdo con los párrafos D, H, I, K, L, R o X de éste contrato y cualquier enmienda de ellos, excepto que, con Orden Escrita, el Custodio girará contra cualquier saldo disponible en la cuenta Bancaria la suma especificada en dicha orden y depositará esa suma en una cuenta de depósito a nombre de "The Chase Manhattan Bank, Custodio del Chemical Fund, Inc.," en el departamento bancario de la compañía fiduciaria o banco nacional nombrado en dicha Orden Escrita, previsto que ese depósito es una compañía fiduciaria o banco nacional de buenos antecedentes, que tenga un capital, superavit y utilidades no distribuidas, sumados, no menor de uds 2.500.000.-- En el momento de establecer cualquiera de dichas cuentas, el Custodio deberá instruir al depositario o copropietario al Custodio y a la Sociedad de Inversión que será girado contra esa cuenta por el Custodio solamente con la concurrencia de la Sociedad de Inversión, y validada por una Orden Escrita aprobando específicamente giros contra esa cuenta.

D. Pagos de la Cuenta Bancaria. Con Orden Escrita solicitando el pago de dinero (distinta que solicitado los párrafos H, K, L, R o X de éste contrato) y especificando que tal pago es en cancelación de gastos de, o de otros fondos debidos y pagados por, la Sociedad de Inversión, acompañados por

1. Una factura original, o copia fotostática de factura, demostrando la fecha de la transacción original del cargo facturado, y la naturaleza de tal transacción; el monto de tal cargo, y
2. Una copia certificada por el Secretario o Secretario Auxiliar y de la mayoría de la totalidad de la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión como copia fiel, de una resolución aprobada por el voto de tal mayoría autorizando el pago específico.

el Custodio acepta girar un cheque contra la Cuenta Bancaria (previsto que el saldo de fondos recabados disponibles en ella es suficiente) y en el monto y a la orden de la persona designada para recibir el pago de tal Orden Escrita, factura y resolución, y despachar tal cheque como se ordenó en la Orden Escrita.

REBASADO COMPAÑIAS ACCIONALES

4. Custodio para manejar todas las acciones. La Sociedad de Inversión dará instrucción a su Agente de Transferencia de entregar certificados de acciones no emitidas o en cartera solamente al Custodio (instrucciones que serán de

verbales solo a la forma escrita de este contrato) y cumplir al Custodio las reglas dadas en tales instrucciones.

F. Entrega de acciones. Iniciación en la emisión inicial. La Sociedad de Inversión conviene, por Certificado, notificar al Custodio del número de acciones, el cual será de 10.000 y ser distribuido en la emisión inicial. Después de la notificación y con Orden Escrita conteniendo una certificación que se han hecho ventas hasta el monto, por el número de acciones y el precio de \$10.- por acción. Cuando el Custodio esté autorizado y ordenado a, y conviene, pedir al Agente de Transferencia de la Sociedad de Inversión, certificados, debidamente autorizados, por el número de acciones y en los nombres especificados en tal Orden Escrita y dar recibo al Agente de Transferencia por ello, y originar tales certificaciones para ser entregadas en la forma en que pueda ser ordenado en la Orden Escrita, contra recibo, como se describe en el párrafo F de éste contrato, del precio de venta de \$10.- por acción.

Este párrafo F. no se aplicará solamente al número de acciones especificado en el Certificado mencionado.

G. Compra de acciones después de la emisión inicial. Después de la emisión inicial de acciones, como se describe en el párrafo F. de este contrato el Custodio podrá autorizar y ordenar a, y conviene en entregar certificaciones por acciones como sigue.

1. Por Certificado, especificando con copia del recibo del infante del cual el valor activo proviene, por el distribuidor general de acciones, la Sociedad de Inversión acepta notificar al Custodio de la apertura de operaciones de cada una de cada valor activo comprado al precedente día en oferta.

2. Con Orden Escrita, especificando por copia cumpliendo lo las condiciones de tal distribuidor del recibo de la fecha de venta, el nombre del comprador, el número de las acciones vendidas, dicho Orden Escrito indicando el monto que el Custodio deberá recibir por cada acción, y el precio como una certificación viva (que será declarado), previa verificación certificado al Custodio siguiendo el párrafo H arriba, además que el párrafo de precio de oferta al por mayor, por acción, basado en tal valor activo, el Custodio, si está conforme, pedirá al Agente de Transferencia de la Sociedad de Inversión, Certificados, debidamente autorizados, por el número de acciones especificadas en dicho Orden Escrita, y dará recibo al Agente de Transferencia por ello, y originará tales certificaciones para ser entregados en la forma como hego más indicado en la Orden Escrita contra recibo, como se describe en el párrafo F de éste contrato, del precio especificado en la Orden Escrita.

H. Recaudo de acciones sobre oferta por los accionistas. La Sociedad de Inversión conviene e indiguar mediante Orden Escrita, al Custodio está autorizado y ordenado, y conviene, recibir orden de las personas físicas de acciones (de \$10.- a \$10.-) en días en los cuales el Custodio está abierto para la realización de acciones, certificados de acciones sobre los cuales la forma de solicitud de recibo

para ha sido cobrada o enveajado, y los cuales serán acompañados por el comprobante estampillado de impuesto de transferencia.

1. Tales certificados así recibidos serán entregados al Agente de Transferencia de la Sociedad de Inversión para su cancelación con exactitud en los registros de tal Agente de Transferencia de tales acciones como recibidos en pago.

2. La Sociedad de Inversión acepta, por Certificado, acompañado por un informe del cómputo del valor de liquidación, notificar al Custodio cada día comercial del valor de liquidación de las acciones, computando al momento de cierre del New York Stock Exchange en tal día, y el cargo por retiro, si hubiera, a ser deducido de tal valor de liquidación.

3. Con Orden Escrita, el Custodio está autorizado y ordenado a, y si está de acuerdo, a cita, pagar al precio de compra por los certificados así recibidos a, o como sea otro el por, la persona que ha llenado el formulario de solicitud por compra, como se describió arriba, sacándolo del activo disponible tenido por el Custodio y también en concordancia con la Orden Escrita. El precio de compra, por acción, será el valor de liquidación, menos el cargo por retiro, si hubiera, certificado al Custodio siguiendo el subpárrafo 2. arriba, y el momento del cierre del New York Stock Exchange en, el día comercial siguiente al recibo de los certificados por el Custodio. Tal precio, por acción, si resultara en una fracción de centavo, será ajustado al próximo centavo más abajo.

4. Por Orden Escrita, como se describen en el subpárrafo 3. anterior, cuando para establecer que tal precio de compra sea pagado de la Cuenta Bancaria puede ordenar que tal precio sea pagado en total o en parte entregando valores específicos. Con la intención de estipular el precio de pago, cualquier Orden Escrita, puede ordenar que el precio de compra estipulado en él sea puesto a parte en custodia, y en tal caso, el Custodio está autorizado a, y acepta, cargar cualquier monto de fondos incluido en tal precio contra la cuenta bancaria y retirar cualquier valor incluido en tal precio de los valores y por los que se en custodia tal precio para el pago o entrega de ello, y pagar o entregar tal precio, en tal forma como ha sido ordenado en la Orden Escrita.

Con la terminación de éste contrato, el Custodio pagará sobre todo el monto y entregará todo los valores, así como partes por no pagadas o entregadas, con los otros fondos y valores entregables por él siguiendo el párrafo X de éste contrato.

I. Reserva de acciones en el mercado. Después de la emisión inicial de acciones como se describió en el párrafo E. de éste contrato, el custodio está autorizado y ordenado a, y acepta, librar una cheque contra la Cuenta Bancaria (previsto que el saldo de fondos recaudados disponible en ella es suficiente), como sigue:

1. Por Certificado, la Sociedad de Inversión acepta notificar al Custodio a la apertura de negocios cada día comercial de las compras, distintas de las siguiendo el párrafo E. de éste contrato, de acciones el precedente día com-

mercil, incluyendo del número de acciones así compradas, las personas a quienes se compró, la fecha de la compra en el código del precio de oferta al por menor de acciones (el que será un valor activo certificado. El Custodio siguiendo el subpárrafo I. del párrafo C. de este contrato) y el precio de compra en el conjunto y por acción, el cual precio por acción no será en exceso del valor activo así usado en el momento de compra.-

2. Con Orden Escrita, acompañada por una copia duplicada de las confirmaciones del distribuidor general de acciones mostrando la fecha de compra el nombre del vendedor, el número de acciones compradas y el precio conjunto comprado, el Custodio, si está de acuerdo, librará su cheque por el conjunto de los precios de compra especificados en tal certificado, Orden Escrita y confirmaciones y entregará tales cheques en la forma como hubiera sido ordenado en la Orden Escrita contra recibo de tales acciones.

3. Todos los certificados por acciones así recibidas serán entregados al Agente de Transferencia de la Sociedad de Inversión para su cancelación con anotación en los registros del Agente de Transferencia de tales acciones como acciones en cartera.-

#### DEL REMANENTE CON LOS VALORES

J. Lista aprobada. La Sociedad de Inversión acuerda proveer al Custodio una lista de valores aprobada por la Sociedad de Inversión para su control con un certificado designando tal lista con una "Lista aprobada". El Custodio acuerda guardar la más reciente lista aprobada abierta a la inspección de los accionistas de la Sociedad de Inversión durante las horas habituales de negocios del Custodio, como se establece en el párrafo H. de éste contrato, en días en los cuales el Custodio esté abierto para transacciones comerciales.-

2. Tenencia de valores. El Custodio acuerda tener todos los valores en su custodia hasta su retiro de acuerdo con los párrafos H, I, K, P, R e X de éste contrato. Sujeto a las prescripciones de éste contrato y cuando no, en la opinión del Custodio incompatible con tal custodia, el Custodio conviene en recibir las ordenes contenidas en las Ordenes Escritas de la Sociedad de Inversión en relación con los valores.-

K. Compra de valores por el Custodio. Con Orden Escrita, el Custodio conviene (previsto que fondos de la Sociedad de Inversión están disponibles en la Cuenta Bancaria) colocar una orden para la compra, pago contra recibo, recibir y tener como custodia valores específicos, que aparecerán entre los valores de la más reciente lista aprobada registrada siguiendo el párrafo J. de éste contrato, y a los precios especificados en dicha Orden Escrita y cargar tales pagos contra la cuenta bancaria.-

I. Compra de valores por la Sociedad de Inversión. Con Orden Escrita, acompañada por una copia de la copia de la confirmación del corredor, firma certificada o vendedora u otro valorador especificando la fecha de la transacción, los valores comprados por cambios a la Sociedad de Inversión, y el precio por ello, el Custodio acuerda (previamente firmado por la Sociedad de Inversión) emitir disonchos en la cuenta bancaria) pagar certida recibo, recibir y tener como custodia valores esofíticos, que aparecen entre los valores de la lista de clientes lista aprobada registrada el párrafo J. de foto con un valor a los precios especificados en dicho Orden Escrito y tal confirmación y cargo bancario contra la cuenta bancaria.

II. Venta de valores por el Custodio. Con Orden Escrita, el Custodio acuerda colocar una orden por la venta de valores de los valores y avales propios como la Orden Escrita puede ordenar y ejecutar los valores especificados contra recibo, como se describe en el párrafo T. de foto con un valor a los precios especificados en la Orden Escrita.

III. Venta de valores por la Sociedad de Inversión. Con Orden Escrita, acompañada por copia duplicada de la confirmación del corredor, firma certificada o vendedora u otro comprador especificando la fecha de la transacción, los valores vendidos por o comprador de la sociedad de inversión, y el precio de ellos, el Custodio acuerda entregar tales de los valores como la Orden Escrita puede ordenar contra recibo, como se describe en el párrafo L. de foto con un valor a los precios especificados en la Orden Escrita y la confirmación.

O. Registro de valores. El Custodio, además, si y como se ordena por Orden Escrita generales o específicas, registrar los valores recibidos o los valores de Inversión (como la dirección de la Sociedad de Inversión como "Chase Manhattan Bank, Custodio del Chamal Fund, Inc., 40 Wall Street, New York, N.Y.") o de un autorizado o autorizado del Custodio.

La Sociedad de Inversión proveerá al Custodio con cualquier Orden Escrita acordada siguiendo a éste en forma y relacionada con valores registrados a nombre de la Sociedad de Inversión, instrucciones apropiadas para habilitar al Custodio llevar a cabo tal Orden Escrita.

Además los valores recibidos a nombre de un autorizado del Custodio serán tenidos en forma para su transferencia. El autorizado o autorizado del Custodio pueden, pero no necesariamente, ser funcionarios o empleados del Custodio, y el autorizado o autorizado del Custodio pueden ser cambios de tiempo en tiempo por el Custodio. La Sociedad de Inversión ni el Custodio emitirán cualquier valor comprado para ser entregado a cualquier autorizado del Custodio. El Custodio no permitirá a ningún autorizado lo que cualquier valor en posesión de tal autorizado.

P. Actos del Custodio en el Interviniente de los Custodios. Salvo y hasta que el Custodio en el evento de que se trata por Orden Escrito, el Custodio deberá salir del Poder de la Sociedad de Inversión.

1. Atender a la recaudación de todo cupón, así de intereses, dividendos u otros valores correspondientes a los valores y a la recaudación de todo pago o cuota de capital de todo valor debido o pendiente a poco o no vencimiento o a la fecha de resgate.
2. Bringer valores y provechosos por valores definitivos.
3. Ejecutar como agente o agente en nombre de la Sociedad de Inversión cualquier certificado necesario de propiedad u otras declaraciones requeridas por las leyes Federales de Impuesto a la Renta u otras leyes de Impuestos y las reclamaciones pertinentes a ellas, actúales o en el futuro u vigentes, incluido el nombre de la Sociedad de Inversión en todos certificados o declaraciones sobre el propietario de los valores.
4. Efectuar tales cambios de valores como sea requerido en razón de haber ocurrido un cambio en el valor por revalorización de cualquier acción y/o revalorización, revalorización, absorción o consolidación de cualquier sociedad emisora.
5. Acreditar a la cuenta de la Sociedad de Inversión toda distribución sea por vía de dividendo, intereses o de otro modo, recibida por el Custodio en o con relación a los valores.

La Sociedad de Inversión proveerá al Custodio cualquier instrumento necesario para permitir al Custodio llevar a cabo las anteriores instrucciones en relación a cualquier valor registrado a nombre de la Sociedad de Inversión.

Q. Notificaciones a los Custodios. El Custodio deberá proporcionar un recibo de ello por el o un autorizado, imprimir o enviar por correo a la Sociedad de Inversión toda fórmula de apoderados y todos los avisos de reuniones y todo otro aviso o anuncio que afecte o se relacione a los valores. El Custodio no deberá, y no intentará a que autorizados a ejercer cualquier derecho de voto o dar cualquier consentimiento con respecto a cualquiera de los valores, salvo las instrucciones por Orden Escrito.

**FINALES**

- R. Con Orden Escrito, acompañado por:
1. Una copia, certificada por el secretario o Secretario Adjunto y una copia de los recibidos de la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión como copia fiel, de una resolución aprobada por tal Junta autorizando el pago con fondos de la cuenta bancaria de la misma expedida por acción o la entrega de cualquier abono.

o de acciones o de valores específicos, o de cualquier combinación de lo anterior, como dividendos a los accionistas de registro de la Sociedad de Inversión como de una fecha determinada; y si lo solicita el Custodio.

2. Una lista de accionistas de registro de la Sociedad de Inversión, certificada por el Agente de Transferencia de la Sociedad de Inversión como lista fiel como de la fecha especificada en tal resolución;

el Custodio está autorizado y ordenado, y acepta, como sigue:

1. Dividendos pagaderos total o parcialmente en efectivo. El Custodio librará sus cheques contra la cuenta bancaria (previsto que el saldo disponible de fondos recaudados en ella es suficiente) por el monto que cada accionista en tal lista está autorizado a recibir y despachará tales cheques a los accionistas.

2. Dividendos pagaderos total o parcialmente en acciones. El Custodio solicitará al Agente de Transferencia certificados, debidamente autenticados por el número de acciones especificadas en la Orden Escrita y resolución, y entregará recibo al Agente de Transferencia por esto, y confeccionará los certificados para ser entregados a los accionistas en la manera y también como se especificó en la Orden Escrita y resolución.

3. Dividendos pagaderos total o parcialmente en valores. El Custodio de verá, de cualquiera de los valores disponibles, disponer para ser entregado a los accionistas, los valores especificados y en la manera y también como se especificó en la Orden Escrita y resolución.

#### RESPONSABILIDAD DEL CUSTODIO

S. General. El Custodio no será responsable por aceptar o actuar sobre cualquier Orden Escrita, certificado, orden, firma, nota, cheque, cheque certificado, valores, aval, garantizado, o cualquier otro papel o documento emitido por él de buena fe, genuino y verificado, hecho, certificado, emitido, avalado, garantizado, ejecutado o autorizado por la parte adecuada.-

T. Recibo del precio de venta. Siempre que, de acuerdo con Orden Escrita, se requiera al Custodio hacer cualquier entrega de valores o de acciones contra recibo del precio de venta, tales entregas serán hechas como sigue:

1. Salvo que de otra manera se especifique en la Orden Escrita, el Custodio hará tal entrega contra recibo en efectivo, giro postal, o un cheque girado sobre y certificado por, o un cheque oficial o giro lo, un banco, compañía de fideicomiso, banco nacional u otra institución bancaria, firma bancaria o banquero, por el monto que el Custodio está ordenado a recibir, previsto sin embargo que, si los valores o acciones serán entregados a un corredor o firma comisionista, el Custodio puede, salvo especificación en contrario en la Orden Escrita, entregarlos al corredor o firma comisionista especificado en la Orden de acuerdo con la costumbre "street delivery" siguiendo la cual las entregas son hechas a

un corredor para su entrega contra recibo de tal corredor de un recibo de entrega por ello, recibo de entrega que es entregado a tal corredor en el mismo día en cambio por un cheque o certificado de tal corredor girado sobre un banco, sobre una filial de banca, banco matriz o sobre institución bancaria o bancario, y tal cheque o certificado es inmediatamente presentado en el mismo día para su certificación.

2. Si así es instruido por la Orden Directiva, el Custodio entregará certificados por acciones adjuntados a giros pagaderos al Custodio y, en el caso de un pago de cualquiera de los giros, devolverá tales giros al librador de ellos y devolverá los certificados, contra recibo el Agente de Transacciones de la Sociedad de Inversión para su correlación. El Custodio no será responsable por las pérdidas en tránsito de cualquiera de tales certificados los que deberá ser convenientemente asegurados a beneficio de la Sociedad de Inversión.

3. Si la Orden Directiva especifica un método de recepción del precio de venta no incluido en los subpárrafos 1 y 2 anteriores, el Custodio no estará obligado a ejecutar tal método salvo que el método sea aceptable al Custodio.

4. El Custodio será responsable por la falta de cualquier entrega de valores o acciones hecho siguiendo este párrafo 4, solamente en la medida que tal falta sea realmente recibida por el Custodio.

**NOMBRES, TITULOS Y FIRMAS DE FUNCIONARIOS DE LA SOCIEDAD DE INVERSIÓN**

U. 1. Certificación Anual. La Sociedad de Inversión ha certificado al Custodio los nombres, títulos y firmas de sus actuales funcionarios y directores y los nombres de sus actuales empleados, del distribuidor general de acciones y de la única persona con quien la Sociedad de Inversión tiene un contrato proveyendo o administrando a la Sociedad de Inversión de administración o servicio de asesoramiento por compensación.

2. Certificados a ser suministrados en el futuro. La Sociedad de Inversión acuerda que deberá, mediante certificados, tener convenientemente en lista con el Custodio los nombres, títulos y firmas de sus funcionarios y directores y los nombres de sus empleados, del distribuidor general de acciones y de toda persona con quien la Sociedad de Inversión tiene un contrato proveyendo o administrando a la Sociedad de Inversión de administración o servicio de asesoramiento por compensación. Por lo menos uno de los funcionarios que firma cada tal certificado de deberá ser un funcionario previamente certificado al Custodio o un funcionario expresamente autorizado por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión para firmar tal certificado.

3. Confianza por el Custodio sobre los Certificados. El Custodio está autorizado a confiar y actuar sobre dicho certificado anexo aquí y cualquier certificado entregado en adelante al Custodio bajo el subpárrafo 2. anterior.

## PAGOS AL CUSTODIO

1. Reposición al Custodio. Conforme a lo que significa el párrafo D. de este contrato, el Custodio será pagado o reembolsado, a cargo de la cuenta bancaria, por todo impuesto de transferencia de valores hecho bajo el presente, incluyendo transferencia de valores con la liquidación de éste contrato, y por todo otro de dicho carácter y por los gastos hechos o incurridos por el Custodio procedente de este contrato, y el Custodio tendrá un abono en los valores por todos tales impuestos, desembolsos y gastos, obligatorios al título de la ley.

2. Mantenimiento del Custodio. Conforme a lo que significa el párrafo D. de este contrato, el Custodio será pagado, entregado de la misma manera, tal compensación, en las oportunidades como puede de tiempo en tiempo ser acordado por las partes, y se entenderá hecho al Custodio los valores por ello, tal como significa la ley. El Custodio declara que el programa inicial de pago, mencionado más anteriormente por un año desde la fecha de este contrato, y que después, no será solicitado adquisición alguna hasta después de 6 meses de notificar a la Sociedad de Inversión de su intención de pedir tal abono.-

## INDICACION

W. Original notificación de este contrato será hecha por las partes sobre que la substancia de tal notificación haya sido previamente autorizado por los accionistas de la Sociedad de Inversión.-

## TERMINACION

X. El Custodio puede terminar éste contrato en cualquier momento con notificación escrita por escrito a la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión puede terminar éste contrato en cualquier momento mediante notificación escrita al Custodio específicamente autorizado por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión.

A la terminación de este contrato, el Custodio entregará en su oficina principal, para sí o una compañía fiduciaria, o banco nacional de buenos antecedentes, que tenga un capital, superavit y patrimonio no distribuidos combinados no menor que \$ 2,500,000.00, cualquiera de ellos,

1. La sede designada por la Sociedad de Inversión como Custodio estará en una Cédula Escrita acompañada por

- (a) un copia notificada por el Secretario o Secretario Ayudante y la mayoría del total de la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión como copia final, de una notificación escrita por tal persona autorizando al registro de tal Cédula Escrita, y prueba satisfactoria al Custodio que la Sociedad de Inversión ha concertado un contrato con tal Custodio según está notificado sobre los términos de este contrato.

- (b) una copia, certificada por el Secretario o Secretario Adjunto y la mayoría del total de la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión como copia fiel, de una resolución de los accionistas de la Sociedad de Inversión autorizando tal entrega a tal Custodio sucesor, o

2. ha sido designado por el Custodio que se retire como Custodio sucesor de acuerdo de lo quebra de la Sociedad de Inversión, previo al momento fijado para la terminación de dicho contrato con respecto al Custodio que se retira, ya se cumpla la requerimiento de (3) arriba para la designación de un custodio sucesor, todos los fondos y valores tenidos por el Custodio y todos los instrumentos tenidos por él relativos a ello y todo otro bien tenido por el bajo este contrato. Cualquiera valor registrado o relativo de un autorizado o autoridades del Custodio deben ser debidamente anotados y en forma para transferir.-

#### CUSTODIO SUCESOR

Y. Dicho contrato será obligatorio y tendrá efecto a beneficio de un sucesor del Custodio que sea una compañía fiduciaria o un banco nacional de buenos antecedentes, teniendo un capital, superavit y utilidades no distribuidas suadas, no menor que \$ 2,500,000.-

#### GENERAL

Z. 1. Obedecimiento de Ordenes Escritas por el Custodio. El Custodio está autorizado a, y acepta, llevar adelante cualquier instrucción razonable, no limitada con los fondos y valores tenidos por el bajo este contrato y las acciones concedidas en esta acción escrita, provided que tales instrucciones no son incompatibles con las provisiones específicas de este contrato.

2. Suministro diario de cuentas por el Custodio. El Custodio deberá proveer a la Sociedad de Inversión, cada día comercial con una cuenta detallada todas las transacciones e ingresos para la cuenta de la Sociedad de Inversión durante el día comercial anterior. El Custodio tendrá libros apropiados de contabilidad y registración en su oficina principal, mostrando todas sus transacciones bajo este contrato, y tales libros serán abiertos a la inspección y auditoría en momentos razonables, por funcionarios o empleados de y auditores de los Aca por la Sociedad de Inversión.

3. Notificaciones. Las notificaciones es dirigida a la Sociedad de Inversión según conste en la librería de correspondencia hechas si se entregan a Chemical Fund, Inc., 65 Broadway, New York, N.Y. Las anotaciones dirigidas al Custodio serán consideradas haber sido correctamente hechas si se entregan al The Chase Manhattan Bank, 60 Wall Street, New York, N.Y.-

W.C. Chemical Fund, Inc.

Mr. The Chase Manhattan Bank

CONTRATO DE DISTRIBUCION

Contrato de Distribución, concertado el 10 de Marzo de 1955, entre Chemical Fund Inc., sociedad de Delaware (en adelante denominada la Sociedad de Inversión) y F. Eberstadt y Co. Inc., Administrador y distribuidor del Chemical Fund Inc, Sociedad de Delaware (en adelante denominado el Distribuidor).-

1 - La sociedad de Inversión designa por la presente al Distribuidor su agente exclusivo para vender y hacer arreglos para la venta de acciones de la Sociedad de Inversión, incluyendo tanto las acciones emitidas como las acciones en cartera. La Sociedad de Inversión conviene vender y cobrar sus acciones en los términos más adelante expuestos, en la medida que tenga acciones no emitidas o en cartera, disponibles para la venta.-

- a) La Sociedad de Inversión por la presente autoriza al Distribuidor de acuerdo con las leyes y el Testimonio de Asociación de la Sociedad de Inversión, a aceptar, por cuenta de la Sociedad de Inversión, órdenes, para la compra de sus acciones, satisfactorias al Distribuidor, como de la fecha de recibo de esas órdenes por la Sociedad de Inversión. La fecha de recepción de las órdenes telegráficas será considerada al momento de su despacho de acuerdo a lo que consta en el telegrama.-
- b) El precio de oferta al por menor de esas acciones se basará sobre el valor activo (tal como se lo define en el artículo noveno del Testimonio de Asociación de la Sociedad de Inversión), por acción, de las acciones en circulación de la Sociedad de Inversión. Ese valor activo será regularmente determinado en cada día comercial al momento de cierre del New York Stock Exchange, y el precio de oferta al por menor basado sobre ese valor activo se considerará vigente desde una hora después de ese momento de cierre; ese valor activo será también regularmente determinado y el precio de oferta al por menor basado sobre él, será vigente a partir de esos momentos para la determinación regular del valor activo como puede ser requerido por la National Association of Securities Dealers Inc., o de la Securities and Exchange Commission.-

La Sociedad de Inversión puede, y a pedido del Distribuidor deberá, determinar especialmente ese valor activo como en otros momentos subsiguientes a la última determinación regular y el precio de oferta al por menor basado en el valor activo así determinado será vigente desde el momento que el Distribuidor ha sido notificado de ese valor activo. El precio de oferta al por menor permanecerá vigente en todos los casos hasta el momento en que un nuevo precio de oferta al por menor se convierte en vigente. La Sociedad de Inversión proveerá al Distribuidor con la mayor prontitud posible un informe de cada cálculo del valor activo y de los detalles asentados en dicho cálculo.-

El precio de oferta al por menor de esas acciones será igual al valor activo, como se describió arriba, más una comisión a ser fijada de tiempo en tiempo por el Distribuidor. Ese precio no podrá exceder de  $1000/925$  de ese valor activo, excepto que ese precio, si resultara en una fracción de centavo, puede ser ajustado al próximo centavo mayor.-

- c) El Distribuidor estará autorizado a deducir una comisión sobre todas esas acciones vendidas igual a la diferencia entre el precio de oferta al por menor y el valor activo sobre el cual ese precio este basado. Si cualquiera de esas comisiones es recibida por la Sociedad de Inversión, pagará esa comisión al Distribuidor. De esa comisión, el Distribuidor puede rebajar a los vendedores tales concesiones, y puede rebajar y autorizar a vendedores a rebajar, tales descuentos a compradores, como el Distribuidor determine de tiempo en tiempo.-

2 - Contra recibo por la Sociedad de Inversión en el domicilio principal de sus negocios de una orden escrita del Distribuidor, juntamente con instrucciones de entrega, la Sociedad de Inversión deberá, tan pronto como sea practicable, hacer certificados por las acciones pedidas para ser entregadas en el orden, en los montos y en los nombres como será especificado por el Distribuidor, contra pago por ello en la forma que sea aceptado por la Sociedad de Inversión.-

3 - Toda la literatura de venta y anuncios usados por el Distribuidor en relación con venta de acciones de la sociedad de Inversión estará sujeta a la aprobación de la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión autoriza al Distribuidor en relación con la venta o arreglos para la venta de sus acciones, dar solamente tal información y hacer solamente tales estados de cuentas o presentaciones como estan contenidos en el Prospecto o en la literatura de venta o anuncios aprobados por la Sociedad de Inversión, o en los estados financieros o de otro carácter como se provea al Distribuidor de acuerdo a lo dispuesto en el párrafo 5 más abajo. La Sociedad de Inversión no será responsable de cualquier manera por cualquier información, estado o representación dada o hecha por el Distribuidor, o sus representantes o agentes, que no sean tales informaciones, estados y presentaciones.-

4 - El Distribuidor, como agente de la Sociedad de Inversión y por su cuenta y riesgo, esta autorizado, sujeto a las directivas de la Sociedad de Inversión, a comprar acciones a precios que no excedan el valor activo, determinado por el valor activo utilizado en el momento que tales acciones son compradas en el cálculo del precio de oferta al por menor de acciones de la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión reembolsará al Distribuidor mensualmente por sus desembolsos de gastos razonablemente incurridos en llevar a cabo la anterior autorización pero el Distribuidor no tendrá derecho a cualquier comisión u otra compensación en relación con esas compras. El Distribuidor informará todas esas compras prontamente a la Sociedad de Inversión.-

El Distribuidor está autorizado a comprar acciones de la Sociedad de Inversión por cuenta del Distribuidor de tiempo en tiempo. Tales compras si se hacen de la Sociedad de Inversión, será hechas informando a la Sociedad de Inversión que son por cuenta del Distribuidor, pero si se hace en el mercado libre o de otro modo, pueden ser hechas sin tal información.-

Todas las acciones así compradas por el Distribuidor por su propia cuenta, será revendidas por el Distribuidor solamente mediante el ejercicio de sus derechos, como accionista, para ser recompradas esas acciones por la Sociedad de Inversión, siguiendo el Párrafo D del artículo 8 del Testimonio de Asociación de la Sociedad de Inversión.-

5 - La Sociedad de Inversión tendrá al Distribuidor totalmente informado en relación con sus negocios, proveerá al Distribuidor con una copia certificada de todos los Estados financieros y una copia firmada de cada informe, preparado por Contadores Públicos independientes, y con una cantidad razonable de copias impresas de cada informe trimestral y anual de la Sociedad de Inversión, de acuerdo a lo que solicite el Distribuidor y cooperará totalmente en los esfuerzos del Distribuidor para vender y hacer arreglos para la venta de sus acciones y en la ejecución por el Distribuidor de todos sus deberes bajo este contrato.-

6 - El Distribuidor asumirá y pagará, o reembolsará a la Sociedad de Inversión, los siguientes gastos de la Sociedad de Inversión:

- a) Costo de habilitar las acciones de la Sociedad de Inversión para la venta y si fuera necesario o aconsejable en relación con ello, de habilitar a la Sociedad de Inversión como vendedor o comisionista, en aquellos estados que fueran elegidos por el Distribuidor, y derechos pagaderos en cada estado para continuar la habilitación en ellos hasta que el Distribuidor notifique a la Sociedad de Inversión que no desea que tal habilitación continúe.-
- b) Costos de imprimir todas las copias del Prospecto y de preparar e imprimir toda otra literatura de venta, cualquiera que hubiera, impresa por instrucciones del Distribuidor.-
- c) Honorarios y gastos de consulta en relación con lo anterior. El Distribuidor pagará también todos sus propios costos y gastos y en general, todos los costos y gastos relacionados con la venta de las acciones de la Sociedad de Inversión, excluyendo emisiones, cargos y tasas de transferencia y registro, gastos de entrega y remito y el costo de los certificados de acción.-

7 - La Sociedad de Inversión conviene registrar de tiempo en tiempo las enmiendas, informes y otros documentos que sean necesarios, de forma que no haya estados falsos en el aspecto material en el Registration Statement o Prospecto, o necesarios de manera que no haya omisión al establecer una verdad esencial en ello necesario con el propósito de hacer las declaraciones en ellos, a

la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas, no engañosas. Tal como es usado en este contrato, el término Registration Statement, significará de tiempo en tiempo, el Registration Statement más recientemente asentado por la Sociedad de Inversión con la Comisión de Títulos y Cambios y vigente bajo la Securities Act. de 1933, con sus enmiendas, tal como el Registration Statement este modificado por cualquier enmienda a él en el momento en vigencia, y el término Prospecto significará de tiempo en tiempo, la forma de Prospecto autorizado por la Sociedad de Inversión para uso por el Distribuidor y por los vendedores.-

8 - Este contrato finalizará automáticamente en el caso de su cesión por el Distribuidor y no será cesible por la Sociedad de Inversión sin el consentimiento del Distribuidor.-

9 - Este contrato será sometido a la aprobación por la Junta de Directores de la Sociedad de Inversión anualmente y continuará en vigencia solamente hasta el momento que específicamente se apruebe cada año por la Junta de Directores o por el voto de una mayoría de las acciones en circulación con derecho a voto de la Sociedad de Inversión. Si así no venciera, este contrato quedará en vigencia hasta su finalización por cualquiera de las partes con sesenta días de aviso escrito dirigido a la otra parte al domicilio principal de sus negocios.-

10 - El término "Cesión" y "mayoría de acciones en circulación con derecho a voto" como se usa en este contrato tendrá el significado dado a ellos por las secciones 2(a) (4) y 2 (a) (40) respectivamente de la ley de Sociedades de Inversión de 1940.-

11 - Este Contrato entrará en vigencia, y el precedente contrato de Distribución, fechado el 10 de marzo de 1954, terminará, al cierre de operaciones del último día del trimestre finalizado el 31 de marzo de 1955.-

En testimonio de lo que, las partes aquí dan efecto a este contrato para ser ejecutado por sus funcionarios para ello debidamente autorizados.-

Fdo.: Chemical Fund Inc.

Fdo.: F. Eberstadt y Co. Inc.

Bibliografía

- Análisis y proyecciones del desarrollo económico - El desarrollo Económico de la Argentina - Estudio realizado por la Comisión Económica para América Latina.-
- Normas de la Comisión de Valores del Banco Central de la República Argentina.-
- Boletín mensual - Selección de temas económicos - Banco de la República Oriental del Uruguay - Departamento de Investigaciones Económicas N° 233/234.-
- Arthur Wissenberger - Investment Companies - 1962 Edición N.Y.
- Arthur Wissenberger - Investment Companies - 1957 Edición N.Y.
- Juan E. Alemann - La Inversión Bursátil - Edit. Selección Contable Buenos Aires 1962.-
- Análisis (Revista) - N° 118 - Buenos Aires.-
- Clarín (Diario).-
- El Cronista Comercial - 29/7/63; 5/8/63 - Buenos Aires.-
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Curso para Inversores - Buenos Aires 1960.-
- Reglamentos de Gestión - Balances y Propaganda de los siguientes fondos comunes de inversión argentinos:
  - Crecinco - Fondo Argentino de Participaciones Industriales, Comerciales y Agropecuarias.-
  - Fondo Popular Argentino de Inversiones Mobiliarias
  - FIMA - Fondo de Inversiones Mobiliarias Argentinas
  - Fondo Inversor Rioplatense
  - FIAR - Fondo Inversor de Amigos de la Universidad del Salvador, Católica de Córdoba y Católica de Santa Fé.
- Memorias anuales, Contratos de distribución, administración, asesoramiento y custodia de las siguientes Investment Companies de EE. UU.:
  - Chemical Fund, Inc.
  - Broad Street Fund Inc.
  - Massachusetts Investors Trust
- Merriman C.O. - Unit Trusts - Edit. Pitman and Son Londres 1959.-
- Rolland de Robert, Roberto - Les Sociétés D'Investissements 1959.-
- Ragnar Nurkse - Problemas de formación de capital - Fondo Cultura Económica México 1955.-

- Barragán, Rubén Darío - Sociedades Anónimas Financieras, Sociedades de Inversión y Fondos de Inversión - Selección Contable - Buenos Aires Diciembre de 1960.-
- Bomchil, Miguel - Democratización del ahorro: procedimiento para la inversión colectiva en valores mobiliarios - Selección Contable - Buenos Aires Agosto de 1959.-
- Clendenin, John C. - Introducción to Investment - 3er. Ed. - N.Y. - Mc. Graw H W 1960.-
- Lemos Leite, Luis - As Compannias de Investimento no Brasil - Revista Bancaria Brasileira - Río de Janeiro octubre de 1959.-
- Pombo, Bernardo A. - Las inversiones extranjeras y el capital nacional - La Ley - Buenos Aires, julio de 1959.-
- Servente, Alberto Guido - Sociedades de Inversión - Tipografía - Editora Argentina S.A. - Buenos Aires 1959.-
- Diario de Sesiones - Cámara de Diputados - República Argentina 1961.-
- Roberto H. Montgomery - Financial Handbok - Second Edition - The Ronald Press Co. N.Y. 1933.-
- Investment Company Institute - Twenty Years - of Servicie Annual Report 1961.-
- Investment Company News - Nos. 4, 5 y 6 - N.Y. - año 1962.-
- General Rules and Regulations Under The Investment Company Act. of 1940 United States - Washington 1962.-
- Miguel Bomchil - Fundamentos jurídicos justificativos de la creación en la República Argentina de los Fondos Comuens de Inversión - Buenos Aires 1962
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Esquema previo al Proyecto de Ley sobre Fondos Comunes de Inversión - Buenos Aires, 1960.-