

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

*Enrique Helmbrecht
Claudia Pauletto*

SUMARIO: 1. El mercado bursátil como alternativa para el ahorrista. 2. Los fondos: una opción para el mediano ahorrista. 2.1. Ventajas de los fondos. 2.1.1. Seguridad. 2.1.2. Diversificación. 2.1.3. Gestión profesional. 2.1.4. Liquidez. 3. Institucionalización de una realidad económica. 3.1. Nuestro régimen jurídico. 4. Un nuevo horizonte en los fondos comunes de inversión a través de la reforma legislativa introducida por Ley 24.083. 4.1. Pilares fundamentales de la ley 24083. 5. Conclusiones. 6. Bibliografía.

1. EL MERCADO BURSÁTIL COMO ALTERNATIVA PARA EL AHORRISTA.

En una sociedad de las características de la actual es evidente la existencia de los cada vez más amplios grupos sociales propietarios del ahorro, mientras que, paralelamente, las necesidades de financiación exterior de las empresas son también crecientes.

Se plantea entonces que entre las diversas alternativas que el ahorrista tiene para la colocación de sus economías existe la posibilidad de participar en el capital de grandes empresas, no ya como dueño sino como accionista minoritario que no influye individualmente en los órganos que la dirigen.

En el momento de escoger la mejor colocación para su ahorro nuestro hombre medio actual, que se aleja paulatinamente de la afición por el riesgo irreflexivo, procura obtener seguridad, liquidez, protección contra la inflación, rentabilidad y revalorización. La sencillez con que se puede transmitir la propiedad de las acciones y la existencia de un mercado bursátil, otorgan a la inversión mobiliaria estas condiciones que facilitan el proceso de apertura de las sociedades.

2. LOS FONDOS: UNA OPCION PARA EL MEDIANO AHORRISTA

El Fondo Común de Inversión constituye la forma jurídica que reúne las intenciones de un grupo de personas de recursos monetarios medios, que en conjunto deciden participar de las ventajas del mercado bursátil u otro tipo de inversión afín, que de otra manera no podrían efectivizar por el escaso monto de sus inversiones individuales debido a la relación costos-beneficios-riesgos que sólo en forma grupal posibilitan un rendimiento positivo. En definitiva podemos decir que el Fondo Común de inversión es un inversor institucional; o sea un intermediario que participa en el mercado de capitales colocando recursos en activos de largo plazo, asegurando la diversificación de instrumentos, acciones y bonos, reduciendo el riesgo, proporcionando una oportunidad de ahorro para pequeños y medianos inversores, y evitando dedicarle atención al seguimiento del negocio bursátil.

2.1. Ventajas de los fondos

2.1.1. Seguridad

El funcionamiento de los fondos ha avalado un nuevo concepto de seguridad. Tradicionalmente se identificaba a ésta en su proyección jurídica: seguridad de recuperar el capital invertido. Tras la aparición del fenómeno inflacionista como una constante mundial no puede reducirse al aspecto jurídico sino que requiere ser ampliada con su proyección económica. En el caso concreto de los Fondos dicha seguridad se identificaría esencialmente con el concepto de protección legal, y la seguridad económica podría entenderse como la conservación del valor inicial de la inversión. Ello se vería reflejado en lo siguiente:

a. Los fondos se compran y se venden a un valor prefijado de carácter contable. El participante no sólo conoce previamente el valor exacto al que realizará la operación, sino que tiene la garantía legal de que dicho valor coincide con el del activo del fondo, independientemente incluso de la oferta o demanda de participaciones que existan en aquel momento, dejando a salvo, por supuesto, el caso de los denominados fondos cerrados.

b. La diversificación y gestión profesional minimizan racionalmente la posibilidad de que el valor de adquisición descienda posteriormente, de forma tal, que incluso es posible hablar del papel estabilizador de los Fondos respecto de la Bolsa en general.

c. La seguridad radica más que en la misma cantidad de dinero que colocamos, en que ese dinero nos reporte la misma utilidad que cuando lo ahorramos. Esto es debido a que los Fondos no sólo ofrecen seguridad sino también una revalorización y rentabilidad reales.

Por supuesto que, al referirnos a seguridad tendríamos que añadir un nuevo elemento: la seriedad y profesionalidad de los agentes en su contrato con los posibles partícipes. En efecto, es en definitiva la sociedad gerente quien configura la imagen del Fondo ante el público.

2.1.2. *Diversificación*

Cualquiera sea el tipo de inversión, no es conveniente concentrar el dinero disponible en un sólo bien, sino distribuirlo en una amplia gama de éstos, con el fin de reducir los riesgos y optimizar utilidades. En efecto, decimos reducir riesgos porque, lo que el Fondo ofrece, no es la eliminación total de los mismos, sino su minimización racional mediante la correcta aplicación del principio de la amplia diversificación de inversiones.

Así, podemos concebir la inversión del fondo como una cartera balanceada de distintos tipos de valores mobiliarios emitidos por distintas empresas, que actúan en diversos campos de la actividad económica. Siendo, por supuesto, la composición de la cartera acorde a la política de cada fondo en particular y en relación directa al riesgo y la rentabilidad que cada uno esté dispuesto a asumir.

2.1.3. *Gestión profesional*

Una buena gestión profesional complementa la amplia diversificación, ya que si ésta última no viene acompañada por la primera, la utilidad sería prácticamente nula.

Independientemente de las diversas políticas económicas y de los distintos objetivos que puedan adoptar los Fondos, es evidente que todos ellos buscan contar siempre en su cartera con aquellos valores que mejor se amolden a la consecución de sus fines. Sólo esta tarea, prescindiendo de las demás complicaciones que implica la administración de un fondo, requiere una dosis de dedicación y de conocimientos difícilmente conseguibles por personas que no posean el tiempo, la información y las técnicas precisas.

Un inversionista con fondos bursátiles limitados y en forma individual, difícilmente tendría acceso a las mejores ventajas del negocio bursátil, ya que su cartera estaría formada por pocos valores, que se encontrarían a merced del riesgo inherente a toda concentración. También la adquisición de éstos y la reinversión

de sus utilidades se verían sujetas a la propia intuición del pequeño ahorrista, así como a factores como tiempo y conocimientos financieros, inherentes a toda toma de decisión, que pocas veces son tenidos en cuenta por él. El costo que implicaría contar con un asesor que administrara su cartera le restaría en gran medida reutilización a su pequeño capital.

2.1.4. *Liquidez*

En realidad, lo auténticamente revolucionario en los Fondos, es la posibilidad que ofrecen éstos de combinar la diversificación y la gestión profesional con la opción de poder retirar en forma inmediata y permanente la inversión realizada.

3. INSTITUCIONALIZACION DE UNA REALIDAD ECONOMICA

Aunque son diversas las manifestaciones jurídicas que dan forma legal a esta intención de un grupo de pequeños y medianos ahorristas de participar como inversores, en la actualidad aparecen dos grandes corrientes legislativas que enmarcan al instituto. Si bien de ambas formas se logra el fin económico básico por el cual se crearon los fondos, las consecuencias pueden ser diametralmente opuestas, pasando por los efectos jurídicos que cada sistema puede acarrear, lo relativo a la responsabilidad de las partes intervinientes, la naturaleza jurídica de la institución o quizás un tema tan importante como es su constitución como sujeto de derecho, sin olvidarnos de otras cuestiones de trascendencia como puede ser la gravitación fiscal y la doble imposición.

Veamos cómo las legislaciones configuran la institución:

a. Comunidad de Bienes

Los Fondos de inversión son considerados como patrimonios de destino o en administración, careciendo de personalidad jurídica. Las relaciones entre los partícipes y el Fondo se configuran como una comunidad o copropiedad y a su vez las relaciones entre los éstos, la Gestora y el Depositante están enmarcados dentro de los esquemas contractuales del mandato o la comisión.

b. Comunidad societaria

Este ente asociativo tiene una organización peculiar: los partícipes quedan excluidos de la gestión directa del Fondo, instaurándose un órgano de gestión cuyo ámbito de competencia se aleja de la tradicional calificación de mandato y se

configura como gestión orgánica.

El tratamiento legal del Fondo como una comunidad asociativa abierta o cerrada es un instrumento técnico que permite limitar la responsabilidad de los partícipes a los bienes aportados, deslindando claramente las responsabilidades de la Sociedad de Gestión y la de los inversores partícipes en el Fondo.

3.1. Nuestro régimen jurídico

En nuestra legislación las relaciones entre el Fondo y los partícipes se configura como una copropiedad indivisa según lo preceptúa el art. 1: "...pertene-ciente a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotas partes cartulares o escriturales..."

Respecto de las relaciones entre los copropietarios tenedores de cuotas partes no existe solidaridad alguna, ni se encuentran ligados entre sí por ningún contrato; ni si quiera hay entre ellos intención alguna de vínculo.

En cuanto a las relaciones entre los partícipes, la Sociedad Gestora y la Depositaria estarán encuadradas dentro de los esquemas contractuales del mandato o comisión, que se instrumenta a través de un Reglamento de Gestión al cual adhieren según lo preceptúa el art. 11: "El Reglamento de Gestión se celebrará ...entre Sociedades Gerente y Depositaria antes del funcionamiento del Fondo de Inversión y establecer las normas contractuales que regirán las relaciones entre las nombradas y los copropietarios indivisos. Este reglamento así como las modificaciones que pudieran introducirse entrarán en vigor una vez aprobados por el organismo de fiscalización" (Comisión Nacional de Valores). Asimismo art. 1 establece: "...Estos fondos no constituyen sociedad y carecen de personería jurídica". Parecería prudente aquí resaltar las palabras de Kenny que sostiene que es esencial que el fondo constituya una patrimonio de afectación diferenciado del patrimonio de la sociedad que lo administre, ya que al carecer de personería jurídica podría plantearse el problema de la confusión de patrimonios que gravitaría en importantes consecuencias.

La ausencia de personería jurídica condiciona la inquietud sobre la sujeción impositiva que nuestra legislación ha resuelto en el art. 25, determinando que su tratamiento impositivo será el establecido por las leyes tributarias correspondientes, no aplicándose condiciones diferenciales respecto del tratamiento general que reciben las mismas actividades o inversiones, quedando en claro que la imposición tendrá en cuenta como hecho imponible la actividad inversora, siéndole indiferente la institución a través de la cual se canalizan.

La responsabilidad queda resuelta primariamente a través del art. 4: "...en que la sociedad gerente y depositaria, administradores y gerentes y miembros de sus

órganos de fiscalización son responsables de perjuicios que pudiera ocasionar a cuotapartistas por incumplimiento de las disposiciones legales pertinentes y del Reglamento de Gestión". A similar resultado llegaríamos si aplicáramos subsidiariamente el resto de la normativa que compone nuestro ordenamiento jurídico.

4. UN NUEVO HORIZONTE EN LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION A TRAVES DE LA REFORMA LEGISLATIVA INTRODUCIDA POR LA LEY 24.083

Los Fondos Comunes de Inversión han sido, por más de treinta años, regidos en nuestro país por ley 15.885, que si bien en su momento fue adecuada, se volvió obsoleta debido a la evolución de los mercados, las nuevas estructuras económicas mundiales y la especial realidad política económica que vive nuestro país, imposibilitando así el manejo de los problemas de un mercado de inversión cada vez más sofisticado y con continua necesidad de expansión a través de la diversificación de opciones de inversión.

La ineficacia de esta ley se manifiesta en la escasa participación que los Fondos Comunes de Inversión han tenido en el mercado de capitales local. Un indicador económico para medir su inserción en el mercado, es la relación existente entre el patrimonio global de los fondos y la capitalización bursátil. Mercados similares a los nuestros, como el caso de España tienen un índice del 16%, mientras que el nuestro se ubicó, antes de la sanción de esta ley, en el 1,3 %. La evolución e incidencia que en éstos puede producir la nueva legislación la veremos a mediano plazo, ya que la ley así lo prevé en su art. 40, estableciendo 180 días, a partir de su promulgación, para que las instituciones se ajusten a sus normas.

4.1. Pilares fundamentales de la ley 24.083

Si bien ha sufrido importantes modificaciones que van a posibilitar un mejor funcionamiento y una adecuada adaptación a la nueva realidad económico-financiera y sin olvidarnos de que algunos puntos se mantienen controvertidos, la estructura jurídica de los fondos ha permanecido invariable, puesto que los tres ejes fundamentales en torno a los cuales gira el funcionamiento del Fondo: Sociedad Gestora, Sociedad Depositaria e inversionistas, permanecen constantes.

La modificación principal parte de su artículo Primero, donde se amplía el menú de opciones que pueden integrar el patrimonio del fondo, si bien se mantiene el dinero y los valores mobiliarios, se agrega la posibilidad de que las inversiones se canalicen en metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivadas de

operaciones de futuro y opciones e instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República. Tal vez faltó considerar una posibilidad de gran auge en otros países, como es la inversión en valores inmobiliarios. En nuestro país, ésta ha sido una de las más rentables, ostentando gran liquidez y posibilitando el ejercicio de la función social que todo fondo debería tener, que se traduce en el hecho de que pequeños ahorristas, sin capacidad adquisitiva para invertir en bienes inmuebles, lo hagan por medio de este instrumento. La modificación introducida en éste artículo posibilita formar fondos especializados en determinados rubros y por consiguiente dar alternativa a los inversionistas de manejar dos variables interrelacionadas como son el riesgo y la rentabilidad, posibilitando de ésta manera la institución de grupos sólo dedicados a una o muy pocas opciones de inversión.

Se observa una menor intervención del Estado, posibilitando así mayor libertad a la autonomía de la voluntad de las partes, dando la ley preeminencia a lo largo de todo su texto al Reglamento de Gestión, tal como, por ejemplo, lo establece el art. 6 cuando determina que la gestión del haber del fondo debe ajustarse a los objetivos de inversión definidos en el Reglamento; en éste caso la ley sólo es limitativa en tanto las partes dispongan invertir en valores mobiliarios o derechos y obligaciones, siendo obligatorio en éste supuesto hacerlo en títulos que tengan oferta pública y un 75% como mínimo en el país. Acorde a ésta preeminencia del Reglamento de Gestión para definir y dar sustancia a los fondos, es que se exige su publicidad por dos días en el Boletín Oficial y en un diario de amplia difusión, supuesto que antes no era contemplado.

Varía también la metodología a aplicar en cuanto a la valuación diaria por suscripción y rescate de las cuotapartes que antes se realizaba de acuerdo al precio de cierre del día anterior de realizadas las referidas operaciones, siéndolo ahora por los precios promedio ponderados al día en que se realicen éstas. Si bien esta modificación tiende a dar mayor transparencia al mercado, ha sido uno de los artículos más controvertidos y criticados de la reforma.

Se eliminó, de igual manera, a través de la reforma, la obligatoriedad de distribuir los beneficios del fondo, siendo ésta ahora opción de los contratantes.

La nueva posibilidad de constituir los denominados Fondos Cerrados es una de las incorporaciones que constituye el comienzo de una futura modificación profunda y estructural del sistema legal de los fondos. En éstos se limita la cantidad máxima de cuotapartes, que posee el fondo, no pudiendo ser rescatadas hasta la disolución del mismo o finalización del plan de inversiones que éste tenga establecido. Posibilita, asimismo, previa autorización, que los fondos cerrados participen en oferta pública. Si bien la ley no lo contempla esto trastoca, de alguna manera, la intención de la misma en cuanto a que la suscripción o rescate de las

cuotapartes de los fondos cerrados, que tengan oferta pública, lo harán conforme a la misma y no al sistema común de precios promedio ponderados.

La fiscalización y registro ya no estará a cargo de la Inspección General de Justicia sino, y en forma más acorde con la actividad realizada por éstos, por la Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las fiscalizaciones que a la Inspección o al Banco Central le correspondieran en relación a la sociedad depositaria o gerente.

Finalmente y en relación al régimen impositivo, que antes desgravaba utilidades y tenencias con el fin de promoción de los fondos, hoy se limita a remitir a la legislación tributaria correspondiente, no aplicándose condiciones diferenciales respecto del tratamiento general que reciben las mismas actividades o inversiones. La desgravación contemplada por la anterior legislación tendía, de ésta manera y con poco éxito, a promocionar la creación de éste tipo de sistemas de inversión, que hoy se trata de lograr por medio de una legislación más ágil, permisiva y acorde a la realidad económica-financiera que vive nuestro país, permitiendo que sea el ingenio de los grupos inversores y no el estado quien dé cause a su desarrollo.

5. CONCLUSIONES

La principal incidencia de los Fondos implica una revolucionaria política comercial, así como la popularización de la inversión bursátil que se proyecta como un elemento de estabilidad en la Bolsa, creando de ésta un nuevo un sentido más social de la Bolsa.

Con los Fondos el ahorrista medio tiene la posibilidad de liberarse del riesgo de la especulación, al tiempo que participa al mismo nivel que el gran accionista individual, en los beneficios de rentabilidad que implica una economía en desarrollo.

El Fondo Común como medio técnico, económico y jurídico es el más adecuado para encauzar las expectativas económicas de inversión del mediano ahorrista, disminuyendo en forma considerable los riesgos y obteniendo las ventajas que la inversión bursátil significa.

La realidad económica va más allá de la jurídica, que sólo trata de dar cauce legal a una necesidad de mercado, como lo manifiestan las diversas formas en que cada país lo ha legislado.

Pensamos que deben ser los inversores quienes decidan en qué invertir, cual será el riesgo que estén dispuestos a asumir y cuántas serán sus expectativas a la rentabilidad que desean obtener, y no el estado quien los dirija. Este sólo debe procurar la transparencia de los mercados, la agilidad de éstos y sobre todo reglas claras y parámetros uniformes, para que así el mediano ahorrista, ahora partícipe

del riesgo inversionista, sepa cuáles son las variables que debe considerar en su actuación sin necesidad de dispensas o subvenciones públicas.

La actual normativa instituida por la reforma simplemente brinda expectativas para el mejor desarrollo de los fondos. Creemos que ésta sólo debe regir una etapa de transición y que tal vez la forma más adecuada debería analizarse por el camino de la personalidad jurídica, que ni siquiera se vislumbra. Sólo a través de un marco legal más apropiado que tome en cuenta este elemento, se dará una mayor clarificación de su naturaleza y se llegará así a una mayor seguridad jurídica.

6. BIBLIOGRAFIA

- BOLSA DE COMERCIO DE Bs. As.; Fondo Común de Inversión.
INSTITUTO INTERAMERICANO DE SOCIEDADES DE CAPITAL; Las Sociedades de Inversión, 1985.
MATEOS APARICIO, PETRA; Bolsa de Madrid. Servicio de Estudios, 1977.
PRATS ESTEVE, JOSE; Mito y Realidad de los Fondos Comunes de Inversión; Ed. Deusto. Bilbao (España), 1971.
BOLLINI SHAW, CARLOS; BONEO VILLEGAS, EDUARDO; Manual para operaciones bancarias y financieras; Abeledo Perrot, 3er ed. act.

REVISTAS Y PUBLICACIONES

- NOVEDADES ECONOMICAS; IIERAL de Fundación Mediterránea: Año 14. N 138.
BOLETIN ECONOMICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Dic. 1991.
EL CRONISTA COMERCIAL: Enero 8 de 1992; Mayo 28 de 1992.
AMBITO FINANCIERO: Mayo 7 de 1992; Octubre 8 de 1991; Septiembre 24 del 1991; Septiembre 29 de 1990; Agosto 13 de 1991; Mayo 7 1992; Julio 31 1989; Abril 20 1992; Octubre 21 de 1991.