

UNIVERSIDAD CENTROAMERICANA

“JOSÉ SIMEÓN CAÑAS”



**FONDOS DE INVERSIÓN: CONCEPTOS, TIPOLOGÍA Y ANÁLISIS NORMATIVO PARA
SU IMPLEMENTACIÓN EN LA REALIDAD SALVADOREÑA DENTRO DEL MARCO DE
UNA AGENDA POST - NEOLIBERAL**

**TRABAJO DE GRADUACIÓN PREPARADO PARA LA FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**PARA OPTAR AL GRADO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

PRESENTADO POR:

EMILIO JOSÉ AVILÉS RAMÍREZ

JONATHAN ESTEVEN DELGADO LÓPEZ

FRANCISCO JOSÉ DÍAZ DÍAZ

ANTIGUO CUSCATLÁN, OCTUBRE DE 2016

UNIVERSIDAD CENTROAMERICANA

“ JOSÉ SIMEÓN CAÑAS ”

RECTOR

ANDREU OLIVA DE LA ESPERANZA, S.J.

SECRETARIA GENERAL

MSC. SILVIA ELINOR AZUCENA DE FERNÁNDEZ

DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ING. JOSÉ ANTONIO MEJÍA HERRERA

DIRECTOR DEL TRABAJO

LIC. MARLON ALBERTO GARCÍA TORRES

LECTOR

LIC. GERARDO OLANO

AGRADECIMIENTOS

A mis padres por ser el pilar fundamental e inspiración en mi vida y en toda mi educación, sin su apoyo y consejo nada de esto hubiera sido posible.

A mis hermanos por siempre darme el apoyo y cariño en momentos difíciles de diferentes maneras.

A Gabriela Guardado (Q.E.P.D) quien se convirtió en mi motivación para finalizar la carrera y lograr el sueño que ella no pudo en vida.

Siempre existirá un obstáculo en la vida, si no fuera así ésta no tendría sentido, a todo aquel que esté pensando en rendirse debe de saber que "*Fallar no es una opción*".

Emilio José Avilés Ramírez.

Dar las gracias hace bien a quienes las reciben y también a quien las da.

A Dios, el creador de todas las cosas, por darme la vida y la fortaleza desde niño.

A las personas que forman parte de mi vida (familia, amigos...), quienes tuvieron un gesto de comprensión y apoyo para mi persona y me ayudaron a recobrar la confianza en mí mismo.

A todas las personas que, directa o indirectamente, han tenido a bien ayudarme en mi formación como ser humano y profesional. En general, a todos los que se portaron bien conmigo.

A mi alma máter, por haber fomentado en mí el espíritu de lucha por construir una sociedad justa para todos.

A todos mis profesores, colegas y, en especial, a mis compañeros de tesis por el entusiasmo con que me alentaban a continuar.

Y un "tremendo" agradecimiento al director de este trabajo y a su lector, por sus propuestas tan creativas como acertadas. Ambos economistas y buenas gentes.

No sé si bastará con un simple "gracias". Por lo que han hecho por mí, siempre les estaré agradecido.

Jonathan Esteven Delgado López

Gracias a mi madre, a la Licda. Osegueda del Programa de Becas y a la familia Iraheta Moreno, en especial a mi tío Jorge.

Quien lea esto tiene que saber que con *fe, inteligencia, voluntad, y perseverancia todos los obstáculos se rinden*

Francisco José Díaz Díaz.

ÍNDICE GENERAL DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	14
CAPITULO I.....	15
CONCEPTOS, TIPOLOGÍA Y ANALISIS NORMATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	15
1.1 Conceptualización y tipología de los Fondos de Inversión	15
1.2 Funcionamiento y Tipología	19
1.3 Historia general de los Fondos de Inversión.....	25
1.4 Operatividad de los Fondos de Inversión	27
1.5 Ley de Fondos de Inversión de El Salvador	31
CAPÍTULO II.....	39
ANÁLISIS DE LAS EXPERIENCIAS DE ESPAÑA, ESTADOS UNIDOS Y COSTA RICA EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	39
2.1 La industria de Fondos de Inversión en España	39
2.2 La industria de Fondos de Inversión en Estados Unidos.....	53
2.3 La industria de Fondos de Inversión en Costa Rica	68
CAPÍTULO III.....	81
PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SALVADOR, BAJO UNA PERSPECTIVA POST-NEOLIBERAL.....	81
3.1 Contexto histórico de los Fondos de Inversión en El Salvador	81
3.2 Análisis comparativo de la tipificación, diversificación y fiscalidad de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador	83
3.3 Propuestas para reformar la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador	91
3.4 Propuesta de Fondos de Inversión en el contexto de una economía post- neoliberal ⁹²	
CONCLUSIONES	102
RECOMENDACIONES.....	103
BIBLIOGRAFIA.....	104

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I – 1:	Magnitud de la industria de Fondos de Inversión en América Latina. Patrimonio en proporción del Producto Interno Bruto. Datos del 2013	...27
Gráfico II – 1:	Patrimonio de los Fondos de Inversión. Periodo 1996 – 2015. Millones de Euros. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	...40
Gráfico II – 2:	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. Periodo 1990 – 2015. Datos en Unidades. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	...41
Gráfico II – 3:	Volumen de Efectivo Dinamizado por las Bolsas de Valores en España. Periodo 1999 - 2013. Datos en Millones de Euros. Instituto Nacional de Estadísticas (INE)	...46
Gráfico II – 4:	Patrimonio de los Fondos de Inversión por Categoría. Periodo 2009 – 2015. En Millones de Euros. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	...47
Gráfico II – 5:	Concentración del Patrimonio en las Diferentes Categorías de Fondos de Inversión. Periodo 2009 y 2015. Datos en Proporción del Patrimonio Total. Comisión Nacional del Mercado de Valores	...48
Gráfico II – 6:	Concentración de los Participes en las Diferentes Categorías de Fondos de Inversión. Periodo 2009 y 2015. Datos en Proporción del Total de Participes. Comisión Nacional del Mercado de Valores	...49
Gráfico II – 7:	Rentabilidad de los Fondos de Inversión Financieros contra la Tasa de Inflación. Periodo 1999- 2015. Datos en tasa de rentabilidad y en tasa de inflación	...50

Gráfico II – 8:	Tasa de Interés en España. Periodo 2000 - 1015. Datos al 31 de diciembre de cada año. Instituto Nacional de Estadística	...52
Gráfico II – 9:	Evolución de activos de los Fondos del mercado monetario. Periodo 1983 al 2000. Datos en billones de dólares	. 54
Gráfico II – 10:	Evolución de activos de los Fondos del mercado monetario. Periodo 2013 al 2015. Datos en millones de dólares	...61
Gráfico II – 11:	Incremento activos de los Fondos de bonos. Periodo 2005 al 2015. Datos en billones de dólares	...62
Gráfico II – 12:	Porcentaje de incrementos en activos de los Fondos de capital Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes	...63
Gráfico II – 13:	Número de gestoras de Fondos de Inversión entrando, saliendo y su totalidad. Periodo 2005 al 2015	...65
Gráfico II – 14:	Porcentaje de retorno en activos de los Fondos de capital. Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes	...66
Gráfico II – 15:	Porcentaje de retorno en activos de los Fondos de bonos. Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes	...67
Gráfico II – 16:	Costa Rica: Activos Fondos de Inversión. Periodo 1998 – 2015. Datos en Millones US \$.	...71
Gráfico II – 17:	Costa Rica: Activos Fondos de Inversión (Netos). Período 2010 – Marzo 2016. Datos en millones de USD)	...79
Gráfico II – 18:	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión. Utilidad Neta de la industria. Periodo enero 2008 – enero 2015. Datos en Miles de colones.	...80
Gráfico III – 1:	Distribución del crédito en los sectores económicos. Datos en tasas porcentuales para el año 2015. Asociación Bancaria Salvadoreña (ABANSA)	...82

Gráfico III – 2:	Distribución del Financiamiento proporcionado por los Fondos Éticos y Solidarios por Entidad Económica	...98
Gráfico III – 3:	Distribución del Financiamiento proporcionado por los Fondos Éticos y Solidarios por Actividad Económica	...99

ÍNDICE DE ESQUEMAS

Esquema I – 1:	Funcionamiento de los Fondos de Inversión	18
Esquema I – 2:	Funcionamiento del Sistema Financiero	20
Esquema I – 3:	Funcionamiento los Fondos Monetarios	22
Esquema I – 4:	Funcionamiento de Fondos de Renta Fija	23
Esquema I – 5:	Funcionamiento de Fondos de Renta Variable	23
Esquema I – 6:	Funcionamiento los Fondos Mixtos	24
Esquema I – 7:	Funcionamiento de los Fondos Garantizados	24
Esquema I – 8:	Funcionamiento los Fondos de Retorno Absoluto	25
Esquema II – 1:	Clasificación de los Fondos de Inversión en España	43
Esquema II – 2:	Clasificación de los Fondos de Inversión en Estados Unidos	56

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla II – 1:	Costa Rica. Estadísticas por país al primer trimestre de 2016.78
Tabla III – 1:	Criterios de Selección de Inversiones Aplicados por los Fondos Éticos y Solidarios en España97

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro III – 1:	Tipificación de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador	...83
Cuadro III – 2:	Diversificación de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador	...85
Cuadro III – 3:	Fiscalidad de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y España	...87

ÍNDICE DE SIGLAS Y ABREVIATURAS

- ABANSA:** Asociación Bancaria Salvadoreña
- BBVA:** Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BCR:** Banco Central de Reserva
- BM:** Banco Mundial
- BNV:** Bolsa Nacional de Valores
- BVES:** Bolsa de Valores de El Salvador
- CAFI:** Cámara de Fondos de Inversión de Costa Rica
- CAV:** Cuenta de Administración de Valores
- CEDES:** Certificados de Depósito
- CEDEVAL:** Central de Depósito de Valores
- CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores
- CONASSIF:** Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
- FI:** Fondos de Inversión
- FIAFIN:** Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión
- FINRA:** Financial Industry Regulatory Authority (por sus siglas en inglés)
- Fondos:** Fondos de Inversión
- Gestoras:** Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión
- ICA:** Ley de Sociedades de Inversión (por sus siglas en inglés)
- INE:** Instituto Nacional de Estadística
- INVERCO:** Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
- LIIC:** Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
- LRMV:** Ley Reguladora del Mercado de Valores
- OPAB:** Operaciones de Administración Bursátil
- PPA:** Paridad de Poder Adquisitivo
- SAFI:** Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión
- SEC:** Securities and Exchange Commission
- SGB:** Servicios Generales Bursátiles
- SGIIC:** Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
- SSF:** Superintendencia de Sistema Financiero
- SUGEVAL:** Superintendencia General de Valores

INTRODUCCIÓN

La presente investigación tiene como objetivo el estudio básico de los conceptos, tipología y análisis normativo de los Fondos de Inversión para una mayor comprensión de estos mismos en la realidad Salvadoreña ya que a futuro pueden ser una fuente de inversión y financiamiento de proyectos en El Salvador, la investigación además busca identificar las falencias dentro de la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador en comparación a Costa Rica, Estados Unidos y España, de ésta manera se puede sugerir algunas direcciones que se enfoquen en el beneficio común de sus integrantes con miras a un mejor estilo de vida futuro.

El desarrollo del documento se realizó mediante un proceso analítico de carácter cualitativo con base en una investigación descriptiva de las características y formas de administración de los Fondos de Inversión, los resultados obtenidos nos muestran que existe la necesidad de revisar exhaustivamente la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador para su adecuada implementación en el país, ya que con respecto a la legislación de los países estudiados, ésta forma de financiamiento no será una verdadera alternativa sin antes ajustarse a la realidad Salvadoreña.

El último propósito de ésta investigación es el seguir profundizando en el estudio de este tema, ya que existe un déficit de conocimiento en éste dado que en la actualidad los Fondos de Inversión apenas están dando sus primeros pasos con la aprobación de La Ley y el reglamento de funcionamiento para los mismos.

CAPITULO I

CONCEPTOS, TIPOLOGÍA Y ANALISIS NORMATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1.1 Conceptualización y tipología de los Fondos de Inversión

1.1.1 Conceptualización teórica

En el contexto global de la economía, las personas tienen acceso a distintas alternativas de inversión; *lo hacen a través del incentivo individual en el Sistema Financiero o a través de lo que se conoce como Sociedades de Inversión Colectiva*. El Salvador se integra a esta “práctica financiera” mundial con la aprobación en el año 2014 de la Ley de Fondos de Inversión, con lo cual se abren las puertas a las Sociedades de Inversión Colectiva. (Lemus de Rivera & López, 2015)

Los fondos de inversión son una forma de financiamiento *no tradicional* que se enmarcan dentro de la teoría económica neoclásica. Son una forma de inversión colectiva, formando parte de la actividad económica de las personas dentro de un sistema de interrelaciones. El abordaje teórico en la presente investigación será mayormente neoclásico; esta teoría *“considera la realidad económica como el campo de decisiones sobre medios escasos en función de fines dados por los gustos subjetivos de los consumidores”*. (Hinkelammert, 1980)

Los Fondos de Inversión se desarrollan dentro del mercado financiero, el cual puede definirse como:

“Un conjunto de instituciones, medios y mercados que mediante distintos mecanismos actúan en la intermediación de fondos, a través de instrumentos financieros, con la finalidad de canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit”. (Zelada & Meléndez, 1996)

Por medio de la intermediación de capitales, las unidades deficitarias en gasto obtienen recursos para financiar proyectos estratégicos, dinamizadores de la actividad económica; por ejemplo, la empresa privada para ampliar sus procesos productivos, mejorar la eficiencia, etc. Las instituciones gubernamentales obtienen recursos en el mercado financiero para darle seguimiento a programas sociales, por ejemplo, y cumplir así con sus funciones constitucionales.

Las interrelaciones entre las personas dentro del mercado financiero dan origen a diversas transacciones, las cuales pueden clasificarse como de corto, mediano o largo plazo. Con base en lo anterior, en el mercado financiero pueden identificarse dos grandes mercados: el mercado de dinero y el mercado de capitales.

El mercado de dinero se puede definir como la interrelación entre oferta y demanda de dinero; donde la demanda de dinero, es decir los saldos de dinero real que los agentes económicos requieren conservar para realizar sus transacciones, está condicionada por la oferta de dinero que proporciona el Banco Central. (Dornbusch, Fisher, & Startz, 2004)

Este mercado está compuesto por transacciones sobre instrumentos a corto plazo, de renta fija y de realización inmediata; principalmente, se enfoca en activos financieros a corto plazo. Sin embargo, es menester mencionar que en la Ciencia Económica el dinero necesita un análisis técnico con el cual se determina qué activos se consideran dinero; es decir, cuáles pueden usarse de manera directa, instantánea y sin restricciones para hacer pagos. (Dornbusch, Fisher, & Startz, 2004)

Éstos son:

- | | |
|--------------------------------|---|
| (1) = efectivo | (5) = participación en fondos de inversión en el mercado dinero |
| (2) = depósitos | (6) = cuentas de depósitos en el mercado de dinero |
| (3) = cheques | (7) = depósitos de ahorro |
| (4) = otros depósitos líquidos | (8) = depósitos menores con vencimiento |

Los mercados de capitales se constituyen por activos financieros de negociación a mediano y largo plazo. Pueden ser definidos como “el mecanismo mediante el cual el caudal de ahorros financieros se hace disponible para aquellos que buscan financiamiento a largo plazo”. (Zelada & Meléndez, 1996)

Los Fondos de Inversión son activos financieros, cuya función es la de servir como mecanismo de canalización del ahorro hacia las unidades económicas que necesitan financiamiento, estos se definen como:

“Un conjunto de recursos financieros, que forman un patrimonio autónomo de personas naturales y jurídicas, con el propósito de invertirlos en activos financieros, conforme a lo prescrito en la Ley y el reglamento interno de cada fondo, administrado por una sociedad especializada sobre la base de criterios de profesionalidad, diversificación y de riesgos a cuenta de los aportantes, quienes son propietarios del patrimonio en proporción a su aporte, que es representado por un certificado de participación”. (Zelada & Meléndez, 1996)

El objetivo de los Fondos de Inversión es generar utilidad a los partícipes¹, y para este propósito la Sociedad Gestora de Fondos de Inversión se encarga de la creación, administración y representación de los Fondos, estas funciones permiten a la gestora colocar el capital de los partícipes en un fondo determinado, el cual es seleccionado a partir de un plan de inversión, este consiste en combinaciones de productos con distinto perfil de riesgo los cuales van desde planes de inversión muy conservadoras² hasta los planes de inversión arriesgados³. (CNMV, 2006)

De acuerdo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006), la suma de los *capitales aportados por un número variable de personas se llama patrimonio*. Éste puede tener variaciones al alza o a la baja, este comportamiento se debe a dos razones:

- El número de partícipes: en la industria de Fondos de Inversión la cantidad de partícipes no tiene un carácter estable, esto se debe a que *en general cualquier inversión puede entrar o salir del fondo según su conveniencia, comprando o vendiendo participaciones*. (CNMV, 2006)
- El mercado de capitales: Las fluctuaciones del entorno económico mundial afectan la valoración de la cartera financiera de los Fondos de Inversión, de tal manera que *determinan la obtención de resultados positivos o negativos para el fondo y, en consecuencia, para cada uno de los partícipes*. (CNMV, 2006)

¹ Lo partícipes son los que aportan su capital al Fondo de Inversión.

² Tiene como principal objetivo la protección y estabilidad patrimonial por lo que admite una exposición mínima al riesgo, determinan el riesgo global de la cartera.

³ Buscan maximizar la rentabilidad para obtener un importante crecimiento patrimonial, por lo que admite una decidida exposición al riesgo.

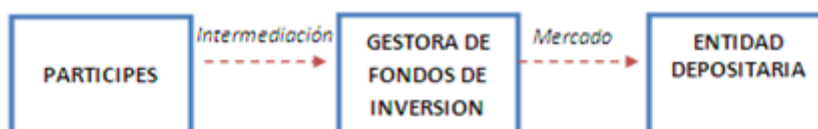
Dado que los partícipes son los que aportan el patrimonio, *la unidad de inversión en un fondo es la participación*, por lo que el valor de una inversión en un fondo está dado por el valor liquidativo. (CNMV, 2006)

Lo anterior se representa por la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Liquidativo} = \frac{(\text{Patrimonio del Fondo})}{(\text{N}^\circ \text{ de Participaciones en Circulación})}$$

Al realizar éstas operaciones, la Gestora debe de contratar una entidad depositaria que sea la responsable de la custodia de los valores y efectivo que integran la cartera de los Fondos, siendo esta entidad que asume frente a los partícipes la función de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por la Gestora. Cabe destacar que una Entidad no puede ser Sociedad Gestora y Entidad Depositaria al mismo tiempo. Por este servicio, podrá cobrar una comisión de depósito o custodia. A continuación se presenta un esquema sobre el Funcionamiento de los Fondos de Inversión:

Esquema I – 1: Funcionamiento de los Fondos de Inversión



Fuente: Elaboración propia

En resumen, se tienen los partícipes de los Fondos de Inversión los cuales pueden ser personas naturales o jurídicas, quienes aportan un determinado capital para poder invertir por lo que la Gestora de Fondos se encarga de la administración de ellos y además tienen incidencia en los fondos a invertir, todo ello estará vigilado por organismos oficiales y auditores (dependiendo las regulaciones de cada región) y serán comercializados a través de entidades financieras que estén dispuestas a ello (por ejemplo los bancos). Los valores a invertir estarán custodiados por una entidad contratada por la Gestora para su resguardo.

1.2 Funcionamiento y Tipología

1.2.1 Funcionamiento de los Fondos de Inversión

El accionar de la Gestora de Fondos de Inversión se da dentro un tipo de mercado organizado y especializado, ya que en ellos se transan títulos valores⁴ por medio de intermediarios autorizados, el cual es conocido como Bolsa de Valores. Ésta ofrece al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta (Lemus de Rivera & López, 2015)

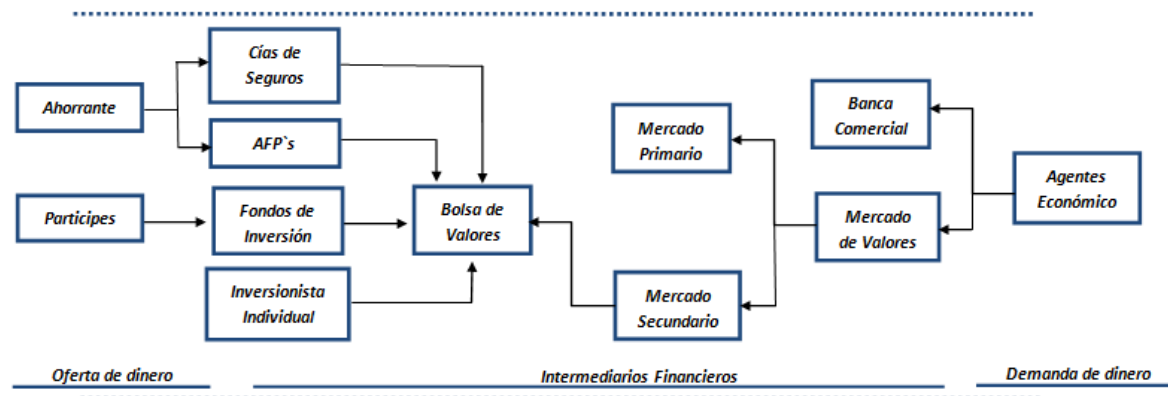
La Bolsa de Valores son mercados complementarios al Sistema Financiero tradicional, donde los agentes económicos, es decir las empresas y los gobiernos, pueden financiar proyectos productivos y de desarrollo para un país a través de los recursos invertidos por medio de la Bolsa de Valores, permitiendo a los aportantes de estos recursos recibir a cambio la oportunidad de invertir en una canasta de instrumentos que les permite obtener rentabilidad y diversificar su riesgo (Lemus de Rivera & López, 2015)

Fundamentalmente; el funcionamiento del sistema financiero está dividido en el mercado de valores y la banca comercial (entidades bancarias), el primero se divide en mercado primario el cual emite y transmite valores negociables por primera vez, el otro es el mercado secundario donde se da la compra-venta de valores que ya han sido emitidos en una primera oferta pública o privada.

Las Gestoras de Fondos de Inversión son instituciones que entra en la compra-venta de valores y este accionar se rige bajo su plan de inversión, es decir que ubica los valores adquiridos en sus diferentes Fondos. Posteriormente estos fondos son ofrecidos a los partícipes a partir de su perfil de inversionista, donde se toma en cuenta el riesgo de cada fondo y la comisión de ésta. Este funcionamiento queda evidenciado en el siguiente esquema:

⁴ De acuerdo al Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), el título valor es un documento mercantil que contiene un derecho (derecho de pago y de cobro) esencialmente transmisible, ya que pasa de unas personas a otras

Esquema I – 2: Funcionamiento del Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia

Las Gestoras de Fondos de Inversión por brindar sus servicios administrativos cobran determinadas comisiones, estas pueden ser:

- Comisión de Suscripción: cuando el inversionista decide entrar a un determinado Fondo de Inversión, este incurre en este tipo de comisión, la cual *se aplica sobre el capital invertido cada vez que se compran participaciones* (Bancopopular-e, 2016)
- Comisión de Reembolso: la participación es propiedad del inversionista, por lo que él decide en qué momento puede retirar su inversión, pero esto lo conduce a cancelar una determinada comisión que *se aplica sobre el capital reembolsado cada vez que se venden las participaciones*. Sin embargo, esta comisión no tiene un carácter general, debido a que *la mayoría de los Fondos de Inversión elimina esta comisión cuando pasa un número de años desde la inversión inicial* (Bancopopular-e, 2016)
- Comisión de Gestión y Depósito: la asesoría profesional que brinda la Gestora de Fondos de Inversión y la custodia de los valores financieros por parte de la Entidad Depositaria demandan una determinada comisión que *se cobra de forma periódica sobre el valor de las participaciones con el fin de compensar a la entidad gestora y depositario por los servicios prestados y las cuales son cargadas al Fondo de Inversión de forma directa* (Bancopopular-e, 2016)

La garantía de las comisiones consiste en que se asegura una asesoría profesional por parte de las Gestoras de Fondos de Inversión y una protección de los valores financieros

que brinda la Entidad Depositaria, pero se destaca el hecho que *el participe paga ciertas comisiones que varían según los fondos*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

El objetivo de los Fondos de Inversión consiste en generarle ganancias al inversionista [3], por lo que la Gestora de Fondos de Inversión [4] tiene el deber de calcular la rentabilidad del Fondo de Inversión, y este análisis se realiza *como el porcentaje de variación del valor liquidativo entre la fecha de suscripción y la fecha de reembolso*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

De manera formal esto significa:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{[(\text{Valor Liquidativo Final}) - (\text{Valor Liquidativo Inicial})]}{(\text{Valor Liquidativo Inicial})} * 100$$

Los Fondos de Inversión al estar ubicados en el mercado de capitales y ofrecer productos bursátiles provoca que no estén exentos de riesgo. Sin embargo *la naturaleza y el alcance de los riesgos dependerán del tipo de fondo, de sus características individuales (definidas en el folleto), y de los activos en los que finalmente se invierta el patrimonio*. De esta manera el inversionista debe elegir el fondo que más se adapte a su comportamiento ante el riesgo, aunque *en general, los fondos de inversión permiten controlar los riesgos, debido a que la diversificación favorece la compensación de resultados positivos y negativos de diferentes activos*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

El análisis financiero del riesgo en los fondos de inversión se basa en dos elementos, estos son:

- Volatilidad; y
- Duración

La volatilidad hace referencia a las fluctuaciones en el mercado financiero las cuales *nos indican si históricamente los valores liquidativos del fondo han experimentado variaciones importantes o si, por el contrario, han evolucionado de manera estable*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

Por su parte, la duración consiste en el periodo de tiempo en el cual se posee una participación de un fondo hasta su respectivo vencimiento, prácticamente es *un concepto que permite estimar como responderán los activos de renta fija ante variaciones de los tipos de interés*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

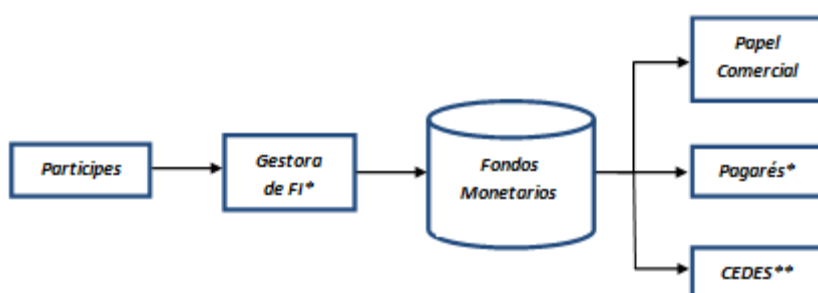
1.2.2 Tipos de Fondos de Inversión

Existen muchos criterios para realizar una clasificación de Fondos de Inversión, normalmente se hace según el tipo de activos financieros en que las Gestoras invierten las aportaciones de los partícipes, el conocer esto ayuda a que el inversor elija al que mejor se adapte a sus expectativas, situación económica y perfil de riesgo. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

La Comisión Nacional Española de Mercado de Valores (CNMV) a partir de lo anterior menciona los siguientes tipos de Fondos de Inversión:

- **Fondos Monetarios:** *También llamados Fondos de Dinero, estos Fondos se debe invertir en instrumentos de deuda a corto plazo (llámese por ejemplo Papel Comercial, Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento, Certificados de Depósito (CEDES), etc.). La duración promedio de la cartera debe de ser igual o inferior a 6 meses y sólo pueden invertir en activos con una calificación crediticia⁵ a corto plazo no inferior.*

Esquema I – 3: Funcionamiento los Fondos Monetarios



Fuente: Elaboración propia

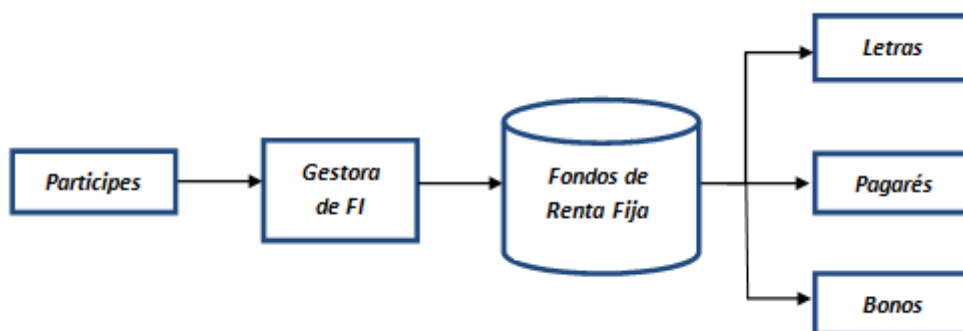
Nota: * Fondos de Inversión * Con rendimiento liquidable al vencimiento

** Certificados de Depósito

⁵ El Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay define las calificaciones crediticias como el instrumento para medir el riesgo que una entidad no pueda cumplir en tiempo y/o en forma con los compromisos financieros asumidos.

- **Fondos de Renta Fija:** Son aquellos Fondos que se invierten exclusivamente en Renta Fija⁶, es decir, obligaciones y bonos, letras, pagarés, etc. Las evolución de los tipos de interés provoca variaciones del valor de las participaciones de los Fondos de Renta Fija, cuanto menor sea el plazo de los vencimientos en los activos que invierta en el Fondo menor riesgo.

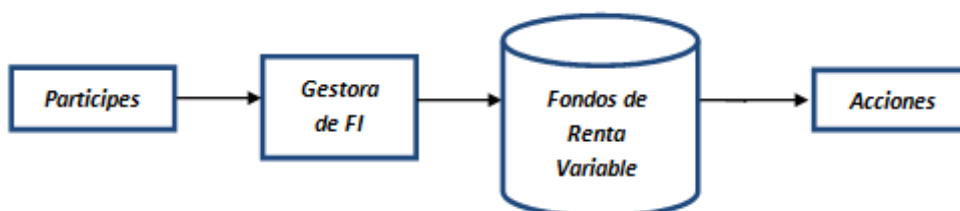
Esquema I – 4: Funcionamiento de Fondos de renta fija



Fuente: Elaboración propia

- **Fondos de Renta Variable:** Son los Fondos que se invierten la mayor parte de su patrimonio en acciones (activos de Renta Variable).

Esquema I – 5: Funcionamiento de Fondos de Renta Variable

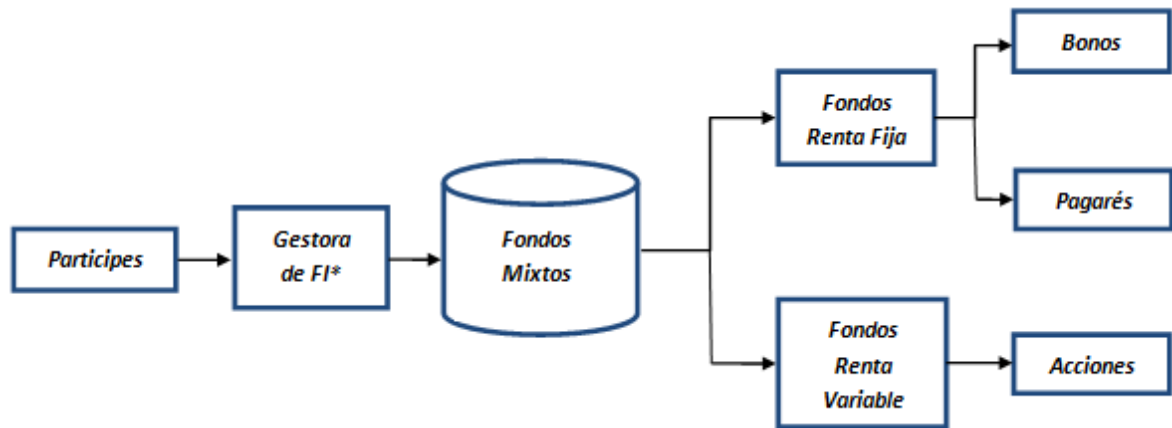


Fuente: Elaboración propia

- **Fondos Mixtos:** En estos cuanto mayor sea el porcentaje invertido en Renta Variable, mayores serán el riesgo y la rentabilidad que se puede obtener, normalmente se encuentran Fondos de Renta Fija mixta con una exposición de la Renta Variable inferior al 30%, o Fondos de Renta Variable mixta con una exposición a Renta Variable entre el 30% y el 75%.

⁶ Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España define los activos de renta fija como el conjunto de valores negociables que emiten las empresas y las instituciones públicas, y que representan préstamos que éstas entidades reciben de los inversores.

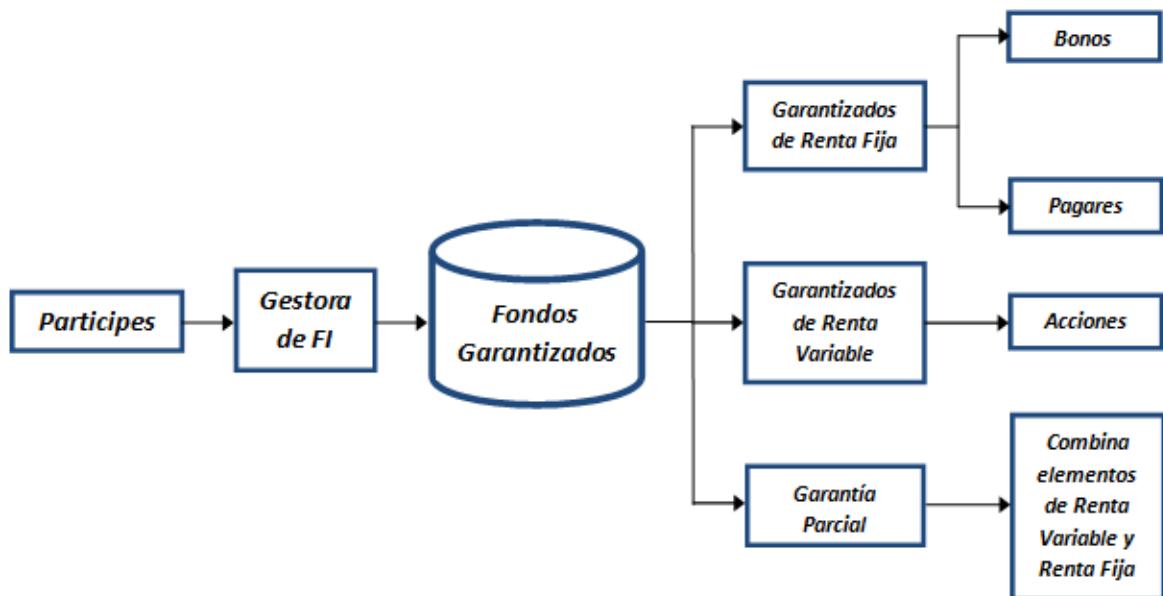
Esquema I – 6: Funcionamiento los Fondos Mixtos



Fuente: Elaboración propia

- **Fondos Total o Parcialmente Garantizados:** Estos *Fondos* aseguran la totalidad o cierta parte de la inversión inicial donde se encuentran *Fondos* que aseguran la inversión más un rendimiento fijo y otros *Fondos* que ofrecen la recuperación de la inversión inicial más la posibilidad de obtener una divisa o cualquier otro activo.

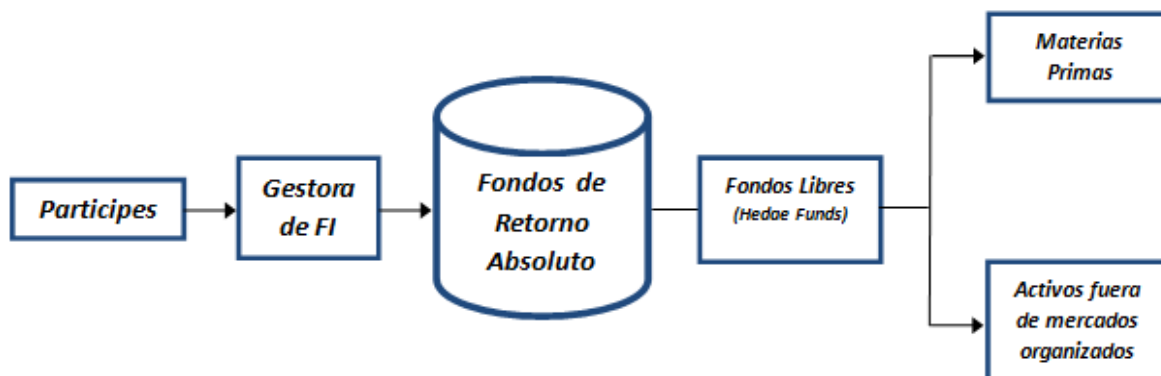
Esquema I – 7: Funcionamiento de los Fondos Garantizados



Fuente: Elaboración propia

- **Fondos de Retorno Absoluto:** *Persiguen un objetivo no garantizado de rentabilidad y riesgo de forma periódica. Los Fondos de Inversión libre o globales (también conocidos como "hedge funds") suelen pertenecer a esta categoría, los cuales no fijan un porcentaje a invertir por lo que existen Fondos con elevados niveles de riesgos.*

Esquema I – 8: Funcionamiento los Fondos de Retorno Absoluto



Fuente: Elaboración propia

Otra diferencia frente a los fondos de inversión tradicionales, es que las inversiones tienen una libertad no permitida en los fondos de inversión tradicionales como utilizar diferentes tipos de activos como materias primas e incluso aquellos que no cotizan en mercados organizado. Además estos no están obligados a ofrecer liquidez diaria ya que es común que existan ventanas de liquidez trimestrales o un periodo de preaviso de salida del fondo bastante amplio.

1.3 Historia general de los Fondos de Inversión

1.3.1 Antecedentes en Europa y Estados Unidos

El surgimiento de los Fondos de Inversión se remonta al siglo XVIII, con la creación de organizaciones denominadas "Administratis Kantooren", en Holanda, las cuales se dedicaban a "ofrecer públicamente la adquisición fraccionada de determinados valores mobiliarios que, por su alto valor o escasez, no se encontraban a disposición de ahorrantes medios y pequeños". Sin embargo, los profesionales en este tema consideran como precursor de los fondos actuales de inversión a los "fideicomisos de inversión" creados en Bélgica por Guillermo I en 1822, organismos que sí diversificaron sus inversiones. (Rodas & Solórzano, 2003)

Los Fondos de Inversión se expandieron por los países desarrollados de la época: en Gran Bretaña aparecen "London Financial Association" e "International Financial Society"; en Escocia, en 1873 aparece "Scottish American Investment Trust"; en Estados Unidos, en 1924 surgen formas perfeccionadas de fondos, como las de tipo abierto. (Ibíd.).

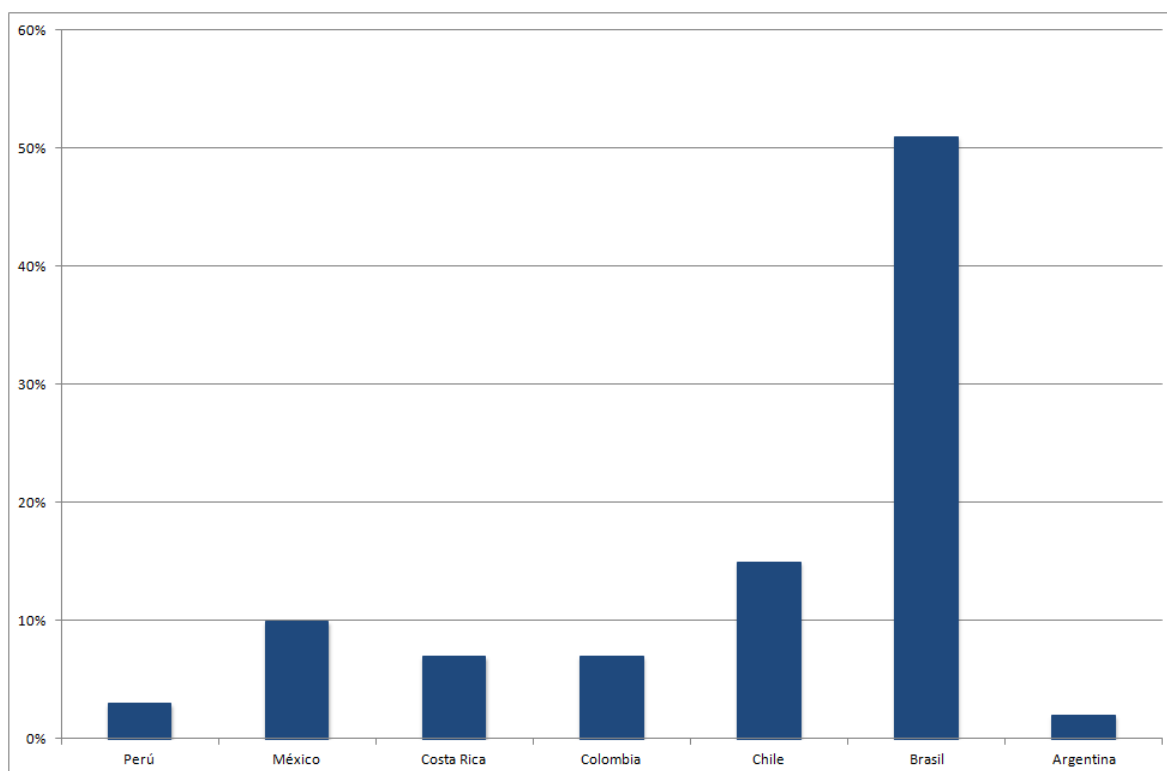
La aceptación de los Fondos de Inversión en Estados Unidos fue tal que para 1940 existían 68 fondos de inversión que administraban \$1 billón de dólares, cuatro décadas después ya se contabilizaban 570 fondos de inversión por activos que oscilaban los \$143 billones de dólares, lo que permitió a esta nación una rápida evolución desde 1980 que correspondía un 6% de las familias para en el año 2013 llegó a ser un 46% de la población familiar, es decir 56.7 millones de familias provocando que los Fondos de Inversión se convirtieran en una industria clave en el mercado de capitales de Estados Unidos. (García & Silva, 2015)

1.3.2 Antecedentes en América Latina

En Latinoamérica, los Fondos de Inversión irrumpieron a partir de 1956 en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Venezuela. Estos países se caracterizaban en esa época, por la presencia de desequilibrios económicos y financieros que repercutían en las decisiones de los inversionistas, por lo que los Fondos de Inversión fueron vistos como una posibilidad de diversificación de riesgo de las inversiones (Rodas & Solórzano, 2003)

La industria de Fondos de Inversión ha tenido una gran participación en la economía de Brasil para el año 2013, superando con creces a Chile, México y el resto de Latinoamérica, tal como se aprecia en el siguiente Gráfico:

Gráfico I – 1: Magnitud de los Fondos de Inversión en América Latina. Patrimonio en proporción del Producto Interno Bruto. Datos del 2013



Fuente: Elaboración propia en base a la Bolsa de Valores de El Salvador en su documento *Fondos de Inversión: Una alternativa financiera para dinamizar la economía salvadoreña*

1.4 Operatividad de los Fondos de Inversión

1.4.1 La elección de un Fondo de Inversión

La elección de un fondo de inversión debe estar en concordancia con el perfil del inversionista, por lo que el inversionista debe estar consciente de su *situación y objetivos personales*, y de esta manera proceder a seleccionar el fondo de acuerdo al a) *Perfil de riesgo y política de inversión*; b) *Horizonte temporal recomendado*; c) *Comisiones*; d) *Rentabilidades históricas*; e) *Publicidad y mensajes comerciales* (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

Las Gestoras de Fondos manejan su respectiva política de inversión, de tal manera que los fondos que se ofrecen contienen carteras de productos financieros con diferentes niveles de riesgo, por lo que el inversionista debe tener claro el nivel de riesgo al que está dispuesto a incurrir, así como el tiempo en el que se está dispuesto mantener la

participación, aunque *es importante que el capital invertido en un fondo pueda mantenerse al menos durante el horizonte recomendado para el mismo* (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

En el proceso de elección el inversionista debe considerar las comisiones como un elemento importante para su toma de decisión, debido a *que pueden tener una incidencia significativa sobre la rentabilidad*. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

Por lo tanto el participante debe conocer los tipos de comisiones que existen en la industria de los fondos de inversión, los cuales ya se explicaron anteriormente, y que en un análisis detallado se determina que se basan en diferentes parámetros, es decir:

“Un fondo de inversión aplica distintas comisiones a las diferentes clases de participaciones que emita, en función de criterios como las políticas de comercialización (diferentes comisiones si el fondo se suscribe por Internet, por teléfono o en una sucursal), el volumen de inversión (en general, a mayores volúmenes de inversión menores comisiones), la divisa de denominaciones del fondo u otros parámetros”. (Ibíd.)

En su intento por prever el futuro el inversionista puede recurrir a las rentabilidades históricas, de tal manera que *el comportamiento de un fondo en el pasado es un elemento más a considerar a la hora de decidir, siempre que se tenga en cuenta que las rentabilidades obtenidas con anterioridad no aseguran una evolución similar en el futuro*. (Ibíd.).

Como cualquier producto financiero, los fondos de inversión se promocionan a través de las agencias de publicidad y mensajes comerciales, por lo que *es muy importante que el inversor valore de forma crítica la publicidad*, para que de esta forma tome la mejor decisión debido a que *los mensajes comerciales no pueden incluir toda la información precisa para determinar si el producto se adapta o no a sus necesidades y preferencias*. (Ibíd.).

1.4.2 Proceso administrativo de los Fondos de Inversión

El inversor decide libremente si coloca su dinero en un fondo de inversión, por lo que de esta manera si se interesa en un fondo, debe tomar en consideración los criterios que se mencionan en el sub apartado anterior. Así una vez seleccionado el Fondo de Inversión, el inversionista proceda a suscribirse para obtener *un numero de participaciones que es el resultado de dividir el importe invertido entre el valor liquidativo aplicable a la operación.* (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

El inversionista puede realizar su solicitud de suscripción a través de entidades comercializadora *como bancos, cajas de ahorros, sociedades de valores, etc.* Aunque también se pueden comprar participaciones a través de las Gestoras de Fondos. (Ibíd.)

Cuando el inversionista desea participar en un fondo *es frecuente que las entidades financieras exijan la apertura de una cuenta corriente;* para que de esta manera se facilite el servicio administrativo del fondo y de esta manera *canalizar los movimientos derivados de la suscripción y reembolso de participaciones.* (Ibíd.)

El proceso administrativo de los Fondos de Inversión indica que *las entidades comercializadoras están obligadas a entregar de forma gratuita a los clientes el folleto simplificado del fondo y el último informe semestral publicado, antes de la suscripción y con independencia del canal utilizado para la venta.* (Ibíd.)

En cuanto al reembolso de participaciones el inversionista decide en qué momento se retira de una determinada inversión, de tal manera que *para deshacer la inversión en un fondo es necesario reembolsar las participaciones a un determinado valor liquidativo, el que corresponda a la fecha en que se solicita el reembolso.* (Ibíd.)

Se da el caso en el que el inversionista decide trasladarse de un fondo a otro, ya sea *entre fondos de la misma gestora o bien entre fondos de distintas gestoras.* En términos técnicos el traspaso *no es más que el reembolso de un fondo de inversión y la inmediata suscripción de otro, conservando la antigüedad de la primera inversión a efectos fiscales,* es decir que las ganancias del inversionista *no tributan mientras no se produzca el reembolso definitivo.* (Ibíd.)

1.4.3 Ventajas de los Fondos de Inversión

El partícipe en recursos financieros en el corto plazo se ve ante una amplia gama de opciones de inversión disponibles; motivado por el interés de “poner a trabajar” sus recursos y no tenerlos ociosos. En este sentido, los Fondos de Inversión son solo una alternativa dentro una variedad de productos financieros. Conviene entonces indagar cuáles son las ventajas de decidirse por un fondo de inversión, así como cuáles son sus desventajas.

Los fondos de inversión, en su calidad de inversión colectiva, presenta ventajas frente a las inversiones individuales; dichas ventajas van a depender, en buena medida del perfil y situación personal del ahorrador o inversor y de sus necesidades. (López Pascual, 1999)

Así pues, “si una persona está pensando en adquirir su primera vivienda, sin duda alguna, por muy atractivo que pueda resultar un Fondo de Inversión, en estos momentos, su inversión principal debería ir orientada a una cuenta vivienda que ofrece una mayores ventajas fiscales, para su caso concreto, que un Fondo de Inversión”. (Ib. pág. 31).

La principal ventaja de los Fondos de Inversión va a radicar en “que el inversor, mientras no reembolse participaciones del Fondo, no va a tener que tributar anualmente por los rendimientos obtenidos”. (Ib. Pág. 33). Se presentan a continuación otras ventajas de los Fondos de Inversión:

- Liquidez: En poco tiempo, el cliente puede reembolsar lo invertido.

- Seguridad: Se presupone que al gestionar las inversiones un equipo de profesionales se obtiene una mayor seguridad y presumiblemente una mayor rentabilidad de las mismas.

- Diversificación: Los gestores, dentro de las limitaciones legales, al manejar volúmenes patrimoniales importantes invierten en diferentes activos permitiendo, por tanto, ampliar y diversificar la inversión.

1.5 Ley de Fondos de Inversión de El Salvador

En El Salvador, en 10 de Septiembre del 2014 mediante el decreto N° 776 se aprobó la ley de fondos de inversión, el cual en su Art. 1 estipula que dicha ley tiene por objeto regular y establecer el marco de supervisión de estos, así también sus cuotas de participación, las sociedades que los administran y sus operaciones, etc. Donde la Gestora de Fondos de Inversión podrá mantenerlo en depósitos bancarios, respetando el reglamento interno de cada Fondo y a la normativa específica dictada por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Según menciona el Art. 3 de la ley sobre los Fondos de Inversión existe una clasificación de estos:

1.5.1 Fondos de Inversión Abiertos

Son aquellos que no tienen un plazo definido y los partícipes pueden rescatar sus cuotas de participación en cualquier tiempo, total o parcialmente. Los Fondos Abiertos deberán contar con un patrimonio mínimo de trescientos cincuenta Mil dólares Americanos y al menos con cincuenta partícipes o diez partícipes. Si existe por lo menos un inversionista institucional, este monto se actualizará conforme lo establece la ley del Mercado de Valores para los capitales de constitución y operación solicitud de Registro del fondo y autorización de documentos, se denominará inversionista institucional los Bancos, Fondos de Pensiones, Sociedades de Seguros, Reaseguradoras y Fondos de Inversión. Es decir que su finalidad sean las inversiones financieras y que el volumen de transacciones, sea considerado relevante y esté debidamente autorizado por el Banco Central según lo detalla esta ley. El fondo de inversión debe de contar con este monto en un plazo máximo de ciento ochenta días a partir de la fecha del registro del fondo, de lo contrario la Gestora lo informará al Superintendente dos días hábiles después para concretar la liquidación del Fondo. Existen distintas clases de cuotas de participación en un mismo Fondo, diferencian entre sí por las comisiones y gastos que les sean aplicables y no por las inversiones que realizan al fondo. Por lo tanto las cuotas de participación dentro de cada clase tendrán igual valor y características, cuando se hable de las actuaciones del Fondo se debe entender que la Gestora de Fondos de Inversión es quien se encarga del mismo. La entidad que estará encargada de la supervisión será la superintendencia y por lo tanto el Banco Central será la entidad reguladora el cual emitirá las normas necesarias que permitan la aplicación de esta Ley. (Ley de Fondos de Inversión de El Salvador, 2014)

La liquidación de un Fondo Abierto será realizada por su Gestora. Si se da por causa de la Gestora, se deberá solicitar a un Juez con competencia en materia mercantil el nombramiento de un liquidador, este deberá nombrarlo dentro del plazo improrrogable de dieciséis horas hábiles de recibida la solicitud mientras esto no suceda. Una vez sea nombrado el liquidador el plazo en que deberá practicarse la liquidación para un Fondo Abierto no podrá exceder de un año. (Ley de fondos de inversión de El Salvador, 2014)

1.5.2 Fondos de Inversión Cerrados

Son fondos que tienen un plazo definido y los participantes solo podrán recibir lo que les corresponda de sus cuotas de participación al final del plazo del fondo y en los casos establecidos en la presente ley, pudiendo sus cuotas de participación ser negociadas en mercado secundario. Al igual que los fondos de inversión abiertos, los Fondos Cerrados deberán contar con un patrimonio mínimo de trescientos cincuenta mil dólares Americanos y al menos con diez partícipes, o dos partícipes. Si existe un inversionista institucional, debe de alcanzarse en seis meses desde que el fondo sea asentado en el Registro, de no lograrse la Gestora deberá informarlo al Superintendente en los dos días hábiles siguientes, para efectos de la liquidación del Fondo. Estos Fondos de Inversión pueden realizar disminuciones voluntarias y parciales de su capital según sea establecido en su Reglamento Interno del fondo, donde detallen la forma, condiciones y plazos que se señalen. Además el reglamento debe contener información mínima para optar a la disminución de capital, fechas de pago y metodología para el cálculo del valor de devolución de las cuotas de participación. (Ley de fondos de inversión de El Salvador, 2014)

Los beneficios netos percibidos durante el ejercicio se distribuirán en el Fondo de Inversión Cerrado (se entenderá como la cantidad que resulte de restar a la suma de utilidades, intereses, beneficios, dividendos y ganancias de capitales efectivamente percibidas, el total de pérdidas y gastos devengados en el período) (Ley de Fondos de Inversión de El Salvador, 2014)

Según el Art. 62 de ley de Fondos de Inversión, La Gestora deberá acompañar a la solicitud de registro de los Fondos Cerrados dentro de los cuales están:

- *Proyecto de Escritura de emisión de cuotas de participación;*

- *Reglamento Interno del Fondo;*
- *Prospecto de colocación de cuotas de participación;*
- *Modelo de contrato de suscripción de cuotas de participación entre la Gestora y el partícipe;*
- *Otros documentos que por la naturaleza del Fondo sea necesario presentar.*

Cada Fondo Cerrado tendrá un Comité de Vigilancia integrado por tres miembros, los cuales se elegirán en una Asamblea Ordinaria y durarán un año en sus funciones, serán remunerados con cargo al Fondo y podrán ser reelectos. Según se determine en el reglamento interno, estos no deberán estar relacionadas a la Gestora del Fondo y al menos uno deberá tener la calidad de partícipe.

La liquidación de los Fondos Cerrados será por medio de un liquidador nombrado en Asamblea Extraordinaria de partícipes (puede ser la Gestora, siempre y cuando no sea por ella la causa de la disolución). Cuando corresponda al Juez nombrar al liquidador, deberá nombrarlo dentro del plazo. Asimismo cuando sea nombrado el liquidador el para la liquidación del Fondo Cerrado será acordado en Asamblea Extraordinaria de partícipes y en ningún caso podrá ser superior a cinco años. Las personas naturales estarán exentas del pago del Impuesto sobre la Renta por los ingresos, o ganancias provenientes de sus cuotas de participación en Fondos de Inversión.

Transcurridos diez años a partir de la fecha en que se hubiere notificado a los inversionistas sobre la liquidación del Fondo de Inversión ya sean Abiertos o Cerrados, las cantidades de dinero de los Fondos de Inversión liquidados que no sean reclamados por sus beneficiarios pasarán a favor del Estado. Las sumas de dinero no reclamadas pasaran directamente a la Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda.

1.5.3 Cuotas de Participación

La ley de Fondos de Inversión de El Salvador detalla la forma de distribución de los aportes efectuados por los inversionistas a un Fondo, estos quedarán expresados en valores o en instrumentos financieros denominados cuotas de participación. En los

Fondos Abiertos será la Gestora quien se encargara de llevar sus registros para el control de las cuotas de participación las cuales no serán transferibles, las cuotas de participación de los Fondos Cerrados serán representadas por anotaciones en cuenta, por lo tanto los inversionistas solo podrán realizar sus aportes en dinero y bienes inmuebles

Las personas naturales que sean partícipes en un Fondo Abierto y Cerrado en El Salvador podrán designar beneficiarios de sus cuotas de participación los cuales quedaran en el contrato de suscripción de cuotas de participación. En aquellos casos que se dé la colocación de la primeras cuotas de participación el precio estará determinado por la Gestora, ésta se actualizará diariamente durante el período de suscripción de cuotas de participación, no podrá ser inferior al que resulte de dividir el valor del patrimonio del Fondo entre el número total de cuotas de participación pagadas, no será aplicable a la colocación de cuotas de participación efectuada en Bolsa.

Se puede dar una emisión fallida en el Fondo de Inversión. Según el Art. 64 de ésta ley, esto se da cuando las condiciones a cumplirse dentro de un determinado plazo no se cumplen por lo que la suscripción y pago quedarán sin efecto. Las cuotas de participación de una emisión fallida serán devueltos a los respectivos partícipes, en un mismo Fondo podrá haber más de una emisión cuales deben ser acordadas en Asamblea Extraordinaria de partícipes, para la determinar el precio de las emisiones siguientes a la primera se deberá dar a los partícipes información amplia y razonada acerca de los elementos de valoración de las cuotas de participación, sustentada por lo menos, en dos informes de expertos independientes conocedores de la materia, además los partícipes tendrán derecho para suscribirse a cuotas de participación de aumento de capital del Fondo, las inversiones que se efectúen con recursos de los Fondos tendrán como único objeto la obtención de una adecuada rentabilidad, en función del nivel de riesgo y de los requerimientos de liquidez, las inversiones que los Fondos realicen deberán valorarse a precio de mercado y en el caso que los activos a valorar sean inmuebles, éstos deberán ser valorados por peritos inscritos en la Superintendencia o en otras entidades cuyos registros ésta reconozca, Cuando los Fondos Cerrados inviertan en sociedades cuyas acciones no se negocien en Bolsa pero su finalidad sea la inversión en proyectos empresariales a desarrollarse en el mediano y largo plazo deben expresarlo claramente en su política de inversión, el Art. 97 de ésta ley da ejemplos de inversión de los Fondos de Inversión:

- *Valores emitidos o garantizados por el Estado de El Salvador o por Instituciones Autónomas de El Salvador;*

- *Bonos y otros valores emitidos o garantizados por bancos locales;*
- *Valores representativos de la participación individual del inversionista en un crédito colectivo de sociedades salvadoreñas o valores que representen la participación en el patrimonio de sociedades salvadoreñas;*
- *Cuotas de participación de Fondos Abiertos o Cerrados regulados de conformidad a esta ley;*
- *Valores emitidos en un proceso de titularización, de acuerdo a la regulación salvadoreña;*
- *Reportos con valores de oferta pública definidos en el Reglamento Interno del Fondo; entre otros.*

Se podrán comercializar cuotas de participación de Fondos de Inversión Extranjeros entendiéndose estos como la promoción, la colocación y también la compra o venta de cuotas de participación de fondos de inversión autorizados en otros países, cuando previamente hayan sido registradas en la Superintendencia para su comercialización. Éstas deben considerar el perfil de riesgo del posible inversionista y sus necesidades de inversión y en todo caso de no ser compatible su perfil con el Fondo seleccionado, la comercializadora deberá evidenciar la aceptación y conocimiento del inversionista de ésta condición, según el Art. 103 de esta la ley de Fondos de Inversión para que se autorice el registro de las cuotas de participación de un Fondo de Inversión Extranjero, la Gestora deberá comprobar las condiciones siguientes:

- *Que el fondo de inversión se encuentre autorizado y supervisado por un órgano regulador de un país que tenga similares o superiores requisitos de supervisión y regulación con respecto a los de El Salvador;*
- *Que la información del fondo de inversión se encuentre disponible en sistemas de información bursátiles o financieros internacionales reconocidos por la Superintendencia.*

Las entidades encargadas de manejar los Fondos de Inversión son las Gestoras de fondos, que según la Ley de Mercado de Valores, se constituirán como sociedades

anónimas de capital fijo, de plazo indeterminado, su capital social estará dividido en acciones nominativas o representadas por anotaciones en cuenta, ninguna Gestora usará en su denominación “Nacional” sino la expresión “Gestora de Fondos de Inversión” ya que es de uso obligatorio respaldada por el estado, según el Art. 13 la gestora deberá ser administrada por una Junta Directiva, integrada al menos por tres Directores propietarios e igual número de suplentes, los Directores de la Gestora deberán Ser reconocidos por su honorabilidad, contar con amplios conocimientos y experiencia comprobada como mínimo de cinco años en materia financiera y administrativa y ser mayores de treinta años, el capital social de constitución de la gestora no podrá ser menor a quinientos mil dólares Americanos, el cual debe pagarse totalmente en efectivo por medio de cheque certificado o cheque de caja o de gerencia.

La ley de Fondos de Inversión menciona algunas responsabilidades de la Gestora:

- *La buena gestión y administración de los Fondos que administre. Por los resultados obtenidos, únicamente responderá cuando en dicho proceso se incurra en pérdidas causadas por dolo o culpa en sus actuaciones, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada;*
- *Llevar contabilidades separadas por cada Fondo que administre, independientes de la contabilidad que corresponda a la Gestora;*
- *Cumplir en calidad de administrador con todas las obligaciones formales de carácter tributario que implica la administración de los Fondos y responder solidariamente ante el Fisco de las obligaciones tributarias sustantivas contenidas en el Código Tributario y demás Leyes de la materia.*

El Art. 31 de la ley de Fondos de Inversión destaca que cada gestora debe publicar en dos periódicos de circulación nacional y en su sitio web, sus estados financieros al treinta de junio y al treinta y uno de diciembre de cada año donde un auditor externo deberá de estar presente en su publicación, la gestora estará obligada a indemnizar a los partícipes del Fondo por los daños y perjuicios causados por ella, sus representantes, Directores, Gerentes, auditores externos, miembros de su personal y cualquier otra persona que le preste servicios, en perjuicio de dichos partícipes, como consecuencia de la ejecución u omisión incorrecta de algún proceso, además en los casos en que la Superintendencia tenga conocimiento de actuaciones dolosas o culposas de la Gestora que afecten al Fondo, el Consejo, mediante resolución razonada, podrá dictar medidas tales como,

nombrar un delegado para que preserve los activos del Fondo, ordenar la ejecución de la garantía, suspender la transacción bursátil de las cuotas de participación, estas medidas mencionadas en éste artículo estarán vigentes mientras hasta que se subsanen las causas que dieron origen a su aplicación.

Los valores en que las Gestoras inviertan los recursos de los Fondos deben estar bajo custodia de una entidad autorizada conforme a la Ley del Mercado de Valores, para El Salvador la entidad autorizada es CEDEVAL, la Gestora deberá celebrar contratos de depósito y custodia con las entidades que prestarán este servicio, el Banco Central será el encargado de velar por el cumplimiento de las normas técnicas respecto a ello. (Ley de fondos de inversión de El Salvador, 2014).

1.5.4 Clasificación de Riesgo

El Art 88 de la ley de Fondos de Inversión detalla que cada Fondo deberá contar con al menos una clasificación que refleje los riesgos de los activos integrantes de dicho Fondo y de las operaciones que realice, esta clasificación será realizada por una entidad clasificadora de riesgo autorizada por la ley del Mercado de Valores, el cumplimiento de estas normas estará a cargo de El Banco Central enfocándose en las condiciones mínimas legales y financieros que las clasificadoras de riesgo deben considerar en sus informes, donde el valor del patrimonio del Fondo se calculará restando del valor de sus activos y sus pasivos, las clasificaciones de riesgo otorgadas en el extranjero a los Fondos de Inversión, tendrán validez en El Salvador siempre que hayan sido otorgadas por clasificadoras de riesgo extranjeras, reconocidas por la Comisión de Valores de los Estados Unidos de América, denominada Securities and Exchange Commission (SEC). (Ley de fondos de inversión de El Salvador, 2014).

El 28 de Junio del 2015 en El Salvador se constituyó la primera Gestora de Fondos de Inversión bajo el nombre casa de Corredores de Bolsa Servicios Generales Bursátiles (SGB), se espera que este año comience a operar ya que falta el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) y la solicitud del comienzo de operaciones ante el supervisor, Julia Castaneda de SGB menciona que esta sociedad fue creada con la finalidad de administrar y comercializar cuotas de participación de Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados, además una importante ventaja competitiva es que los monto de apertura de cuenta serán de \$500 y aportes de \$50. (El Diario de hoy, 2015).

Según la Bolsa de Valores de El Salvador esta nueva herramienta ayudará a tener más ahorro ya que se trata de un patrimonio que se forma con los aportes de un grupo de personas que invierten en su capital en búsqueda de rentabilidad, uno de los puntos más importantes de esta Ley, es la creación de las Gestoras que tendrán la finalidad de administrar los fondos de inversiones. Estas serán las encargadas de realizar todos los actos, contratos y operaciones necesarias para la administración y el funcionamiento de los fondos. (Escobar, Bolsa de Valores de El Salvador, 2015)

En el país se está a la espera que la SGB comience sus operaciones a totalidad ya que solo se tiene información sobre la constitución de la Gestora pero no sobre fecha de inicio de ésta, las expectativas son positivas antes esta nueva herramienta de financiamiento no solo por su flexibilidad, para Rolando Duarte, presidente de la Bolsa de Valores de El Salvador:

“La expectativa es que los volúmenes de inversión vayan creciendo, lo cual aumentará en la medida que se incorporen más actores, más productos, se amplíe su distribución y la divulgación del producto” (Belloso, 2015).

CAPÍTULO II

ANÁLISIS DE LAS EXPERIENCIAS DE ESPAÑA, ESTADOS UNIDOS Y COSTA RICA EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 La industria de Fondos de Inversión en España

2.1.1 Contexto histórico de los Fondos de Inversión en España

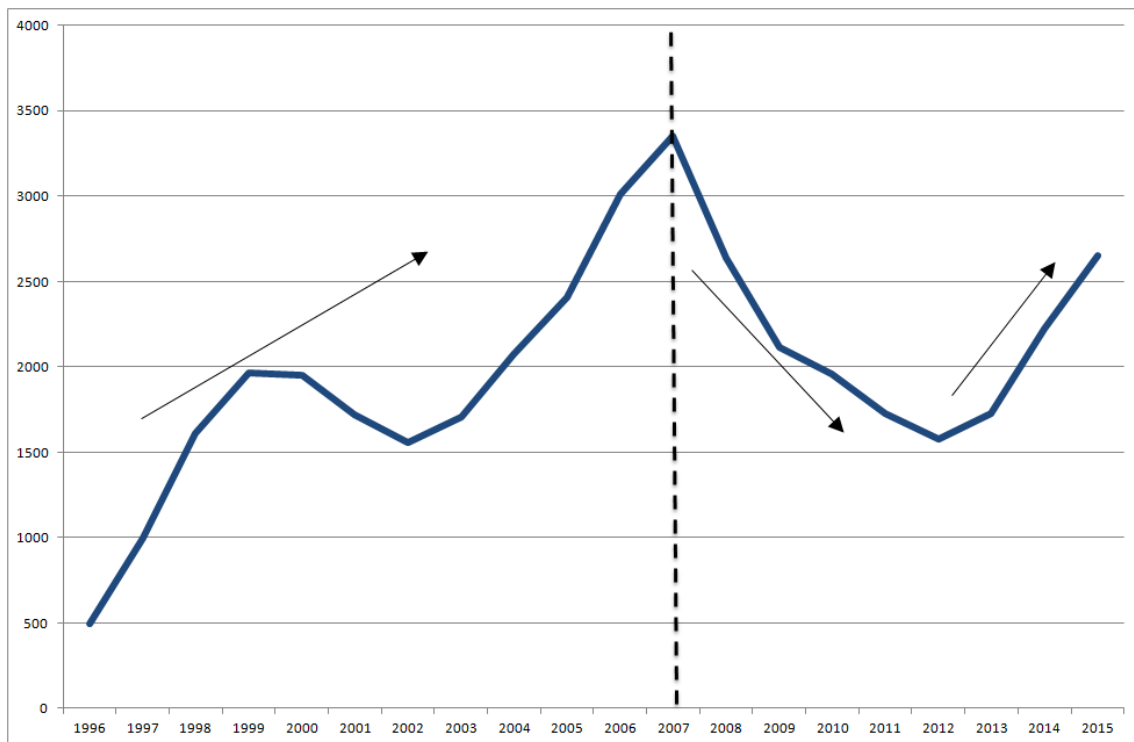
En España los *Fondos de Inversión* fueron creados en 1964, de esta manera se reforzó el sistema financiero español generando la fase (1964 a 1975) definida como de crecimiento, donde se crearon 25 fondos de inversión y se alcanzó un máximo de patrimonio total superior a 41,000 millones de pesetas. Estas instituciones contribuyeron notablemente a la potenciación y desarrollo del mercado de valores español. En el periodo (1976 a 1982) la industria de Fondos de Inversión en España experimento una pérdida patrimonial a consecuencia de la crisis bursátil del precio del petróleo. La Bolsa de Madrid perdió 70% de 1974 a 1982, afectando negativamente el mercado de los fondos de inversión. (Osorio, 2003)

La liberalización de los mercados propia del enfoque neoliberal coincidió con la recuperación de la industria de Fondos de Inversión en España, de tal manera que en la fase (1983 a 1990) se dio una consolidación de la Bolsa y resurgir de los fondos con un importante crecimiento, tanto en número como en volumen, que llegó a multiplicar en 21.5 veces las cifras de 1972. De esta manera en la década de los 90's el número de fondos pasó de 268 en 1990 a superar los 1,881 en 1998; en el mismo período el volumen patrimonial creció en 32.7 billones de pesetas (de 1.2 billones pasó a 33.9 billones), el mayor con relación al resto de años. (Osorio, 2003)

En el periodo 1996 a 2015, el patrimonio de la industria de Fondos de Inversión creció entre 1996 y 1999 debido al régimen fiscal favorable hacia este tipo de inversión, seguidamente su patrimonio disminuyo entre el 2000 y el 2002 como consecuencia de los efectos de la crisis económica de los países asiáticos y posteriormente por la incertidumbre generada por los ataques terroristas en los Estados Unidos durante el 2001.

El comportamiento de la industria en el periodo 1996 - 2015 lo observamos en el siguiente gráfico:

Gráfico II – 1: Patrimonio de los Fondos de Inversión. Periodo 1996 – 2015. Millones de Euros. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)



Fuente: Elaboración en base a la Comisión Nacional del Mercado de Valores

A partir del 2002 el tamaño de la industria de Fondos de Inversión experimento un crecimiento ininterrumpido, llegando para el 2007 a su punto máximo, en donde se dio un cambio de tendencia como efecto de la crisis mundial del 2008. El comportamiento descendente duro hasta el 2012, por lo que entre el 2013 y el 2015 se observa una recuperación en la industria de Fondos de Inversión.

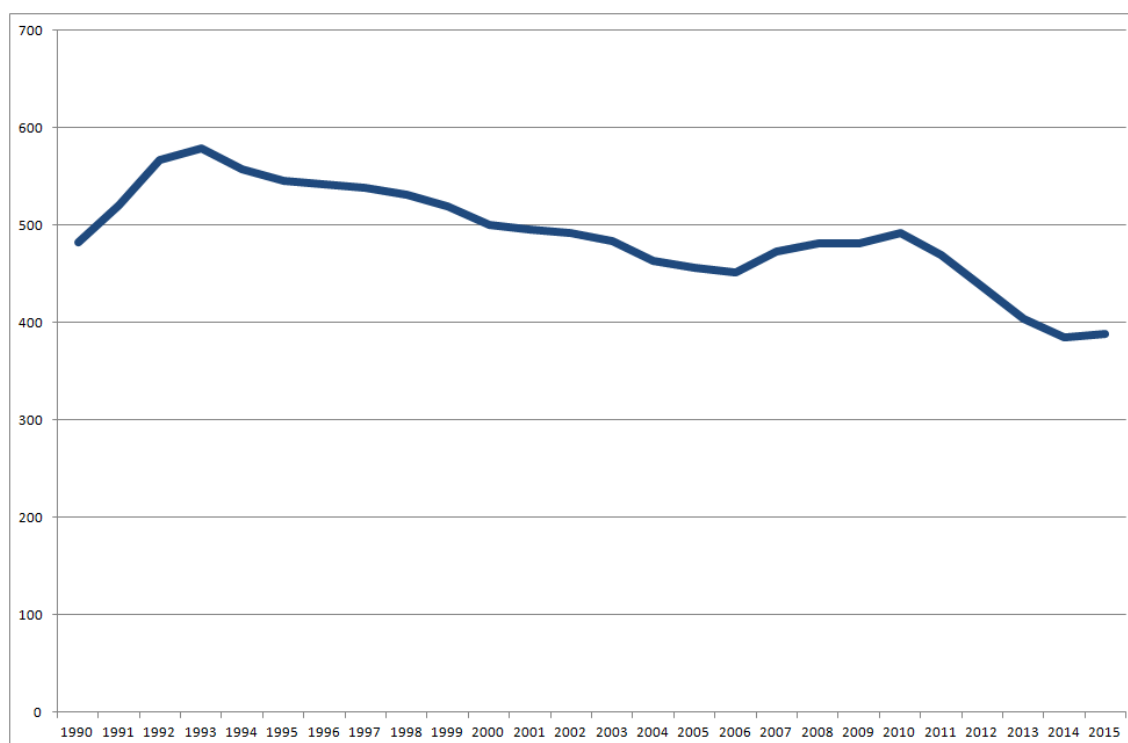
2.1.2 Regulación de los Fondos de Inversión

El marco regulatorio de la industria de Fondos de Inversión en España tiene su base *en 1984, con la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 26 de diciembre, cuando se pone punto y final a la «prehistoria» de los fondos de inversión, estableciéndose el marco legal en el que se ha producido el gran auge de este tipo de productos financieros.* (Ferruz Agudo, Marco Sanjuán, Sarto Marzal, & Vicente Gimeno, 2004)

Las Gestoras de Fondos de Inversión en España son conocidas como Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) y la custodia de los valores está a cargo de las Entidades Depositarias. El comportamiento de las cantidades de

Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) lo determinamos en la siguiente grafica:

Gráfico II – 2: Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. Periodo 1990 – 2015. Datos en Unidades. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Se observa un incremento en la cantidad de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) en los primeros años de los noventa, seguido de una disminución de éstas con lo cual se determina una tendencia decreciente.

2.1.3 Tipos de Fondos de Inversión, según regulación

La regulación española determina tres clasificaciones, las cuales son:

1. Según la normativa de referencia
2. De acuerdo a las directrices de la Unión Europea
3. En función a la naturaleza de los activos

La primera está en función de su adaptación a la normativa de referencia, por lo que se contemplan:

- Los Fondos de Inversión *nacionales* que son los Fondos de Inversión constituidos en España y cuya Sociedad Gestora esté domiciliada en España, por lo que están sujetas a la normativa nacional. (Martínez-Aldama, 2009)
- Los Fondos de Inversión *extranjeros*, los cuales son lo contrario a los primeros, pero sin embargo han de cumplir determinadas exigencias establecidas en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC). (Martínez-Aldama, 2009)

La siguiente clasificación se debe al hecho de que España es miembro de la Unión Europea, por lo que la industria de Fondos de Inversión de la Unión Europea se clasifica en:

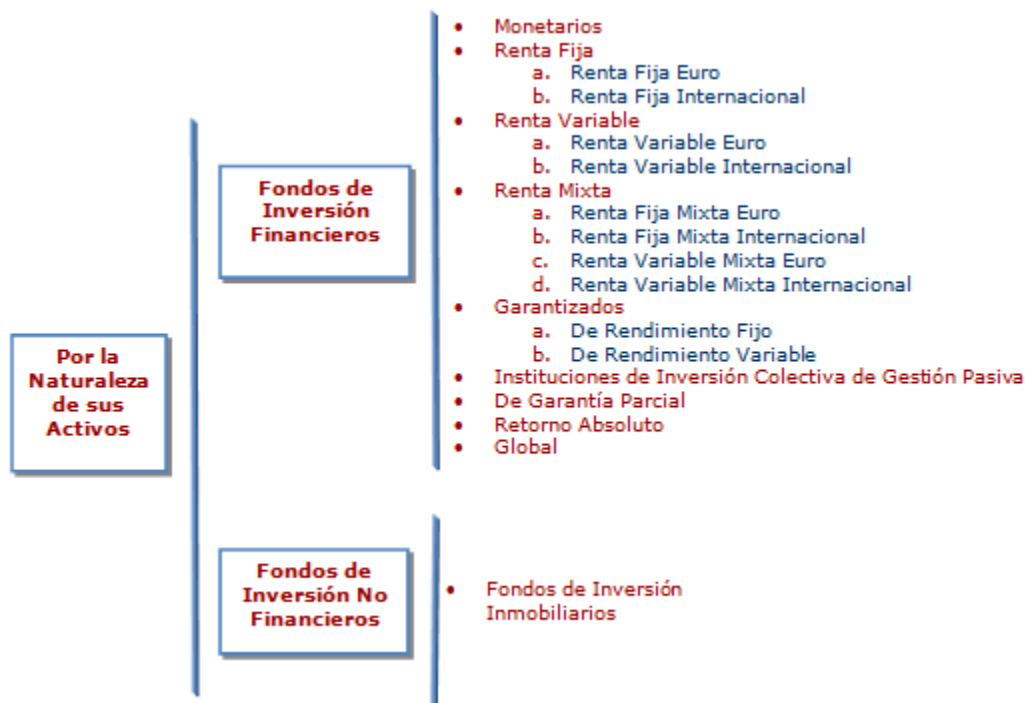
- Fondos de Inversión armonizados, que son aquellos autorizados en un Estado miembro de la Unión Europea de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE. (Ibíd.)
- Fondos de Inversión no armonizados que son Instituciones de Inversión Colectiva domiciliadas ya sea en un Estado miembro de la Unión Europea o en Estados no miembros de esta, que no cumplen los requisitos establecidos en la Directiva 85/611/CEE. (Ibíd.)

Por último, se tiene la clasificación de acuerdo a la naturaleza de los activos, la cual se utilizara debido a que esta se suele usar en el análisis legal, por lo que los Fondos de Inversión son clasificados como Fondos de Inversión Financieros y Fondos de Inversión No Financieros, los cuales consisten en:

- Fondos de Inversión Financieros *son aquellos que invierten en activos e instrumentos financieros, y sólo pueden adoptar la forma de fondo de inversión. En este tipo de Fondos es posible invertir en toda clase de activos e instrumentos financieros, incluyendo instrumentos derivados, acciones y participaciones de otras Instituciones de Inversiones Colectivas.* (Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, 2003)
- Fondos de Inversión No Financieros: *son aquellos que tengan como objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento.* (Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, 2003)

La anterior clasificación la apreciamos en el siguiente esquema:

Esquema II – 1: Clasificación de los Fondos de Inversión en España



Fuente: Elaboración propia en base a la clasificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

2.1.4 Reglamentación de los Fondos de Inversión

Reglamentación de los Fondos de Inversión No Financieros (Inmobiliarios)

Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), se encargan de gestionar los Fondos de Inversión Inmobiliarios, y por sus servicios cobran al participe una comisión que se calcula función de los resultados, del patrimonio, o en función de ambos criterios, es decir:

- En función del patrimonio: la comisión no podrá ser superior al 4% del patrimonio del fondo
- En función de los resultados: la comisión no podrá ser superior al 10% de los resultados del fondo

- En función de ambos criterios: la comisión no podrá ser superior al 1,50% del patrimonio y el 5% de sus resultados

Para que una persona sea participe de los Fondos de Inversión Inmobiliarios, deberá devengar una comisión de suscripción que no podrá ser superior al 5% del valor liquidativo de la participación. Esto aplica a la comisión de reembolso, que no será superior al 5% del valor liquidativo de la participación, es decir cuando el participe solicita la devolución de su efectivo.

Continuando con las comisiones y siguiendo la normativa, se determina que en los Fondos de Inversión Inmobiliarios la Comisión del depositario no podrá exceder del 4% anual del patrimonio del fondo.

En cuanto a los gastos de tasación, los de reparaciones, rehabilitación y conservación de inmuebles, el fondo se encargara, así como los que, vinculados a la adquisición y venta de inmuebles, deban abonarse a un tercero por la prestación de un servicio.

Reglamentación de los Fondos de Inversión Financieros

Los fondos de inversión de carácter financiero tendrán un patrimonio mínimo de tres millones de euros; y en el caso de los fondos por compartimentos, cada uno de los compartimentos deberá tener un patrimonio mínimo de 600.000 euros, procurando que el patrimonio total del fondo no sea inferior a tres millones de euros. (Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, 2003)

Los participes pueden realizar sus aportaciones en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros, de tal manera que sean aptos para la inversión o para dar cumplimiento al principio de liquidez, establecido en la normativa española.

Los Fondos de Inversión Financieros son gestionados por las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), y por sus servicios cobran al participe una comisión que se establecerá en función de su patrimonio, de sus resultados o de ambas variables. Las cuales, en términos anuales, no podrán superar los límites siguientes:

- a) En función del patrimonio del fondo, el 2,25% de este.

b) En función de los resultados, el 18% de estos.

c) En función de ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

En materia de comisiones de suscripción y reembolso, es decir las comisiones por la entrada y salida de participes en los Fondos de Inversión Financieros, ni estas ni los descuentos a favor del fondo que se practiquen en las suscripciones y reembolsos, ni la suma de ambos, podrán ser superiores al 5% del valor liquidativo de las participaciones.

Por su parte la comisión del depositario no podrá exceder del 2% anual del patrimonio, con la cual se garantiza la realización de todas las funciones que le asigna la normativa, sin que los fondos puedan soportar costes adicionales cuando el depositario haya delegado en terceros la realización de alguna de tales funciones.

2.1.5 Beneficios Fiscales

El estado Español ha promovido la industria de Fondos de Inversión, a través de un régimen fiscal favorable, y con la regulación de las comisiones, es decir, estableciendo límites en el cobro. De esta manera la industria de fondos de inversión en España fue *incentivada por la atención al régimen fiscal, al implementar exenciones o reducción en el pago de impuestos en 1990; para 1996 se estableció una tasa tributaria fija del 20%*. (Osorio, 2003)

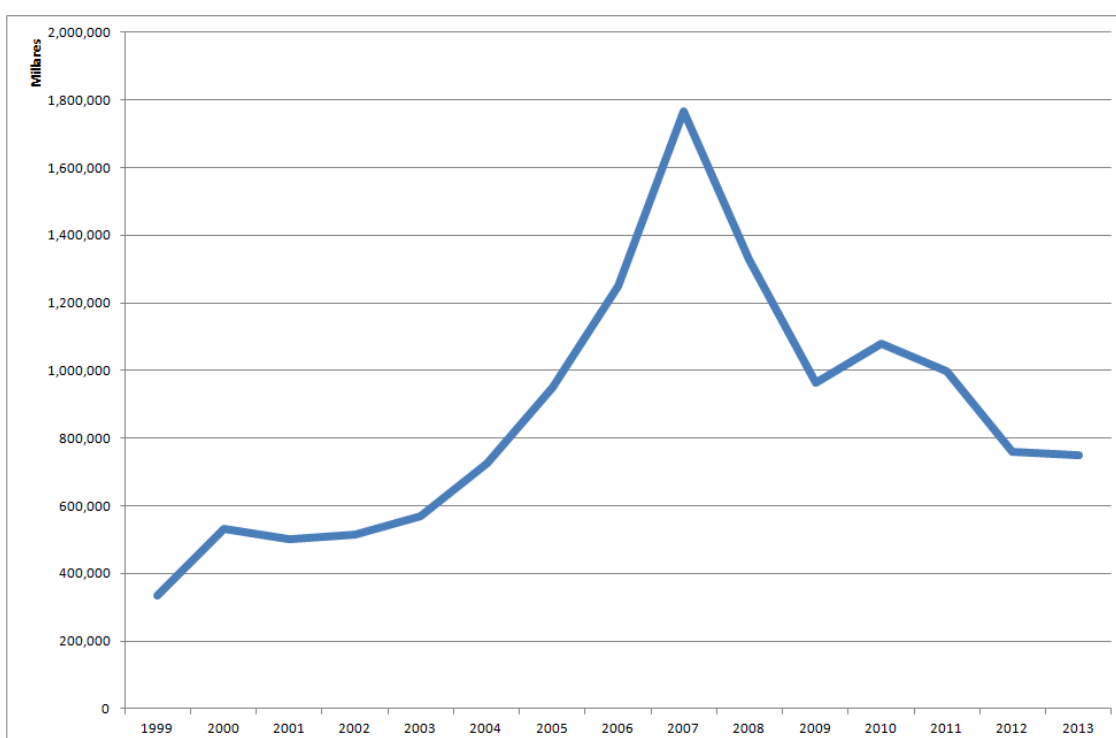
Entre los avances en materia fiscal se tiene que *la reforma parcial del impuesto de la renta (Ley 46/2002 y RD 27/2003) se centra en que, en estos momentos, las ganancias patrimoniales no están sujetas al impuesto en el caso de que la cantidad obtenida en las ventas de las participaciones de un fondo sea destinada a la reinversión en otro fondo*. (Ferruz Agudo, Marco Sanjuán, Sarto Marzal, & Vicente Gimeno, 2004)

Aparte del régimen fiscal de España hacia esta industria, se ha avanzado en otras áreas a través de determinados decretos como lo es *el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, supone un impulso importante a la flexibilización de los fondos de inversión con el objetivo de hacerlos más competitivos, abriendo al mercado la posibilidad de crear nuevas figuras de inversión colectiva*. (Ferruz Agudo, Marco Sanjuán, Sarto Marzal, & Vicente Gimeno, 2004)

2.1.6 Diversificación

En España existen cuatro bolsas de valores, la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao y la Bolsa de Valencia, la cuales han movido una considerable cantidad de euros en los últimos años. Su comportamiento en conjunto se consolida en el siguiente Gráfico:

Gráfico II – 3: Volumen de Efectivo Dinamizado por las Bolsas de Valores en España. Periodo 1999 - 2013. Datos en Millones de Euros. Instituto Nacional de Estadísticas (INE)



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Instituto Nacional de Estadística

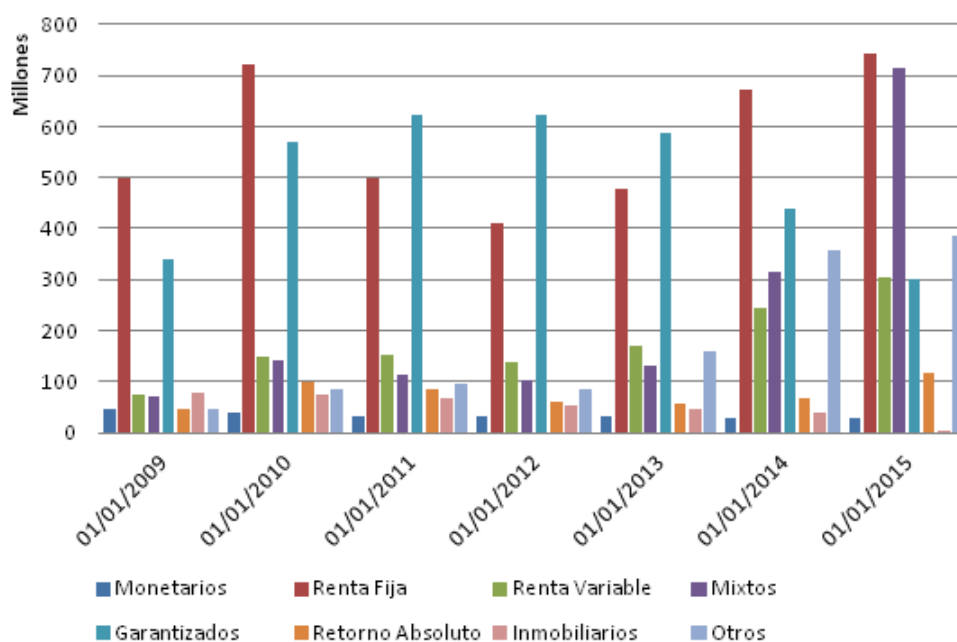
Se observa un alto crecimiento en el periodo 1999 - 2007, representado por la fuerte pendiente de la grafica en ese periodo, teniendo su máximo en el 2007 marcando un punto de inflexión ocasionado por la crisis económica del mercado inmobiliario de Estados Unidos la cual afecto la economía mundial, A partir de este hecho se dio un declive del 2008 al 2011, sin embargo, el volumen de efectivo que dinamiza las Bolsas de Valores de España, se ha logrado estabilizar del 2012 hasta el 2013.

El comportamiento de los diferentes tipos de Fondos de Inversión de España refleja el comportamiento detallado de la industria de Fondos; esto se determina en el hecho de

que después de la crisis del 2008 los fondos de Renta Fija predominaban en la industria de Fondos de Inversión de España entre el 2009 y el 2010, esto se debe a que este tipo de fondos ofrece un menor riesgo.

El análisis descriptivo de la industria de Fondos de Inversión en el periodo 2009 – 2015, se presenta en el siguiente Gráfico:

Gráfico II – 4: Patrimonio de los Fondos de Inversión por Categoría. Periodo 2009 – 2015. En Millones de Euros. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Nota: en la categoría “Otros”, entran los Fondos Globales, de Gestión Pasiva y Garantía Parcial

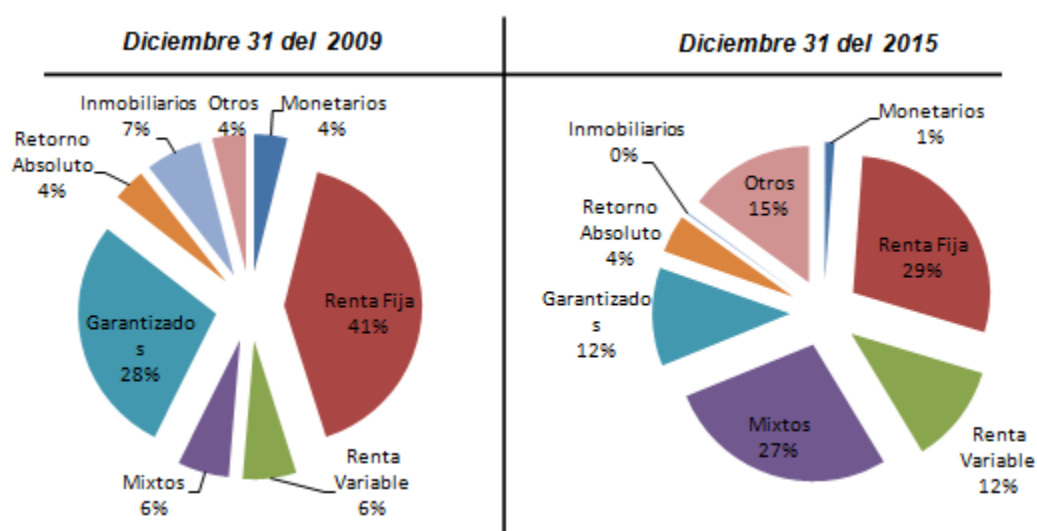
Posteriormente, entre los años 2011 al 2013 los fondos de tipo Garantizados predominaban en la industria de fondos, sin embargo el patrimonio seguía concentrándose en los fondos de Renta Fija; de tal manera que para el 2014 y el 2015 la modalidad de Renta Fija retomó el predominio en la industria de Fondos de Inversión, lo que refleja que el participante prefiere un bajo nivel de riesgo.

En cuanto a los fondos de Renta Variable, aunque el patrimonio que se concentra en este tipo de fondo es inferior al de la Renta Fija, se observa un progresivo aumento entre el

2013 y el 2015, pero aun con este incremento, los fondos de Renta Variable han sido superados por los fondos Mixtos en el mismo periodo.

El cambio de preferencias se evidencia en el hecho que para el 2009 el 41% del patrimonio total de la industria, se concentraba en los fondos de Renta Fija, seguido por los Garantizados con un 28%, y con un 6% tanto para los fondos Mixtos como para los fondos de Renta Variable. Así en el 2015 los fondos de Renta Variable se duplican llegando a un 12% pero aun así son superados por los fondos Mixtos con un 27%. Esto se aprecia en el siguiente Gráfico:

Gráfico II – 5: Concentración del Patrimonio en las Diferentes Categorías de Fondos de Inversión. Periodo 2009 y 2015. Datos en Proporción del Patrimonio Total.
Comisión Nacional del Mercado de Valores

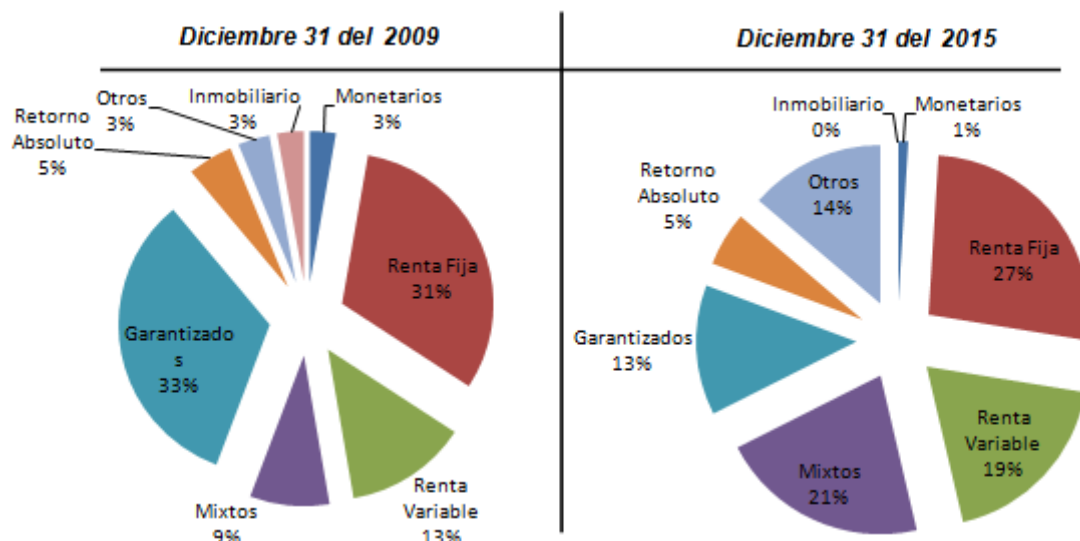


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Con todo esto se determina que el patrimonio se concentra en fondos de Renta Fija, los cuales ofrecen poco riesgo, pero se destaca el considerable incremento de la concentración del patrimonio en los fondos mixtos, con lo cual se evidencia que el patrimonio se invierte en fondos que combinan rentabilidades fijas y variables.

Pasando al análisis de los partícipes, se tiene que para 2009 los partícipes se concentraban mayoritariamente en fondos Garantizados y fondos de Renta Fija, con lo que se refleja la preferencia por el bajo nivel de riesgo. Como lo observamos en la siguiente grafica:

Gráfico II – 6: Concentración de los Participes en las Diferentes Categorías de Fondos de Inversión. Periodo 2009 y 2015. Datos en Proporción del Total de Participes. Comisión Nacional del Mercado de Valores



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

La participación en los fondos de Renta Fija disminuyó levemente para 2015, sin embargo aún concentran una cantidad considerable de participes, seguidos por los fondos Mixtos los cuales para 2015 reflejan un fuerte incremento en la concentración de participes, superando levemente a los fondos de Renta Variable en el mismo año.

De esta manera se determina que los participes en cierta forma ha recuperado su confianza en el mercado, sin embargo todavía se concentran en fondos poco riesgosos como los de Renta Fija y los fondos que combinan rentabilidades fijas y variables como los fondos Mixtos.

El presente análisis descriptivo indica que la industria de Fondos de Inversión en España mueve una cantidad considerable de millones de euros, por lo tanto:

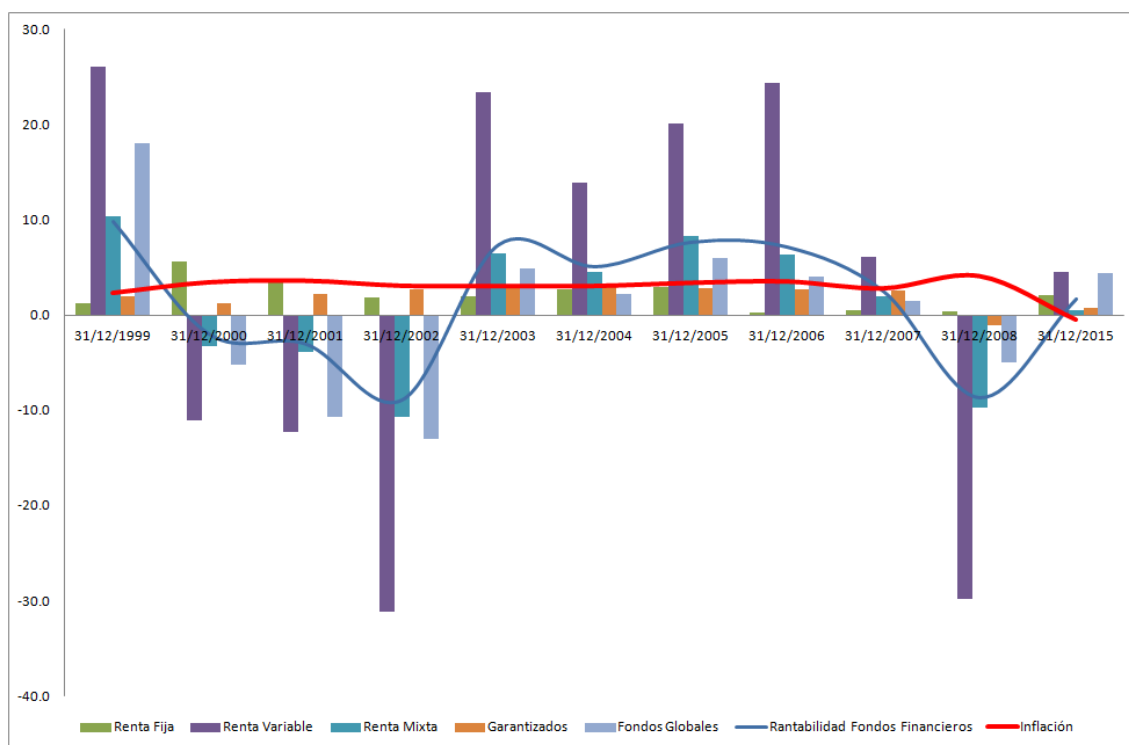
“Estos datos ponen de manifiesto el importante peso que en la economía nacional poseen los fondos de inversión. Igualmente, reflejan la extraordinaria responsabilidad social que tienen los gestores de estos patrimonios, puesto que una mejor o peor toma de las decisiones de su gestión va a afectar a las finanzas de un amplio espectro de la

sociedad española. También es de gran relevancia el papel del Estado a la hora de regular de una forma responsable e independiente estas instituciones de inversión, ya que un adecuado contexto normativo potencia las virtudes y minimiza los inconvenientes de estos productos” (Ferruz Agudo, Marco Sanjuán, Sarto Marzal, & Vicente Gimeno, 2004)

2.1.7 Resultados

El promedio de la rentabilidad de los Fondos de Inversión Financieros ha estado por debajo de la tasa de inflación de España, esto nos indica que los Fondos de Inversión Financieros no le generan una utilidad suficiente al participe para protegerse contra la inflación. Esto lo vemos en la siguiente Grafica:

Gráfico II – 7: Rentabilidad de los Fondos de Inversión Financieros contra la Tasa de Inflación. Periodo 1999- 2015. Datos en tasa de rentabilidad y en tasa de inflación



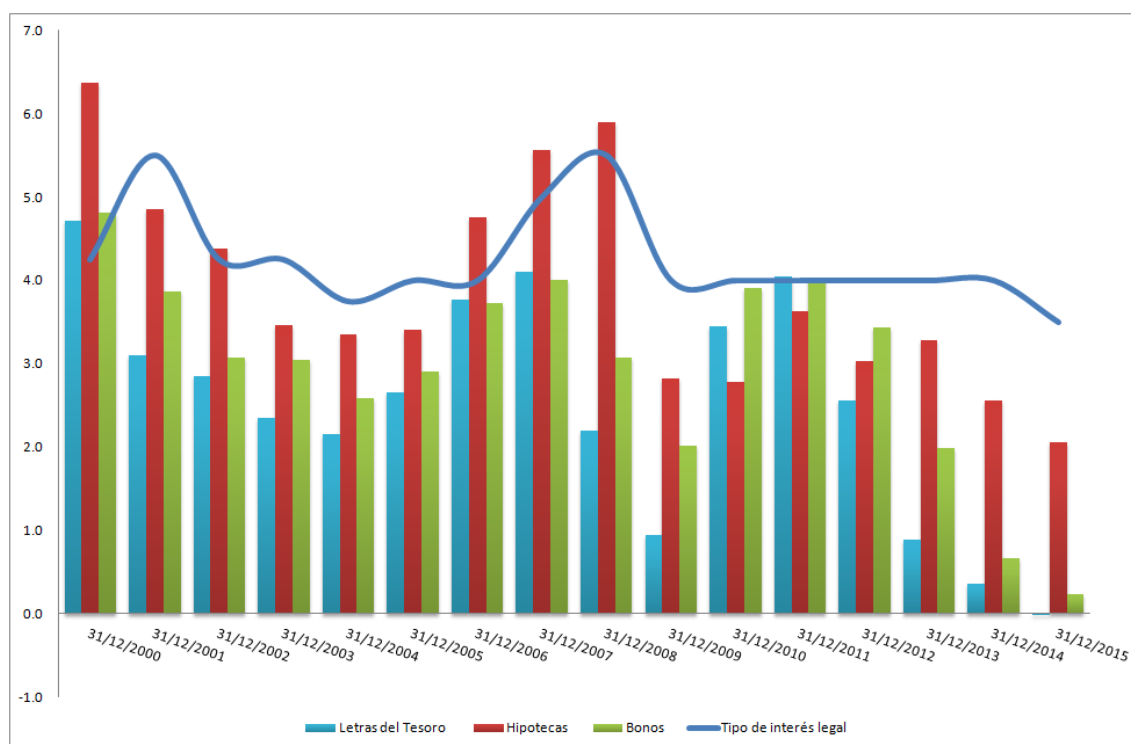
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV y de INVERCO para la rentabilidad. En el caso de la inflación en base al Banco Mundial

Notas: *Se excluyen los Fondos Monetarios y los fondos -Inmobiliarios ** Se adapto el periodo de la inflación al periodo de datos de la rentabilidad *** Los datos están al 31 de diciembre de cada año

Durante la crisis del 2008, la rentabilidad de los Fondos de Renta Variable disminuyó drásticamente debido a su alto nivel de riesgo, el caso contrario son los Fondos de Renta Fija, que si bien demostraron un bajo nivel de rentabilidad, resultaron menos sensibles ante los efectos de la crisis. Sin embargo la rentabilidad promedio de los Fondos Financieros fue inferior a la tasa de inflación durante la crisis.

En el lado de los agentes económicos que emiten sus valores en el mercado financiero de España, y que son en los que las Gestoras de Fondos de Inversión invierten, se enfrentan a una tasa de interés legal que en el periodo 2000 - 2015 prácticamente presenta una tendencia estable. Esto se observa en el siguiente Gráfico.

Gráfico II – 8: Tasa de Interés en España. Periodo 2000 - 2015. Datos al 31 de diciembre de cada año. Instituto Nacional de Estadística



Fuente: Elaboración en base datos de la Instituto Nacional de Estadística (INE)

El mercado hipotecario presenta una elevada tasa de interés desde el 2000 hasta el 2008, siendo este el año en el que explotó la crisis económica en Estados Unidos, el mercado hipotecario no regresó al mismo ritmo de las tasas de interés en los siguientes años.

La tendencia estable de la Tasa de Interés Legal entre el 2000 y el 2006, y su fugaz incremento entre el 2007 y 2008, en donde a partir de la crisis económica inmobiliaria se genero una tendencia decreciente, explica en cierta manera el bajo rendimiento de los Fondos de Inversión en España, generándole una baja utilidad al partícipe. Pero por otra parte se destaca que el desenvolvimiento de la industria de Fondos Inversión requiere atender determinados factores, por lo que la experiencia de España indica la importancia de factores como por ejemplo la rentabilidad de instrumentos bancarios alternativos, la estabilidad macroeconómica y del mercado de valores, la actividad de promoción de los productos financieros, el costo de comisiones, etc. (Osorio, 2003)

Uno de los resultados positivos que el contexto actual de la economía ha llevado en *la continua evolución de la industria de los fondos de inversión en España son los fondos éticos y solidarios que, además de buscar la obtención de una determinada rentabilidad esperada, intentan que sus inversiones sean socialmente responsables.* (Ferruz Agudo, Marco Sanjuán, Sarto Marzal, & Vicente Gimeno, 2004)

Sin embargo la industria de Fondos de Inversión presenta una debilidad que consiste en *el grado de concentración de esta industria, sobre todo a la hora de determinar el nivel de competencia de la misma* (Ibíd.). Esto lo observamos en el hecho de que:

“En el año 2002, las 10 gestoras de instituciones de inversión colectiva más grandes de nuestro país administraban cerca del 74 por 100 del patrimonio total de los fondos de inversión financieros, mientras que las 98 gestoras restantes se repartían el 26 por 100 del mercado. De la misma forma apreciamos que las dos gestoras de fondos más importantes de este país (SCH Gestión y BBVA Gestión), tenían una cuota de mercado del 46 por 100 del total de patrimonio gestionado” (Ibíd.)

La experiencia de España con los Fondos de Inversión nos enseña que *resulta determinante para el nivel de eficiencia en la competencia el hecho de que una industria con tanta repercusión social esté en manos de un número tan reducido de grupos financieros, que a su vez tienen el control de las mayores gestoras del país.* (Ibíd.)

2.2 La industria de Fondos de Inversión en Estados Unidos

2.2.1 Contexto histórico de los Fondos de Inversión en Estados Unidos.

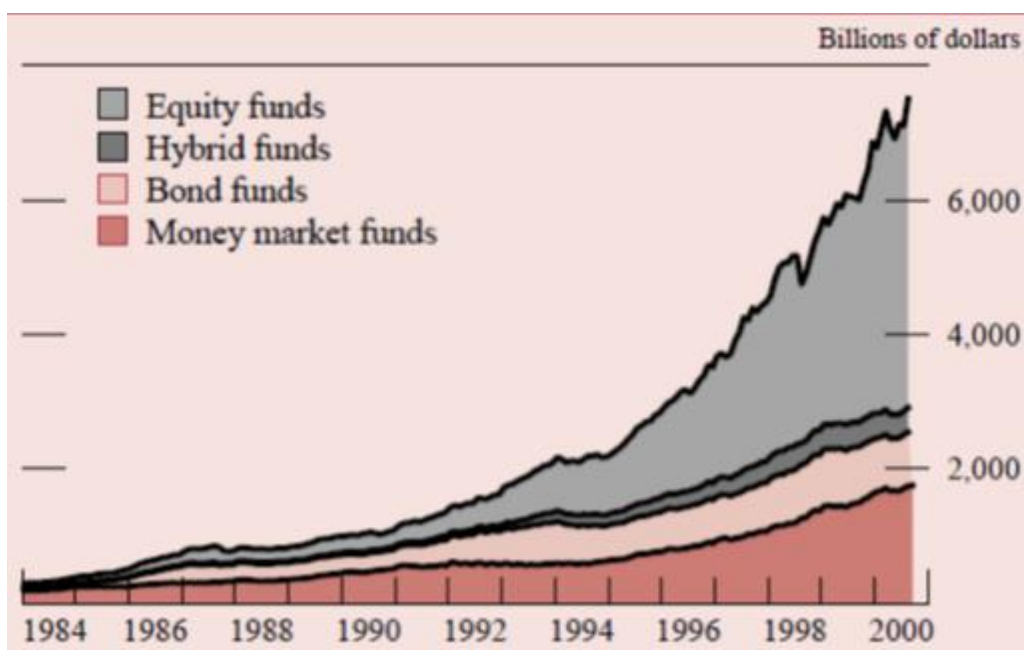
Estados Unidos fue uno de los pioneros en el desarrollo de los fondos de inversión (Mutual Funds) en América, esta idea tomó fuerza en Gran Bretaña y Francia con el fin de poner recursos en común y luego, diversificar el riesgo mediante fondos de inversión cerrados. El Boston Personal Property Trust formado en 1893 fue el primer fondo cerrado en los EE.UU., luego se fue extendiendo con la creación del Fondo de Alexander en Filadelfia en 1907; el cual fue un paso importante ya que este fondo permitió a los inversores a hacer retiros bajo demanda. En 1924 se creó un pequeño grupo de inversores de Massachusetts en Boston, el cual es considerado como el inicio de los fondos de inversión moderna, el fondo se hizo público en 1928, finalmente se dio la firma de fondos de inversión conocido hoy en día como MFS Investment Management State Street, el año de 1928 inician los fondos inversión ya que se dio el lanzamiento del Fondo de Wellington, el primer fondo de inversión en incluir acciones y bonos en lugar de dirigir al estilo banco de negocios las inversiones y el comercio. (McWhinney, 2009)

Para 1929 ya existían 19 fondos de inversión de tipo abierto que competían con alrededor de 700 fondos de inversión cerrados, con la caída de la bolsa de 1929 se comenzaron a eliminar los fondos cerrados y los fondos abiertos pequeños lograron sobrevivir a raíz de ello los reguladores del gobierno crearon la Comisión de Valores (SEC) la cual aprobaron la Ley de Valores de 1933 y la promulgación de ésta misma en 1934 con el fin de establecer medidas de seguridad para proteger a los inversores. La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 puso en marcha regulaciones adicionales que requerían más revelaciones y trató de minimizar los conflictos de intereses.

Los fondos de inversión siguieron creciendo, a tal punto que a principios de la década de 1950, el número de fondos abiertos eran 100, ya para 1954 los mercados financieros habían superado su pico de 1929 por lo que la industria de fondos de inversión comenzó a crecer de una manera acelerada. Para la década de 1960 existían más de 100 nuevos fondos establecidos y miles de millones de dólares en nuevas entradas de activos hasta que el mercado en 1969 entró el apetito del público por los fondos de inversión. A partir de 1971, William y John Fouse McQuown de Wells Fargo Bank, establecieron el primer fondo de índice el cual es conocido por sus bajos costos, durante esa década surgieron también los denominados fondo sin carga.

En la década de 1980 y 1990 se dio el desarrollo de la burbuja tecnológica y una serie de escándalos que involucran a grandes nombres de inversores de la industria los cuales tenían una gran reputación dentro de ella, pero existían negocios turbios en las principales compañías de fondos. Esto generó que los Fondos se mantuvieran constante en esa década, se puede ver esto en el gráfico siguiente:

Gráfico II – 9: Evolución de activos de los Fondos del mercado monetario. Periodo 1983 al 2000. Datos en billones de dólares



Fuente: Tomado de Mutual funds and U.S Equity Market.

A pesar de los escándalos y la crisis financiera mundial de 2008-2009 los fondos de inversión siguen desarrollándose ya que según la SEC existen más de 10.000 fondos de inversión donde las participaciones de éstos se miden en los billones de dólares. A pesar de los escándalos la negociación de los fondos en la bolsa y otras formas de financiamiento, los fondos de inversión se mantienen saludables y la propiedad de fondo continúa creciendo. (McWhinney, 2009)

2.2.2 Regulación de los Fondos de Inversión

Un fondo de inversión debe registrarse como una compañía de inversiones respetando la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (ICA por sus siglas en inglés) fuente principal de la legislación aplicable. Esta impone requisitos sobre la organización y operación de Fondos de Inversión y además, faculta a la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) para regular las actividades de los Fondos, al momento de ofrecer sus valores al público.

La oferta debe ser registrada bajo la Ley de Valores de Estados Unidos los cuales piden el ingreso de documentación como la Forma N-1A y el Formulario N-8^a, la primera requiere el objetivo del Fondo de Inversión, estrategias y riesgos relacionados, al igual que comisiones y gastos anuales de funcionamiento del fondo, información de rendimiento de los Fondos y el asesor del fondo. (Chegwidden, 2013)

Como parte ese mismo proceso de registro, el personal de la SEC debe de revisar y proporcionar comentarios sobre el registro de un fondo de declaración. Una vez verificado la forma y el contenido de la declaración de registro, se debe presentar la declaración de registro para ser efectivo para que el Fondo entre en vigor a tiempo. Los fondos de inversión sólo se pueden ofrecer sus valores al público bajo una declaración de notificación efectiva Asimismo, Deben anualmente actualizar su declaración de registro mediante la presentación de una modificación en el Formulario N-1^a, actualizando el rendimiento y la tasa información de gastos, así como cualquier otra información desactualizada. La mayoría de los estados requieren que los fondos de inversión para el pago de los honorarios si las acciones del fondo se venden en ese estado, pero un Fondo de Inversión no paga honorarios por adelantado a la SEC para la presentación o modificación de la declaración de registro, pero paga cuotas anuales después del cierre del ejercicio financiero del fondo. Estas tarifas se basan en el valor de las acciones vendidas. (Chegwidden, 2013)

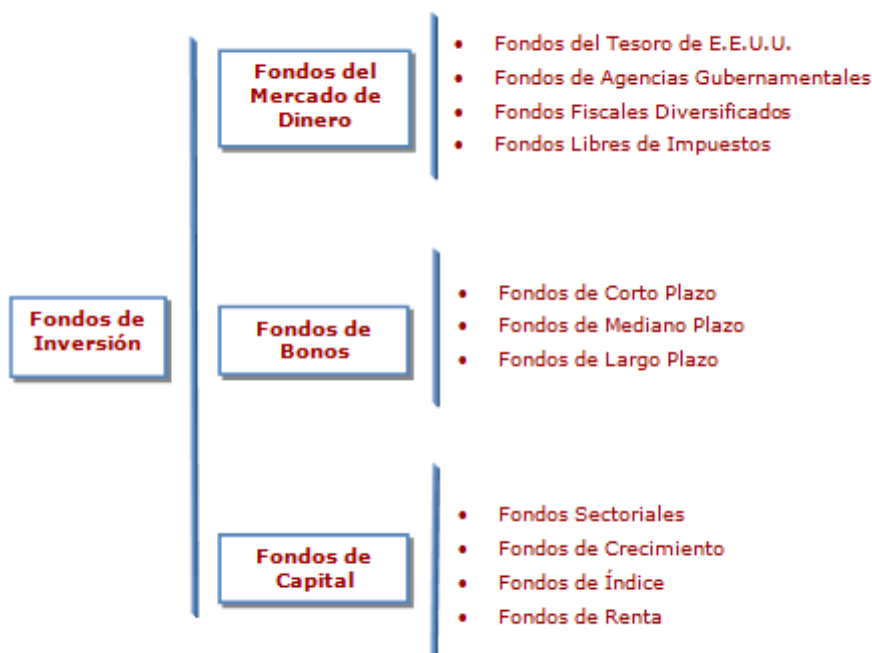
Es difícil y poco común para un Fondo organizado fuera de los Estados Unidos el registrarse como un Fondo de Inversión en país, ya que el ICA prohíbe un fondo de extranjeros pero la SEC (en circunstancias especiales o arreglos) puede conceder una orden de exención si el Fondo de Inversión es legal y factible en la práctica en la aplicación efectiva y si emisión de la orden es compatible con el interés público y la protección de los inversores. Los fondos extranjeros que se ofrecen en los Estados Unidos pueden tener consecuencias fiscal desfavorables para los inversores estadounidenses. El proceso de registro para los fondos de tipo cerrado es generalmente el mismo que para los fondos de inversión abiertos, a excepción de que un fondo de tipo cerrado debe presentar su declaración de registro en el Formulario N-2 el cual está exento de actualizar su registro anual, si se incluye información cada año de sus accionistas. (Chegwidden, 2013)

2.2.3 Tipos de Fondos, según regulación

En Estados Unidos existen muchos Fondos de Inversión que son atractivos para la población en general, por lo que antes de invertir en cualquier fondo se debe decidir si la estrategia de inversión y los riesgos del fondo son una buena opción,. El primer paso para invertir con éxito es averiguar las metas financieras y la tolerancia del riesgo.

La mayoría de los Fondos de Inversión están en una de tres categorías principales según la clasificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC por sus siglas en inglés).

Esquema II – 2: Clasificación de los Fondos de Inversión en Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia a partir de Bankrate, Investopedia y SEC.

A continuación se explica de manera más detallada los Fondos de Inversión en Estados Unidos:

- **Fondos del mercado de dinero**

Los Fondos del mercado monetario tienen riesgos relativamente bajos en comparación con otros Fondos. Según la ley de sociedades de inversión pueden darse solo ciertas inversiones de calidad a corto plazo emitidas por medio del gobierno de EE.UU, empresas, gobiernos estatales y locales. Estos fondos procuran conservar su valor de activo neto (NAV por sus siglas en inglés) ya que representa el valor de una acción en un

fondo a un valor estable de un dólar por acción. Sin embargo, es posible que el NAV caiga por debajo de un dólar si las inversiones del fondo se desempeñan mediocrementemente. (SEC, 2007)

Estos Fondos tratan de mantener su valor neto en los activos aunque si las inversiones del Fondo funcionan mal pueden existir pérdidas de los partícipes. Estas situaciones han sido raras pero según la SEC son posibles. Los Fondos de mercado monetario también reflejan las tasas de interés a corto plazo, e históricamente los rendimientos de estos han sido inferiores a los de cualquier otro Fondo de Bonos o acciones. Por ello, el riesgo de inflación siempre puede ser una preocupación potencial para los partícipes en Fondos del mercado monetario. (SEC, 2007)

- **Fondos de bonos (también llamados "Fondos de renta fija")**

Los Fondos de bonos generalmente tienen mayores riesgos que los fondos del mercado monetario, en gran parte debido a que suelen ocuparse de las estrategias destinadas a producir mayores rendimientos a diferencia de los demás Fondos. Las reglas de la SEC no restringen a los Fondos de Bonos de alta calidad, debido a que hay muchos tipos de bonos. Los Fondos de bonos pueden variar dramáticamente en sus riesgos y beneficios, la SEC menciona algunos de los riesgos asociados a los Fondos de bonos los cuales son:

Riesgo Crediticio: Es la posibilidad que las empresas u otros emisores cuyos enlaces son propiedad del Fondo pueden dejar de pagar sus deudas (incluyendo la deuda con los tenedores de sus bonos).

Riesgo en la tasa de interés: Este es el riesgo que el valor de mercado de los bonos baje cuando las tasas de interés suban. Por ello que se puede perder dinero en cualquier fondo de renta fija, incluidos aquellos que invierten sólo en bonos asegurados o bonos del Tesoro de EE.UU. Específicamente son los Fondos que invierten en bonos a largo plazo los que tienden a tener mayor riesgo de interés.

Riesgo de prepago: Está la posibilidad que un bono sea cancelado en forma anticipada. Por ejemplo si las tasas de interés bajan un emisor de bonos puede decidir pagar (o "retirarse") de su deuda y emitir nuevos bonos que pagan una tarifa más baja.

- **Fondos de acciones (también llamados “Fondos de Capital”)**

El valor de un Fondo de acciones puede subir o bajar rápidamente en el corto plazo, pero históricamente las acciones han obtenido mejores resultados a largo plazo que otros tipos de inversiones (incluyendo bonos corporativos, bonos del estado y títulos del Tesoro). El riesgo de mercado el que representa el mayor peligro potencial para los partícipes en estos fondos, ya que los precios de las acciones pueden fluctuar por muchas razones tales como el desempeño de la global de la economía o la demanda de productos o servicios particulares y otros factores del entorno macroeconómico.

2.2.4 Reglamentación de los Fondos de Inversión

Los fondos de inversión se caracterizan por ofrecer sus acciones al público a través a través de una Gestora de fondos, por lo que éste debe de estar registrado en la SEC bajo la Ley de Intercambio. Además deben de ser miembro de Financial Industry Regulatory Authority (FINRA por sus siglas en inglés) y deben de cumplir con las reglas y regulaciones ella. Así la casa corredora puede comprar acciones del fondo y luego vende las participaciones al público directamente o indirectamente, a través de intermediarios financieros. El ICA limita el uso de los activos de los fondos para pagar por la distribución de sus participaciones

Los Fondos de Inversión de tipo cerrado se caracterizan por ofrecer acciones a través de una gestora de fondos en una sola oferta pública suscrita. Después una oferta pública, Las acciones de la mayoría de los fondos de inversión cerrados se negocian en la bolsa y al igual que en los Fondos de Inversión abierto, los fondos extranjeros se limitan a hacer una colocación privada en los EE.UU. Los Fondos están sujetos a muchas restricciones por ejemplo, limitaciones en la inversión máxima en un único emisor a fondos diversificados, con el 75% de sus activos de éste. No se puede invertir más del 5% de los activos en un único emisor, no puede adquirir más de 10% de la votación excepcional los valores de un mismo emisor, entre otras. Estas limitaciones no se aplican a los valores del gobierno de Estados Unidos y valores de otras sociedades de inversión restricciones a las transacciones con afiliadas. Por ejemplo, las limitaciones en las inversiones en otras sociedades de inversión, valores relacionados con las empresas y los valores no líquidos, los fondos compra y venta de bienes raíces y productos básicos. Además, estas políticas de inversión no pueden ser cambiados la aprobación de los partícipes. (Chegwidden, 2013)

Para los propósitos de impuestos federales, la distribución del exceso de las ganancias netas de capital a corto plazo sobre las pérdidas netas de capital a largo plazo están sujetas a impuestos a los partícipes como ingreso ordinario. Las distribuciones del exceso de las ganancias netas de capital a largo plazo sobre las pérdidas de capital neto, a corto plazo que estén debidamente declarado por el fondo como ganancia de capital están sujetos a impuestos a los partícipes residentes como capital a largo plazo. Así las tasas marginales superiores federales de impuestos para individuos son actualmente: 39,6% de los ingresos ordinarios y las ganancias de capital a corto plazo, 20% de las ganancias de capital a largo plazo. Los ingresos netos de inversión generalmente incluyen los dividendos pagados por un fondo y cualquier ganancia que resulte de un intercambio o reembolso. (Chegwidden, 2013)

La administración de Fondos de Inversión al igual que otros instrumentos financieros conlleva costos, entre ellos los costos de transacción de accionistas, comisiones de asesoramiento sobre inversiones y gastos de mercadeo y distribución. Estos costos se trasladan a los inversionistas por medio de establecimiento de comisiones y gastos. Las normas de la SEC exigen que los fondos den a conocer cuáles son las comisiones de partícipes y gastos de operación dentro, de las cuales se encuentran:

- Comisión de venta sobre compras: Es el monto que se paga cuando se compran acciones en un Fondo de Inversión. Esta comisión normalmente la reciben los corredores que venden las acciones del Fondo, y no puede ser mayor a 8,5% de la inversión.
- Comisión de compra: Es otro tipo de comisión que se cobran cuando se compran acciones, se paga directamente al fondo a diferencia de la comisión de venta sobre compras que se paga al corredor, los cuales se cobran para cubrir el costo de compra de un fondo.
- Comisión de venta diferida: Es la comisión que se paga cuando se venden acciones, ésta comisión la reciben los corredores que venden las acciones del fondo. El monto de la comisión dependerá del tiempo que el inversionista conserve sus acciones.
- Comisión de cambio: Es un tipo de comisión que algunos fondos imponen a los accionistas si éstos cambian a otro fondo dentro del mismo grupo de fondos.
- Comisión de cuenta: Es una comisión que algunos fondos imponen para el mantenimiento de éste mismo.

Pero no solo existen comisiones que los partícipes pagan directamente si no también indirectamente entre ellas están:

- Comisiones de administración: Son comisiones que se pagan de los activos del fondo a los asesores de inversión del fondo, para la administración de la cartera de inversiones.
- Comisiones de distribución (Comisiones “12b-1”): Comisiones que se paga del fondo para cubrir los costos de mercadeo y venta de acciones del fondo y, algunas veces, para cubrir los costos de prestación de servicios a los accionistas.

2.2.5 Diversificación

Según Bankrate hay cuatro tipos básicos de Fondos de Mercado de dinero en Estados Unidos en los cuales se puede invertir:

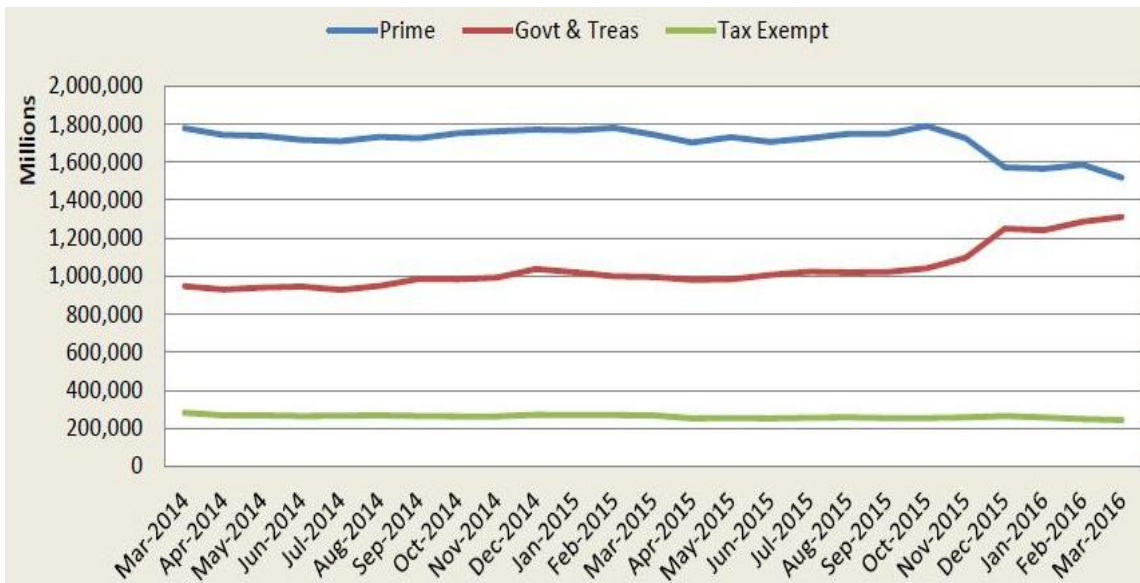
-Fondos del Tesoro de EE.UU. Estos ofrecen rendimientos más bajos que otros tipos de fondos de mercado de dinero, además ofrecen el riesgo más bajo.

-Fondos de Agencias gubernamentales. Estos fondos son un poco más arriesgados que un fondo del Tesoro de EE.UU, ya que tienen un rendimiento ligeramente superior. Estos fondos se invierten en bonos y notas en las agencias del gobierno federal que están garantizados por el Tesoro y el Congreso, estos fondos están exentos de impuestos.

-Fondos fiscales diversificados. Estos son más riesgosos, pero de mayor rendimiento, mantienen su dinero en las empresas EE.UU y las empresas extranjeras a través de papel comercial. Estos fondos se invierten en depósitos emitidos por bancos extranjeros, estos y están sujetos a impuestos.

-Fondos libres de impuestos. Estos son los más riesgosos de los cuatro tipos de fondos de inversión, ya que se invierten en corto plazo y están exentos de impuestos de los gobiernos locales y estatales.

Gráfico II – 10: Evolución de activos de los Fondos del mercado monetario. Periodo 2013 al 2015. Datos en millones de dólares



Fuente: Tomado de Factbook 2016.

Podemos observar como los Fondos de mercado monetario se mantienen constante en estos últimos años, en gran parte por su condición de que son bajos en riesgos y son pocas las ocasiones en las cuales se generan pérdidas. Se nota como las inversiones a instituciones corporativas son las preferidas por los partícipes de estos Fondos con activos casi de 2,000 millones de dólares, Le siguen las inversiones realizadas a los Fondos Gubernamentales o estatales, los cuales corresponden a prácticamente la mitad de los Fondos a instituciones corporativas. Asimismo, se observa que para finales del año 2015 los Fondos en corporaciones comienzan a disminuir mientras los Fondos Gubernamentales comienzan a aumentar.

Al igual que los Fondos de Mercado de dinero existen distintas opciones en las cuales los Fondos de Bonos pueden ser invertidos; Estos sólo compran bonos con vencimiento dentro de un determinado rango de tiempo, estos se dividen según la SEC en los siguientes tipos:

-Fondos de bonos a corto plazo: se invierten principalmente en bonos con vencimientos de menos de 4 años. Sin embargo tienen menores rendimientos promedio en el tiempo que los demás fondos.

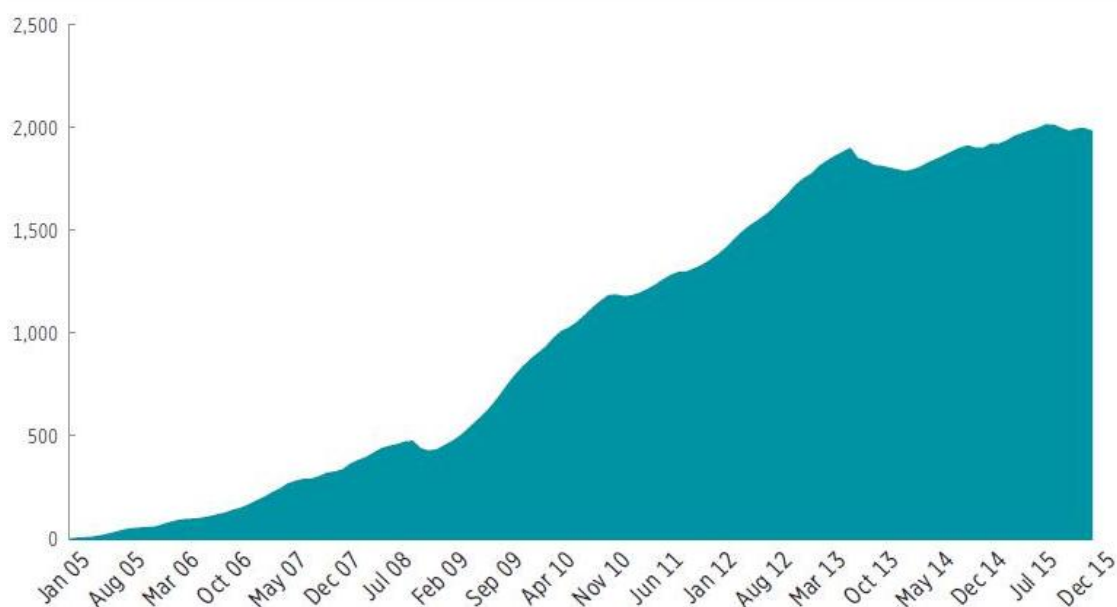
-Fondos de bonos de plazo intermedio: Son los que se invierten principalmente en bonos

con vencimientos en promedio de 4 y 10 años. Cuanto más largo sea el vencimiento o duración los precios de los bonos más fluctuarán (en el sentido contrario de las tasas de interés).

-Fondos de bonos a largo plazo: Estos son la mejor apuesta de un inversor para los rendimientos relativos más altos en comparación con los fondos a corto y medio plazo.

Estos han tenido un crecimiento constante y sostenido solo marcada por algunas situaciones a nivel mundial lo que han generado disminuciones, tal y como se observa en el gráfico siguiente:

Gráfico II – 11: Incremento activos de los Fondos de bonos. Periodo 2005 al 2015.
Datos en billones de dólares



Fuente: tomado de Factbook 2016.

En el gráfico se puede observar como la demanda de los fondos de bonos cayó en la segunda mitad de 2015 en respuesta a la caída de rendimiento de las inversiones en bonos. Durante la primera mitad de 2015 se dio una inversión en los fondos de \$30 mil millones, la salida de flujos de estos fondos fueron más notables por las preocupaciones sobre una desaceleración de la economía en China.

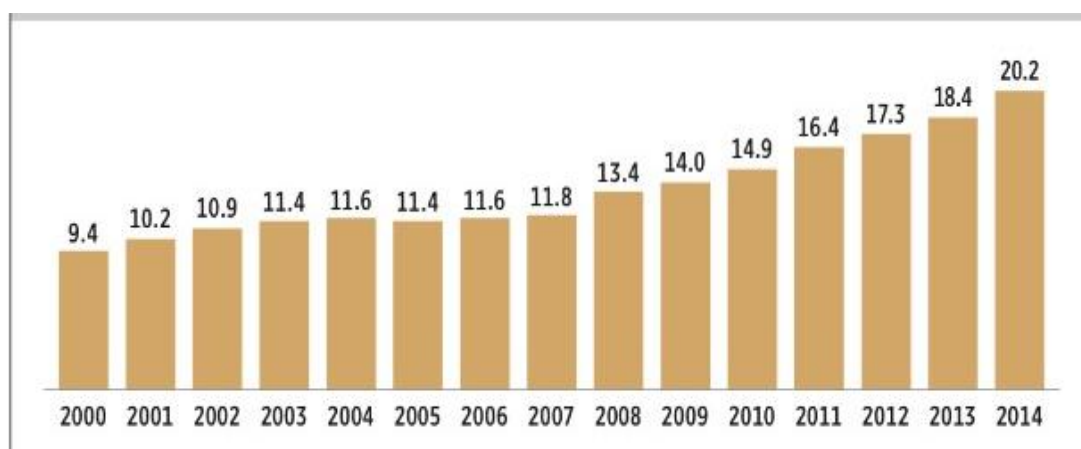
A pesar de varios períodos de turbulencias en los mercados, los Fondos de bonos han experimentado un incremento en los flujos a través de la mayor parte de la década pasada, ya que estos fondos han recibido 2 billones de dólares en los ingresos netos y la

reinversión de los dividendos de 2015. Varios factores han contribuido a sostener esta demanda a largo plazo, por ejemplo los inversores mayores tienden a tener mayores saldos de cuentas ya que han tenido más tiempo para acumular ahorros y tomar ventaja de la capitalización. A pesar que los fondos de bonos experimentaron salidas en 2015, fueron e mitigadas en parte, por factores demográficos para impulsar los flujos de Fondos de Bonos.

En cuanto a los Fondos de capital existen muchas diversificaciones o Fondos en los cuales se puede invertir, pero la SEC menciona sus principales:

- *Los fondos de crecimiento los cuales se centran en las corporaciones que no pueden pagar un dividendo ordinario, pero que tienen el potencial para grandes ganancias de capital.*
- *Los fondos de renta que se invierten en acciones que pagan dividendos regulares.*
- *Los fondos de índice los cuales tienen como objetivo lograr el mismo rendimiento que un índice de mercado en particular, como el S & P 500 índice compuesto de la bolsa, mediante la inversión en todo o tal vez una muestra representativa de las empresas incluidas en un índice.*
- *Los fondos sectoriales los cuales pueden especializarse en un segmento de la industria en particular, como en tecnología o de productos de consumo.*

**Gráfico II – 12: Porcentaje de incrementos en activos de los Fondos de capital
Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes**



Fuente: Tomado de Factbook 2016.

Éste gráfico nos muestra el porcentaje de crecimiento de los activos de los Fondos de Capital. Se observa como estos han ido al alza desde el año 2000 hasta la fecha que se tiene un incremento del 20.2 % en los activos a comparación que el año anterior fue de 18.4 % los cuales son resultados positivos no solo con las Gestoras de Fondos de Inversión si no para los mismos partícipes. Tal como se mencionó anteriormente una de las ventajas de éste fondo es que no se necesita una gran inversión para poder operar, por lo que esto beneficia aún más a las personas que buscan una nueva forma de financiamiento y no recurren a las formas tradicionales de éstas.

2.2.6 Beneficios fiscales

Los Fondos de Inversión tienen algunos beneficios para sus partícipes por el hecho de invertir en esta forma de financiamiento. Las ganancias o retribuciones que se reciben están exentas de la mayoría de impuestos, como impuesto sobre la renta pero está incluido en el impuesto al capital. Este impuesto se aplica sobre las ganancias de los Fondos que provengan de liquidaciones, distribuciones o ganancias que obtienen los partícipes por lo que están libres de doble tributación. En otros países existen varios tipos de impuestos a los Fondos de Inversión que pueden ser un obstáculo fiscal para los mismos partícipes.

2.2.7 Resultados

Como se observa, los Fondos de Inversión en Estados Unidos se convierten cada vez más en una opción para invertir y obtener una opción rentable a comparación de las formas tradicionales de inversión. Desde 1940 en Estados Unidos los Fondos de Inversión se han convertido en un importante intermediario entre los hogares y los mercados financieros debido a los bajos costos de acciones en una cartera de diversos activos financieros. Pero es desde 1990 cuando los activos totales en fondos de inversión incrementaron en comparación de los años anteriores, así también aumentaron en comparación a invertir en acciones en la bolsa, ya que para los partícipes existen muchas ventajas en comparación a invertir en formas de tradicionales. Los Fondos de Inversión a través de las gestoras de Fondos llevan un control más detallado de las operaciones realizadas, además de supervisar el rendimiento de los títulos de las compras de fondos, y el hecho de diversificar las inversiones en distintos Fondos es una estrategia que les sirve para reducir el riesgo si una empresa o sector falla.

Gráfico II – 13: Número de gestoras de Fondos de Inversión entrando, saliendo y su totalidad. Periodo 2005 al 2015



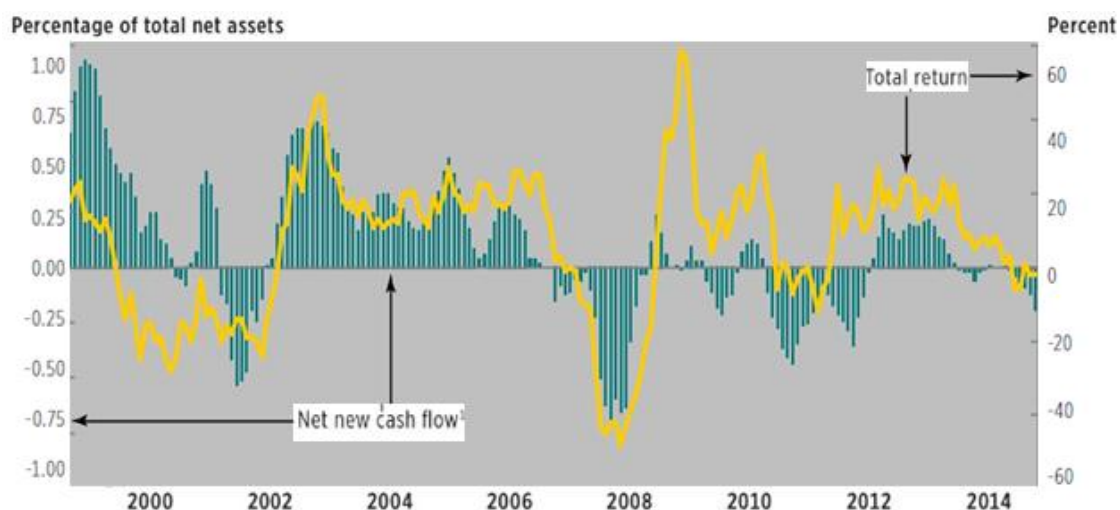
Fuente: Tomado de Factbook 2016.

El número de gestoras de fondos se ha incrementado de manera considerable en los últimos 10 años, solo con una disminución de esa tendencia en el 2008-2009 que fue cuando se produjo la crisis financiera mundial y generó incertidumbre a los mismos participantes al momento de buscar una forma de invertir. A partir de ello se ha incrementado el número de gestoras las cuales manejan sus propias carteras de Fondos a invertir, el número de compañías que se retiran de este sector se mantiene constante, con variaciones que no influyen en gran manera al crecimiento de estos mismos.

Las entradas netas de los Fondos de capital tienden a aumentar con el precio de las acciones y las salidas netas tienden a producirse cuando los precios de las acciones caen. Una medida de la rentabilidad (incluyendo el pago de dividendos) en la bolsa mundial mercados fue del 5 por ciento en 2014 y un 23 por ciento en 2013. Al mismo tiempo, los Fondos de capital de inversión recibieron entradas netas por un total de \$ 25 mil millones en 2014 y una caída importante partir de \$ 160 millones en 2013. Esto va relacionado en alguna medida con la volatilidad del mercado, ya que cuando existen tasas de retorno mayores que 30% por lo general reflejan un alto grado de miedo de los inversores y los valores inferiores a 20% están asociados con un período de calma de los mercados, en 2014 el promedio fue de 14%, pero alcanzó el 26% en octubre y el 24% en diciembre. Es decir, durante el año 2013 cuando los fondos tenían fuertes flujos de entrada durante todo el año, la tasa de rentabilidad no cerró por encima del 21% por lo que la menor volatilidad de la bolsa durante la primera parte del año 2014 probablemente

ayudó a sostener la demanda de Fondos de capital aunque en los últimos años se ha mantenido relativamente constante.

Gráfico II – 14: Porcentaje de retorno en activos de los Fondos de capital. Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes

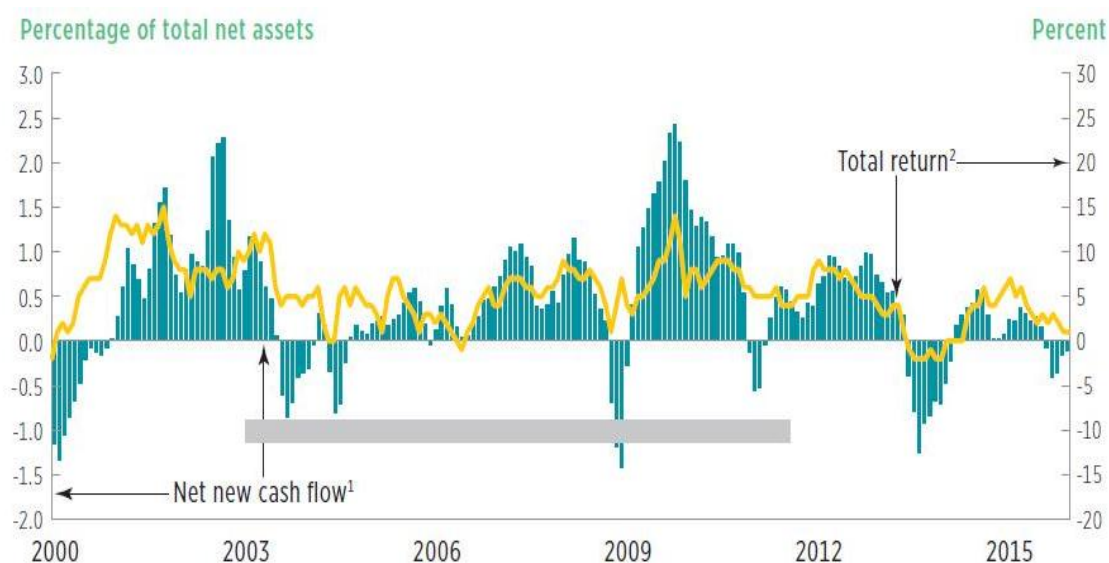


Fuente: Tomado de Factbook 2016.

Los flujos de Fondos de bonos son típicamente correlacionados con el rendimiento de los bonos, los cuales son impulsados principalmente por el entorno de tasas de interés de Estados Unidos. En el 2014 las tasas de interés a largo plazo disminuyeron los precios de los bonos los cuales impulsaron los rendimientos por lo que estos registraron entradas netas de \$ 44 millones de dólares en 2014 frente a salidas netas de \$ 71 mil millones que el año anterior los partícipes interpretaron una inflación baja. En consecuencia, los partícipes de Fondos de bonos se convirtieron en los menos interesados en la mitigación de las pérdidas de capital asociados con el aumento de las tasas de interés a largo plazo, lo que resultó en una menor demanda de fondos de renta fija con duraciones más cortas. (SEC, 2016)

Tal como se puede ver en el siguiente gráfico:

Gráfico II – 15: Porcentaje de retorno en activos de los Fondos de bonos. Periodo 2000 al 2014. Datos en porcentajes



Fuente: tomado de Factbook 2016.

Los Fondos de Inversión se convierten en una alternativa de financiamiento que le genera al participante o inversor, ganancias a partir de su acción o participación, los cuales pueden ser reinvertidos en nuevos Fondos ya que las tasas de retorno, que se obtienen son muy atractivas. La evolución de estos a través de los años ha demostrado que son sostenibles en el tiempo y es casi seguro el obtener ganancias a partir de ello, a excepción del año 2008-2009 cuando sucedió la crisis internacional. De lo contrario es una alternativa muy eficiente al momento de buscar financiamiento.

Una característica principal al momento de invertir en los Fondos de Inversión es que a diferencia de la banca comercial por ejemplo, las personas se pueden convertir en participantes de un Fondo aún cuando no tengan suficiente dinero para invertir en grandes cantidades y además éstos pueden canjear fácilmente sus participaciones, sus comisiones o sus retribuciones en cualquier momento, es decir, obtener liquidez.

Pero no sólo existe ventajas para los participantes sino también para las gestoras de los Fondos a través de las comisiones que cobran, ya que los cargos de ventas, cuotas anuales y otros gastos deben de ser pagados por el participante. Así se beneficia también la gestora, incluso no importando si al final el Fondo obtuvo pérdida. Las entidades gubernamentales que se encargan de la supervisión de estas gestoras de fondos obtienen beneficios a través de pago de impuestos, que algunos Fondos de Inversión

deben de cancelar al igual que algunos partícipes. Por tanto, todo el sistema de Fondos de Inversión se convierte en una alternativa balanceada a la hora de deducir si que agente económico lleva ventaja sobre otra.

2.3 La industria de Fondos de Inversión en Costa Rica

2.3.1 Contexto histórico de los Fondos de Inversión en Costa Rica

Costa Rica es una de las economías más consolidadas en América Latina, siendo la décima segunda economía de la región en términos de Producto Interno Bruto nominal (Banco Mundial, 2011) (después de Uruguay y antes que Panamá) y la décima segunda en cuanto al PIB a precios de paridad de poder adquisitivo (PPA) (después de Panamá y antes que Bolivia) (Banco Mundial, 2011). En el tema de los Fondos de Inversión, Costa Rica también se considera un referente a nivel centroamericano; por eso es llamado el “*paladín de los Fondos de Inversión en Centroamérica*”. (BVES, 2015)

Para la economía costarricense, los Fondos de Inversión han sido clave para financiar proyectos de la industria. Además de eliminar los intermediarios financieros, “han fomentado el ahorro interno a cambio de la rentabilidad atractiva. Por tener menores costos de transacción, por medio de las economías de escala, han sido exitosos en los sectores financieros e inmobiliarios”. (Ibíd., 2016).

En este país centroamericano, antes de la aprobación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) en el año 1990, en el sistema financiero costarricense ya existían figuras consideradas antecesoras de los Fondos de Inversión. Víctor Chacón, Director Ejecutivo de la Cámara de Fondos de Inversión (CAFI) de Costa Rica, nos indica que “durante finales de la década de los 80, algunos puestos de bolsa promovieron figuras antecesoras de los Fondos de Inversión, pero sin reunir algunos de los principios universales de la figura y sin una regulación especializada”. (Chacón, 2015). Aunque la LRMV se aprobó en 1990, destinando todo el Capítulo VII a su regulación, “los antecedentes de la figura se remontan al año 1984 cuando los puestos de bolsa de la Bolsa Nacional de Valores S.A. (BNV) comenzaron a operar instrumentos denominados fondo de inversión o fondos de participación”. (Ministerio de Hacienda de Costa Rica, 2006)

En la economía costarricense, los efectos de las crisis económicas y financieras anteriores a la década de los 80 se hicieron sentir durante los años posteriores en las

diferentes ramas económicas, y el sistema financiero no fue la excepción. “El Sistema Financiero Costarricense, aún sufría los efectos de una década de profundas crisis económicas y financieras, en el que la falta de transparencia y empirismo, generaron un clima de desconfianza hacia la actividad financiera en general. Producto de esa época, comenzó a gestarse un nuevo modelo para el sistema financiero costarricense que culminó con las nuevas leyes bancarias, financieras y del mercado de valores”. (Chacón, 2015)

La visión de *introducir* la figura de los Fondos de Inversión se tuvo en la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) de 1990. Víctor Chacón, en su informe para la Cámara de Fondos de Inversión, explica que “aunque el producto era desconocido y hasta enfrentó resistencia en el medio, el Banco Central y algunos legisladores lo favorecían. Visualizaban en dicho instrumento la oportunidad para promover la transparencia informativa, mejorar la cultura de ahorro, la democracia económica, el profesionalismo en el manejo de activos financieros y el desarrollo del aparato productivo nacional. Los Fondos de Inversión reunían, además, el respaldo de casi 300 años de existencia en el mundo. (Ibíd.)

Con la LRMV de 1990, se empiezan a promover en Costa Rica los Fondos de Inversión; dicha ley fue reformada en 1992 y fue hasta 1995 que se logra un crecimiento importante. De hecho, “los activos de los fondos pasaron de US\$2,4 millones en 1992 a US\$18,4 millones en 1995, llegando al término de 1997 a US\$114,5 millones. Al cierre de ese año operaban 11 sociedades administradoras, con 53 Fondos de Inversión financieros. (Ibíd.)

En el mercado de valores costarricense, antes de la aparición de los Fondos de Inversión (como se conocen en la actualidad), ya existían *instrumentos para la administración de cartera*: las Operaciones de Administración Bursátil (OPAB) y el régimen de Cuenta de Administración de Valores (CAV). Como lo señala el economista Rodrigo Matarrita, “desde la aparición de la figuras del OPAB y CAV en Costa Rica, éstas se han constituido en un mecanismo propio del mercado de valores costarricense, puesto que si bien es cierto representan una forma para administrar los recursos financieros en el corto plazo, carecen de una ley específica que los regule. Su funcionamiento se ha dado por la vía reglamentaria y al amparo de las Normas Generales para la Administración de Carteras, emitidas por la Comisión Nacional de Valores”. (Matarrita, 1995)

En todo caso, “tanto el OPAB como el CAV, constituyen mecanismos eficaces para la administración de recursos a la vista, en parte debido a la marcada preferencia del

inversionista costarricense por el corto plazo como consecuencia de la volatilidad que en los últimos años han sufrido las tasas de interés”. (EKA Portafolio de Inversiones, 1996).

El bajo crecimiento de los Fondos de Inversión, durante los primeros años de la década de los 90, se debe en parte a que el mercado aún se aferraba a las carteras que manejaban los puestos de bolsa OPAB y CAV y el mercado financiero en su globalidad seguía siendo esencialmente cortoplacista. “Los fondos competían con los otros productos en el mismo mercado de inversiones a 180 o 360 días que ya estaba consolidado en la banca y la bolsa de valores. A esto se agrega que la LRMV, pese a su loable objetivo, había dejado muchas lagunas en el funcionamiento de los Fondos de Inversión. Ante esta debilidad jurídica, algunos grupos financieros optaron por no participar en la oferta de Fondos de Inversión, lo que promovió en el sector, una revisión integral de la LRMV”. (Chacón, 2015)

La industria de los Fondos de Inversión fue impulsada inicialmente por sociedades pertenecientes a grupos bursátiles que no tenían sucursales y no realizaban publicidad masiva sino puntual. En palabras de Víctor Chacón, “los canales de venta eran mínimos y focalizados en el área urbana de la provincia de San José. Con la entrada de sociedades de grupos bancarios, se multiplicaron los canales de venta de los Fondos de Inversión, abarcando toda la geografía y población del país. Esto catapultó un crecimiento repentino de los activos de Fondos de Inversión y del número de inversionistas. Las sociedades de Fondos de Inversión de Banco Nacional y Banco de Costa Rica rápidamente representaron los más grandes actores del mercado, llegando a abarcar en su conjunto rangos entre el 45% y 55% de todos los activos de la industria de Fondos de Inversión”. (Ibíd.)

En líneas generales, la evolución de los activos manejados en Fondos de Inversión ha presentado un comportamiento ascendente en el período comprendido entre 1998 - 2015. Para el año 2015, se registra el valor más alto de los Activos en Fondos de Inversión. Dicho comportamiento ascendente obedece al contexto favorable en que se desarrollan los Fondos de Inversión en Costa Rica, pues operan bajo una normativa que promueve su pleno desarrollo, además de los incentivos en materia tributaria que les son aplicables. Dicha información se representa en el siguiente gráfico:

Gráfico II – 16: Costa Rica: Activos Fondos de Inversión. Periodo 1998 – 2015.
Datos en Millones US \$.



Fuente: Tomado de Cámara de Fondos de Inversión, CAFI: Evolución reciente de Fondos de Inversión.

Con la reforma de la LRMV de 1998, se promovió una migración de los fideicomisos colectivos y comisiones de confianza, así como de las operaciones de administración bursátil que manejaban los puestos de bolsa, hacia los Fondos de Inversión.

Esto explica que durante el año 1998, los fondos mostraron un crecimiento de activos del 58% cuando ascendieron a diciembre 1998 a US\$180,9 millones. En esos 12 meses ingresaron al mercado 8 sociedades administradoras adicionales. Este efecto se vio multiplicado por el ingreso de sociedades administradoras pertenecientes a los grupos bancarios, que geográficamente tenían cobertura en todo el territorio nacional.

En años siguientes el crecimiento en activos, números de fondos e inversionistas fue robusto. Por ejemplo, al 31 de diciembre del 2000, los activos sumaban US\$902 millones, repartidos entre 23.711 cuentas, 21 sociedades administradoras y 118 fondos de inversión, de los cuales 109 eran abiertos, y 9 cerrados. Este resultado implicó un aumento en activos del 120% respecto al año anterior, y de un 51% en el número de inversionistas. Se estima que la mitad de este crecimiento inusual (120%) del año 2000 se debe a la migración de los fideicomisos, comisiones de confianza y OPAB-CAV. Importante notar que esta migración se reflejó principalmente en los fondos de

crecimiento abiertos que crecieron un 262% en un año y en los fondos de ingreso que aumentaron sus activos en 191% en esos mismos 12 meses del 2000. (Chacón, 2015).

2.3.2 Regulación de los Fondos de Inversión

La industria de los Fondos de Inversión en Costa Rica opera bajo la normativa dictada en la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV). Esta Ley fue aprobada en 1990, pero no se obtuvieron los resultados que se esperaban tras su aprobación, pues el marco legal en el que se desenvolvían los Fondos de Inversión seguía débil. Faltaba una reforma que ordenara el funcionamiento de los Fondos de Inversión y estabilizara las reglas del juego, tanto para inversionistas como para administradoras.

Reforma a la Ley Reguladora del Mercado de Valores (1998)

Debido a la debilidad jurídica en la que funcionaban los Fondos de Inversión, incluso luego de su aprobación en 1990, la LRMV fue objeto de una amplia reforma, la cual entró en vigencia en marzo de 1998. Con dicha reforma, se ordenó el funcionamiento de la figura del fondo de inversión, salvando todas las deficiencias legales. Además, “se sometió a fideicomisos colectivos y comisiones de confianza a normas similares a las de Fondos de Inversión. Sucedió lo mismo con las operaciones de administración bursátil que manejaban los puestos de bolsa. Esto promovió una migración hacia los Fondos de Inversión. (Chacón, 2015)

Se realizará un análisis de los principales aspectos de dicha Ley con el objetivo de hacernos una idea del funcionamiento legal de los Fondos de Inversión en dicho país.

En Costa Rica, las sociedades facultadas para administrar fondos (a las cuales se les denomina Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión) deberán ser sociedades anónimas o sucursales de sociedades extranjeras que cumplan con la normativa costarricense (LRMV y Código de Comercio); las cuales están sujetas a la Ley del Impuesto sobre la Renta de conformidad con la Ley 7092, aplicándoles una tarifa impositiva del 30%. El artículo 65 de la LRMV establece, además, que su objeto exclusivo debe ser prestar servicios de administración de fondos de inversión (Art. 65, LRMV)

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión podrán percibir como retribución por sus servicios, una comisión, que deberá hacerse constar en el prospecto

del fondo y podrá cobrarse en función del patrimonio, de los rendimientos del fondo o de ambas variables. Así mismo, cuando el inversionista entra y sale de un determinado fondo, deberá cancelar una comisión en función de los fondos aportados (entrada) o retirados (salida) (Art. 68, LRMV).

Es obligación para las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, suministrar información oportuna y veraz sobre su situación y la de los fondos que administran; por parte de los inversionistas, éstos tienen el derecho a que se les suministre toda la información necesaria para tomar decisiones (Art. 69, LRMV).

En cuanto a la custodia de los valores de los Fondos de Inversión, estos deberán mantenerse depositados en alguna de las entidades de custodia autorizadas por la Superintendencia de Costa Rica (Art. 78, LRMV).

2.3.3 Tipos de Fondos de Inversión, según regulación

El marco normativo de los Fondos de Inversión de Costa Rica contempla los siguientes tipos de Fondos:

a) Fondos de inversión abiertos: Son aquellos cuyo patrimonio es variable e ilimitado; las participaciones son redimibles directamente por el fondo, y su plazo de duración es indefinido.

b) Fondos de inversión cerrados: Son aquellos cuyo patrimonio es fijo; las participaciones no son redimibles directamente por el fondo, y su plazo de duración es limitado.

c) Fondos de inversión financieros abiertos o cerrados: Son aquellos que tienen la totalidad de su activo invertido en valores o en otros instrumentos financieros representativos de activos financieros.

d) Fondos de inversión no financieros abiertos o cerrados: Son aquellos cuyo objeto principal es la inversión en activos de índole no financiera.

e) Megafondos de inversión: Son aquellos cuyo activo se encuentra invertido, exclusivamente, en participaciones de otros fondos de inversión.

2.3.4 Reglamentación de los Fondos de Inversión

En materia de reglamentación de los Fondos de Inversión en Costa Rica, es el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), en concordancia con la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), la institución responsable de establecer el conjunto de reglas aplicables a los mismos. Dicha reglamentación se establece en el *Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión*, cuya competencia es establecer “las disposiciones para la autorización y funcionamiento de las sociedades administradoras de fondos de inversión; y la autorización de oferta pública de los fondos de inversión nacionales y extranjeros”. (Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, Art. 1)

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, debido a que su giro principal es la administración de los Fondos, perciben una comisión por dicha administración. Esta reglamentación se determina en el artículo 43 del Reglamento antes mencionado, en donde se estipula que “las sociedades administradoras pueden percibir una comisión de administración como remuneración de los servicios de administración que prestan al fondo. El monto máximo de dicha comisión se debe fijar en el prospecto del fondo en función de su activo neto, de sus rendimientos, o de ambas variables. La comisión se calcula sobre los saldos diarios y es pagadera con la periodicidad establecida en el prospecto. (ibíd., Art. 43)

La comisión se aplica con carácter general a todos los inversionistas de una misma serie y su importe exacto, dentro del límite máximo establecido en el prospecto, no puede variarse en plazos inferiores a un mes. El porcentaje de comisión inicial y las sucesivas modificaciones deben hacerse públicas, de conformidad con lo que establezca la SUGEVAL. (ibíd.)

En el prospecto de los fondos se deben revelar todos los costos que tengan relación directa con el mantenimiento y administración de los activos que formen parte de la cartera del fondo, por lo que se debe indicar en forma específica el concepto del costo que asume el fondo. Los montos de los costos en que incurra el fondo deben ser comunicados al inversionista con el contenido y plazos que defina la SUGEVAL mediante acuerdo. (ibíd.)

Se establecen, además, en el artículo 44, las comisiones pagadas directamente por el inversionista. Los importes de estas comisiones, así como las condiciones de cobro, se

establecen en el prospecto de inversión, que es el documento que contiene toda la información relevante sobre el fondo de inversión de manera que los inversionistas puedan formarse un juicio fundamentado sobre la inversión:

- Comisión de entrada: se cobrará al momento de la compra de las participaciones y se destinará a la sociedad administradora o al fondo de inversión. Esta comisión incluye el pago que la sociedad realice a la entidad comercializadora.

- Comisión de salida: se cobrará al momento del reembolso de las participaciones y se destinará a la sociedad administradora o al fondo de inversión. Esta comisión incluye el pago que la sociedad realice a la entidad comercializadora.

Igualmente se cobra la comisión de reembolso cuando se trata de traslados de un fondo a otro administrado por una misma sociedad administradora, si no se han cumplido con los plazos de permanencia establecidos.

No procede el cobro de estas comisiones ante un cambio de nombre del Fondo de Inversión o ante un cambio en miembros de la junta directiva, comité de inversiones, gestor de portafolios, analistas internacionales, comité de riesgos, asesores legales y firma de auditoría externa. En los casos de fusión o sustitución de la sociedad administradora, o liquidación del Fondo de Inversión, tampoco es aplicable el cobro de estas comisiones.

Tampoco procede el cobro de estas comisiones, para los reembolsos de participaciones que se realicen a los inversionistas de fondos de inversión abiertos que, como resultado de una modificación del prospecto, aumente el monto mínimo de inversión o el monto mínimo de cada serie, no cumplan con las nuevas condiciones mínimas requeridas en el fondo de inversión.

En el caso de un aumento en el plazo mínimo de permanencia de fondos abiertos, no procede el cobro a los reembolsos de participaciones que realicen los inversionistas que al momento de la entrada en vigencia del cambio no cumplan con el nuevo plazo requerido, y durante el periodo necesario para completar dicho plazo.

Además, se establecen los activos netos mínimos para los Fondos financieros, el cual debe ser de trescientos mil dólares de Estados Unidos de América o su equivalente en

colones costarricenses al tipo de cambio de referencia de compra del Banco Central de Costa Rica.

Para el caso de los fondos de inversión inmobiliarios (no financieros), éstos deben contar con un activo neto mínimo de cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América o su equivalente en colones costarricenses al tipo de cambio de referencia de compra del Banco Central de Costa Rica. Este activo neto aplicará para los nuevos fondos que se constituyan.

Los fondos de inversión de desarrollo de proyectos deben contar con un activo neto mínimo de cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América o su equivalente en colones costarricenses al tipo de cambio de referencia de compra del Banco Central de Costa Rica.

Para el caso de los Fondos de Inversión de capital de riesgo, su reglamentación fue derogada por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero en el artículo 14 del acta de la sesión celebrada el 23 de marzo del 2015.

2.3.5 Beneficios fiscales

Los rendimientos que reciban los fondos de inversión provenientes de la adquisición de títulos valores, que ya estén sujetos al “impuesto único sobre intereses”, o que estén exentos de dicho impuesto, *estarán exceptuados de cualquier otro tributo distinto del impuesto sobre la renta.* (Art. 100, LRMV).

Los Fondos de Inversión en Costa Rica pagan *un impuesto sobre renta único y definitivo del 5% sobre los rendimientos percibidos por los valores u otros activos que adquieran, convirtiéndose este hecho en una ventaja fiscal frente a otras opciones de inversión,* de tal manera que se incentiva el ahorro por medio de este mecanismo fiscal (La fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva en los países de Iberoamérica, SF)

Además, el régimen fiscal de Costa Rica tiene un incentivo favorable para la figura de Fondos de Inversión, el cual consiste en que los emisores que capten recursos del mercado financiero, paguen o acrediten intereses o concedan descuentos sobre pagarés y toda clase de títulos valores, a personas domiciliadas en Costa Rica, deberán retener el quince por ciento (15%) de dicha renta por concepto de impuesto y en caso de valores inscritos aplica el ocho por ciento (8%) (Ibíd.)

2.3.6 Diversificación

Los Fondos de Inversión pueden clasificarse en base a diferentes criterios, dependiendo de las características de los activos que son sujetos de inversión por parte de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). No obstante, las clasificaciones más empleadas hacen referencia a los tipos de activos permitidos en la LRMV. De acuerdo con las SAFI, los Fondos de Inversión pueden clasificarse en:

Fondos de Inversión Financieros: Este tipo de Fondos coloca la totalidad de su activo en valores o en otros instrumentos financieros representativos de activos financieros. Por ejemplo, los títulos valores negociados por medio de una bolsa de valores.

Fondos de Inversión no Financieros: El objetivo principal de este tipo de Fondos es la inversión en activos de índole no financiera.

Fondo de Inversión Inmobiliarios: Se enfoca en la inversión en bienes inmuebles para su explotación en alquiler o venta. Se constituye como Fondo de Inversión cuyo capital de inversión máximo es definido previamente.

Megafondos de Inversión: Hace referencia a un Fondo de Inversión que invierte en participaciones de otros fondos de inversión, con lo que incrementa notablemente los beneficios de un fondo de inversión.

La segunda clasificación sugerida por la LRMV es la que se realiza dependiendo del tipo de participaciones que emitan las SAFI; es bastante usada por las personas. De acuerdo con esta clasificación, los Fondos de Inversión pueden ser:

Fondo de inversión abierto: Es el Fondo cuyo patrimonio es variable e ilimitado, es decir que puede captar recursos en forma ilimitada; las participaciones son reembolsables directamente por el fondo y el plazo de duración es indefinido. Es decir, no pueden ser objeto de operaciones distintas al reembolso por lo que el precio de las mismas es establecido el día anterior por la sociedad administradora.

Fondo de inversión cerrado: Su patrimonio es fijo; las participaciones no son reembolsables directamente por el fondo sino que se negocian en el mercado secundario de valores.

2.3.7 Resultados

El manejo eficiente por parte de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) puede generar buenos resultados en la administración de los Fondos de Inversión. Según información de SUGEVAL, “las SAFI obtuvieron resultados alentadores durante el 2015”. (Cisneros, 2016).

Según datos de la Federación Iberoamericana de Fondos de Inversión, para marzo de 2016, en el mercado financiero costarricense operaban 91 Fondos de Inversión, la mayoría ubicada en el mercado de dinero; los Activos Netos Totales ascendían a 4,479 millones de USD y el número de Clientes Totales era de 86,859. Esta información se muestra en la siguiente tabla:

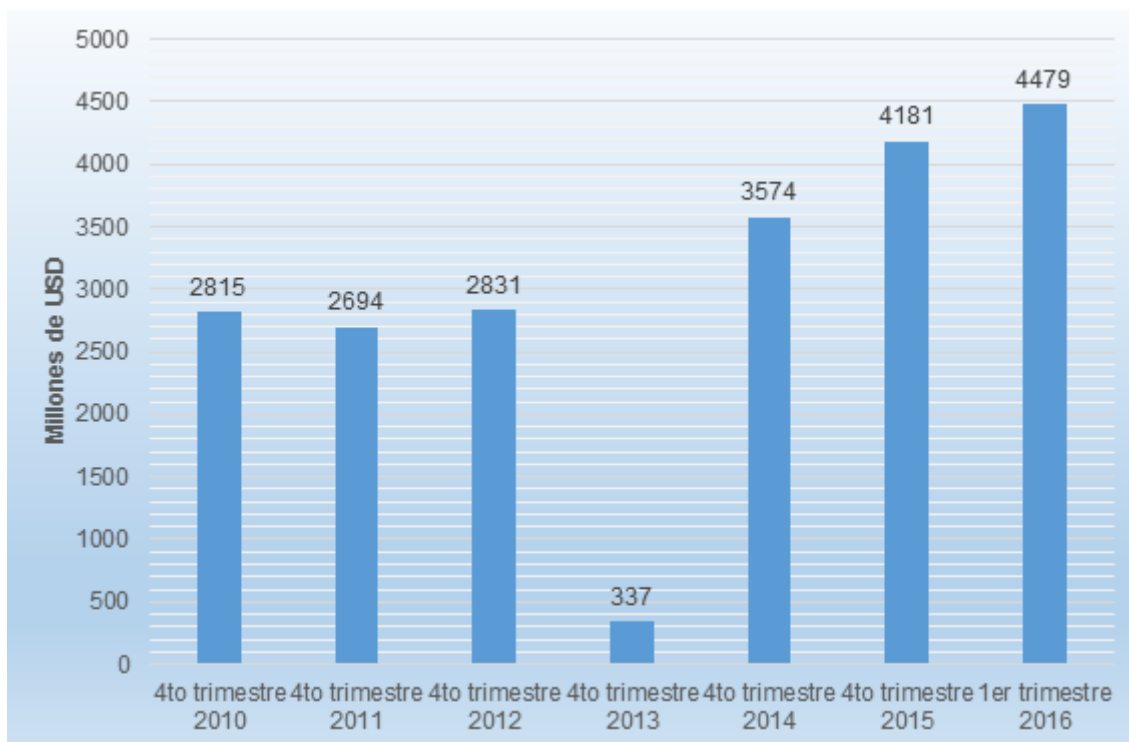
Tabla II – 1: Costa Rica. Estadísticas por país al primer trimestre de 2016.

Fondos de Inversión	Activos Netos Totales	Clientes Totales
91	4,479 millones de USD	86,859

Fuente: Elaboración propia con base en datos de FIAFIN

En la siguiente gráfica se muestran los activos netos que manejan los Fondos de Inversión en Costa Rica:

Gráfico II – 17: Costa Rica: Activos Fondos de Inversión (Netos). Período 2010 – Marzo 2016. Datos en millones de USD)

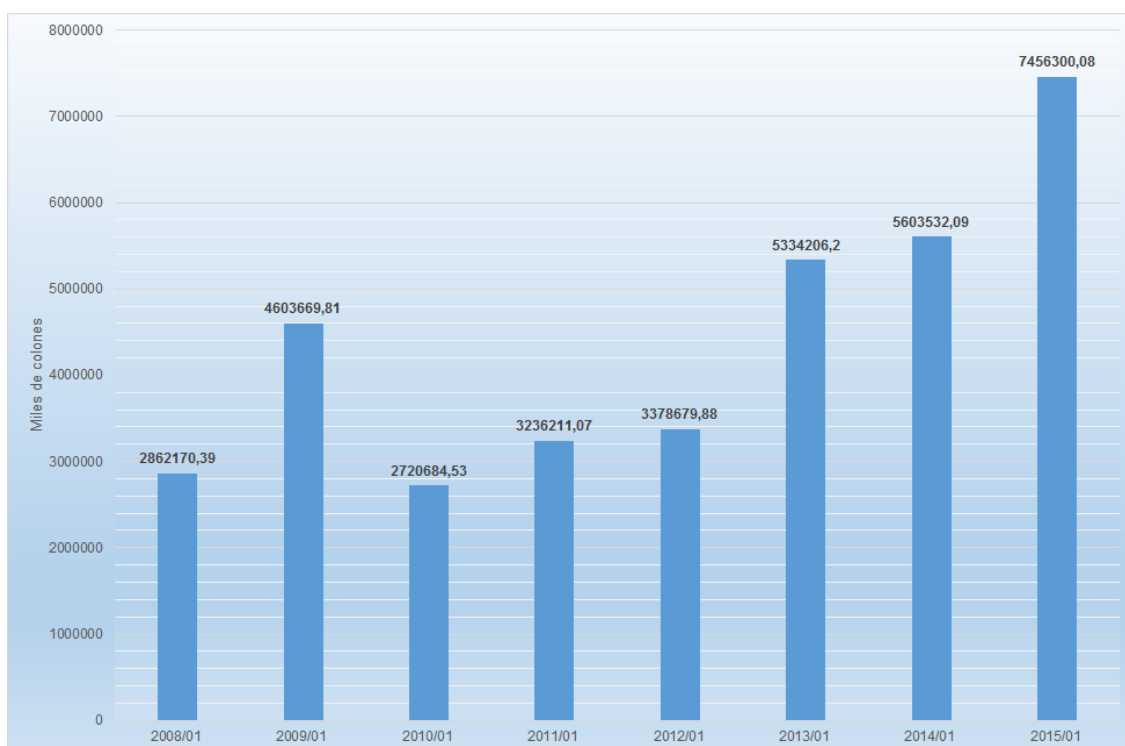


Fuente: Elaboración propia con base en datos de FIAFIN

Como se observa en el gráfico, la tendencia de los activos netos operados en Fondos de Inversión es hacia el alza. Para el primer trimestre de 2016, los activos totales netos fueron de 4,479 millones de USD. Lo anterior deja en evidencia que los Fondos de Inversión son una opción rentable para los superavitarios en recursos, pues pueden invertirlos y generarse ganancias.

Las administradoras de fondos según la SAFI tuvieron un crecimiento de utilidades del 33% para un total de 7.56 millones de colones, en gran parte por la reducción de gastos de éstas mismas. Además estas compañías crecieron un 20% y alcanzaron un total de activos de ₡86.236 millones, según la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Estos números sobresalen al ser comparados con el desempeño de la economía nacional durante el año pasado, cuya producción creció un 3,7% real.

Gráfico II – 18: Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión. Utilidad Neta de la industria. Periodo enero 2008 – enero 2015. Datos en Miles de colones.



Fuente: Elaboración propia con base a datos de SUGEVAL

La gestión de las SAFI también está por encima del comportamiento del nicho bancario. Las carteras de crédito repuntaron 10% en 2015, la mitad de lo que aumentaron los activos de las sociedades. Los activos de los Fondos administrados superan la cifra de $\text{¢}2$ billones, monto que es 24 veces más grande que los activos que manejan las SAFI en su negocio corporativo y que creció un 16% el año pasado. Por lo que en términos generales, seis de los diez tipos de portafolios que ofrece el mercado resultaron ganadores en 2015.

Los fondos de mercado de dinero son los que manejan la mayoría de los activos de la industria, pero fueron los fondos abiertos de crecimiento y de ingreso, los que más crecieron. Se espera que para este año la actividad crezca en sus diferentes ramas, y no solo en el mercado de dinero, ya que el panorama en colones anticipa que habrá una estabilidad en los rendimientos. Pero, eso dependerá de la demanda de recursos que tenga el Gobierno debido a su creciente déficit fiscal.

CAPÍTULO III

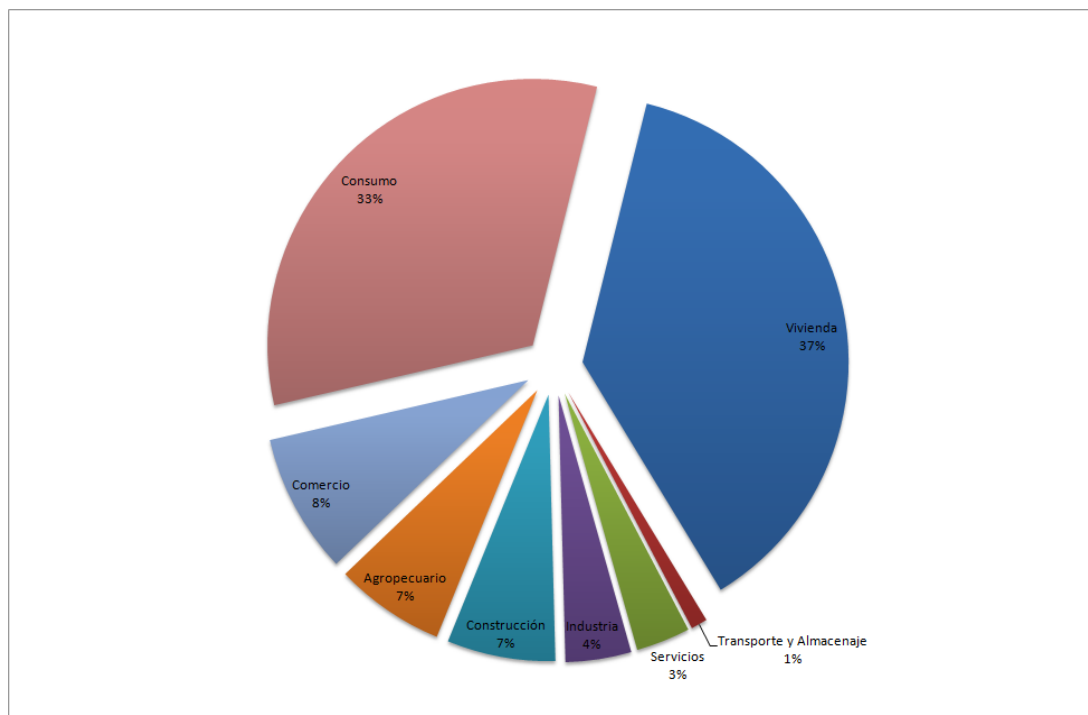
PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SALVADOR, BAJO UNA PERSPECTIVA POST-NEOLIBERAL

3.1 Contexto histórico de los Fondos de Inversión en El Salvador

El Sistema Financiero de El Salvador ha cursado por varios intentos de modernización, entre ellos la renovación de los servicios bancarios, la apertura de sucursales, las fusiones bancarias, las ampliaciones de servicios, la actualización del marco legal y normativo como son la Ley de Bancos, Ley de Bancos Cooperativos y Sociedades de Ahorro y Crédito, la Ley de la Usura, la Ley de Titularización de Activos, la Ley de la Bolsa de Valores, entre otros. (Lemus de Rivera & López, 2015)

Para Lemus, S & López, B (2015), estas acciones no han logrado dinamizar la actividad económica, esto debido a la concentración existente del crédito en ciertos sectores de la economía, donde para 2015 el 32.5% del crédito se destina para consumo, mientras que el 37.4% para vivienda, el 8.5% para el sector comercio, y para el sector industrial se destina menos del 4.0%. Así, el consumo depende del crédito para poder realizarse, indicándonos que El Salvador no tiene la capacidad de generar los recursos necesarios para sostener el consumo de manera autónoma. A esto se le suma que el crédito no se distribuye de una manera estratégica que permita dinamizar la matriz productiva del país. (Asociación Bancaria Salvadoreña, 2015). Esto lo observamos en la siguiente gráfica:

Gráfico III – 1: Distribución del crédito en los sectores económicos. Datos en tasas porcentuales para el año 2015. Asociación Bancaria Salvadoreña (ABANSA)



Fuente: Elaboración propia en base a *Fondos de Inversión en El Salvador* (Lemus, Sandra y López, Ricardo Balmore; 2015)

Por el lado del inversionista, éstos tienen como opción más práctica invertir sus recursos en cuentas bancarias, como es el caso de los depósitos a plazo, los cuales tienen un bajo nivel de riesgo pero resultan poco rentables, y proporcionan un bajo grado de diversificación para el inversionista. Pero por otra parte, se tiene la inversión en el mercado de valores, la cual tiene cierto grado de complejidad, pues involucra una serie de costos que disminuyen la rentabilidad a las operaciones tales como comisiones a la bolsa de valores y honorarios de los agentes corredores, y exigen un cierto conocimiento sobre la manera en que los productos financieros ganan o pierden valor, y cómo construir un portafolio diversificado, por lo que se le resta atractivo a esta opción para el pequeño inversor. (Mira Jorge & Aguilar Marroquín, 2015)

Por lo tanto, es a partir de la realidad del Sistema Financiero que en El Salvador nace en junio del 2007 la iniciativa de Ley de Fondos de Inversión, por medio de un anteproyecto presentado por el Órgano Ejecutivo dirigido en ese momento por el Ex-presidente de la República Elías Antonio Saca. Pero, fue hasta el año 2014 que luego de varias discusiones que duraron alrededor de un año con la Comisión Financiera de la Asamblea Legislativa y las entidades relacionadas esta fue aprobada el 21 de agosto del 2014. De esta manera las medianas y pequeñas empresas tendrán acceso a los mercados de capitales. (García & Silva, 2015)

3.2 Análisis comparativo de la tipificación, diversificación y fiscalidad de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador

3.2.1 Tipificación

Los Fondos de Inversión son una modalidad de inversión colectiva reconocida a nivel mundial, los cuales también se conocen como Fondos Mutuos, Fondos Colectivos, o como Patrimonios Colectivos. (Mira Jorge & Aguilar Marroquín, 2015)

La tipificación de los Fondos de Inversión se basa en diferentes criterios, lo que conlleva a diferentes clasificaciones de Fondos de Inversión entre los países. Esto lo observamos en el siguiente cuadro:

Cuadro III – 1: Tipificación de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador

País	Tipificación
España	<i>Fondos de Inversión Financieros</i> <i>Fondos de Inversión no Financieros</i>
Estados Unidos	<i>Fondos del Mercado de dinero</i> <i>Fondos de bonos</i> <i>Fondos de capital</i>
Costa Rica	<i>Fondos de inversión abiertos</i> <i>Fondos de inversión cerrados</i> <i>Fondos de inversión financieros abiertos o cerrados</i> <i>Fondos de inversión no financieros abiertos o cerrados</i> <i>Mega fondos de inversión</i>
El Salvador	<i>Fondos de Inversión Abiertos</i> <i>Fondos de Inversión Cerrados</i>

Fuente: Elaboración propia en base a información suministrada por SEC, SUGEVAL, LRMV, CNMV y BVES

La comparación con los demás países demuestra que El Salvador no tiene desarrollada una tipificación que incluya todos los elementos necesarios para abarcar la variedad de Fondos de Inversión, Esto puede generar incertidumbre a un posible participante al

momento de decidir ya, sea por una opción tradicional como lo puede ser un préstamo o una opción no tradicional como puede llegar a ser los Fondos de Inversión.

Lo anterior lo vemos en los siguientes puntos:

- *España:* A pesar que El Salvador tiene la misma cantidad de tipos de fondos que posee España, sin embargo la tipificación española parte de los tipos de fondos más generales hasta llegar a los tipos de fondos más particulares. Con lo que España aventaja a El Salvador, en el sentido que contempla una mayor variedad de Fondos de Inversión.
- *Estados Unidos:* la clasificación de Fondos en Estados Unidos está bien definida por su gobierno, en los cuales pueden invertir las personas naturales o jurídicas, caso. Contrario en El Salvador, el cual solo detallan que los Fondos de Inversión pueden ser abiertos o cerrados, pero no existe una clasificación determinada.
- *Costa Rica:* En la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) se da un tratamiento especial a los Fondos de Inversión no financieros. Se ve en estos Fondos un gran espacio para que las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión crezcan, se consoliden y también para que las entidades financieras originadoras de hipotecas, transformen esos activos intangibles y poco líquidos en activos líquidos mediante mecanismos de titularización de hipotecas. Además de ver dentro de esta tipología de fondos la posibilidad para desarrollar fondos concentrados o fondos de riesgo, para el financiamiento de determinados proyectos inmobiliarios. Para el caso de El Salvador, esta tipología de Fondos se reduce a una simple forma más dentro de la tipología de Fondos de Inversión existente.

3.2.2 Diversificación

Una de las bondades de los Fondos de Inversión es la diversificación de inversiones, con lo que se procura minimizar el riesgo y maximizar la rentabilidad. Todos los inversores deben contar en sus carteras con diferentes tipos de activos para poder minimizar los posibles riesgos del mercado. La diversificación de carteras constituye un principio básico para invertir en mercados financieros, pues éstos se desenvuelven bajo un determinado nivel de riesgo. Las Gestoras deben establecer los criterios para diversificar, haciéndolos del conocimiento del inversor, mediante la entrega de la documentación requerida. Así, el

partícipe puede planificar su inversión. Dicha planificación dependerá de cada inversor, tomando en cuenta el horizonte temporal en el que se desea invertir y el perfil que como inversor se posee, entre otros factores.

Con la diversificación del portafolio de inversiones, los riesgos inherentes de este tipo de mercado pueden minimizarse al distribuir el importe global que se desea invertir entre un conjunto de activos financieros con diferentes características. La idea subyacente es que al invertir los recursos en diversos activos que presentan un comportamiento poco o nada correlacionado entre sí, los riesgos de invertir en cada activo pueden compensarse; de esta manera, el riesgo de la cartera de inversiones se minimiza.

A continuación se presenta un cuadro comparativo de la diversificación de la actividad de Fondos de Inversión en España, USA, Costa Rica y El Salvador:

Cuadro III – 2: Diversificación de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador

España	Estados Unidos	Costa Rica	El Salvador
<i>Fondos Monetarios</i>	<i>Fondos del Tesoro de EE.UU</i>	<i>Fondos mercado del de Dinero</i>	<i>Fondos Monetarios (sin operar)</i>
<i>Fondos de Renta Fija</i>	<i>Fondos de agencias gubernamentales</i>	<i>Mega fondos</i>	
<i>Fondos de Renta Variable</i>	<i>Fondos fiscales diversificados</i>	<i>Fondos Inmobiliarios</i>	
<i>Fondos de Renta Mixta</i>	<i>Fondos libres de impuestos</i>	<i>Fondos de Ingreso (Cerrados)</i>	
<i>Fondos Garantizados</i>	<i>Fondos de bonos a corto plazo</i>	<i>Fondos de Ingreso (Abiertos)</i>	
<i>Fondos de Gestión Pasiva</i>	<i>Fondos de bonos de plazo intermedio</i>	<i>Fondos de Desarrollo Inmobiliario</i>	
<i>Fondos de Retorno Absoluto</i>	<i>Fondos de bonos a largo plazo</i>	<i>Fondos de titularización</i>	
<i>Fondos de Garantía Parcial</i>	<i>Fondos de crecimiento</i>	<i>Fondos de Crecimiento (Cerrados)</i>	
	<i>Fondos de renta</i>		
	<i>Fondos de índice</i>		

Fondos Globales	Fondos sectoriales	Fondos de Crecimiento (Abiertos)	
Fondos Inmobiliarios		Fondos de Corto Plazo	
		Fondos Accionarios	

Fuente: Elaboración propia en base a información suministrada por SEC, SUGEVAL, LRMV, CNMV y BVES

La ley de El Salvador no es específica en cuanto a la diversificación de los Fondos de Inversión, para que al partícipe se le facilite tomar una decisión a partir de la información que se tenga. Sin embargo, la diversificación de los fondos en El Salvador es muy limitada, provocando que el partícipe opte por una forma de inversión tradicional, como depósitos a plazo, inversión individual en la bolsa, etc., a una elección de inversión a un Fondo que pueda tener ese mismo objetivo de inversión.

En países como España, USA y Costa Rica existe una amplia diversificación de los fondos en comparación con El Salvador; esto se observa en los siguientes puntos:

España: la actividad de Fondos de Inversión de España cuenta un alto grado de diversificación en comparación con El Salvador que tiene un fondo que todavía no se encuentra en operaciones. A esto se le suma que El Salvador solo cuenta con una Gestora de Fondos de Inversión y en España existen cerca de 400 Gestoras que gestionan y crean una enorme cantidad de fondos, permitiendo que las personas naturales o jurídicas, tenga una mayor variedad al momento de seleccionar una Gestora y un determinado fondo.

Estados Unidos: los Fondos de Inversión están muy bien diversificados gracias a su legislación, el cual especifica el lugar donde el partícipe invertirá su dinero según el objetivo que éste mismo tenga. Caso contrario con El Salvador, ya que no se tiene con certeza una diversificación básica que menciona la ley de Fondos de Inversión por lo tanto no es posible comparar ambos aspectos de estos dos países de una manera equilibrada.

Costa Rica: su experiencia es la más cercana a El Salvador. Sin embargo la industria de Fondos de Inversión de Costa Rica cuenta con una amplia diversificación, en donde

operan 9 tipos de Fondos, los cuales se presentaron en el cuadro 3.2. La industria de Fondos de Inversión en Costa Rica se mantiene en constante evolución, por lo que El Salvador debe ampliar la diversificación de su industria en miras de alcanzar el ritmo de su país vecino, Costa Rica.

3.2.3 Fiscalidad

Los instrumentos de ahorro son sujetos de tratamiento fiscal por lo que, el inversor, considera el régimen fiscal como un factor relevante a la hora de elegir el vehículo a través del cual canalizar sus ahorros, debido a la variable rentabilidad financiero-fiscal, que mide la parte de las ganancias que retiene el inversor, una vez descontado el efecto impositivo. Por consiguiente, el tratamiento fiscal que se ejerza en la industria de Fondos de Inversión, afecta la evolución de dicha industria. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2006)

El Salvador cuenta con una legislación específica para los Fondos de Inversión, la cual es la *Ley de Fondos de Inversión*. En las materias no previstas en dicha Ley, se aplicará lo establecido en la Ley del Mercado de Valores, y en su defecto, lo dispuesto en el Código de Comercio y otras Leyes que fueren aplicables. (Inciso 2 del art. 1, Ley de Fondos de Inversión).

En el siguiente cuadro se observa una comparación del tratamiento fiscal para la industria de Fondos de Inversión de España, Estados Unidos, Costa Rica y El Salvador:

Cuadro III – 3: Fiscalidad de los Fondos de Inversión en España, Estados Unidos, Costa Rica y España

País	Incentivo Fiscal
Impuesto sobre la Renta	
España	<i>Personas físicas una tasa de 18%</i>
	<i>Personas jurídicas una tasa de 30% (25% si es dimensión reducida).</i>
Estados Unidos	<i>Exentos</i>

Costa Rica	<i>El partícipe está exento; lo pagan las SAFI.</i>
	<i>Único y definitivo del 5%.</i>
	<i>Exentos, si los rendimientos provienen de la adquisición de títulos valores que ya estén sujetos al impuesto único sobre intereses.</i>
El Salvador	<i>Exentos durante los primeros 5 años del Fondo.</i>
Impuesto a la prestación de servicios	
España	<i>Exentos</i>
Estados Unidos	<i>Exentos</i>
Costa Rica	<i>Exentos</i>
El Salvador	<i>Exentos</i>
Impuesto al patrimonio	
España	<i>- Los fondos financieros están exentos de este impuesto</i>
	<i>- Los fondos no financieros tributan este impuesto, el coste fiscal es igual al 6% del valor real del inmueble.</i>
Estados Unidos	<i>Las distribuciones del exceso de las ganancias netas de capital que estén debidamente declarado por el Fondo como ganancia de capital están sujetos a impuestos por lo que las tasas marginales superiores federales de impuestos para individuos son actualmente: 39.6% de los ingresos ordinarios y las ganancias de capital a corto plazo, 20% de las ganancias de capital a largo plazo, los ingresos netos de inversión generalmente incluyen los dividendos pagados por un fondo y cualquier ganancia que resulte de un intercambio o reembolso.</i>
Costa Rica	<i>Exentos</i>

El Salvador	<i>Exentos durante los primeros 5 años del Fondo.</i>
Impuesto a las sociedades	
España	<i>Las Gestoras tributan una tasa del 1% (siempre que reúnan el número mínimo de partícipes exigido por la normativa).</i>
Estados Unidos	<i>Exentos</i>
Costa Rica	<i>Exentos</i>
El Salvador	<i>Exentos</i>
Impuesto al traspaso de Gestoras	
España	<i>Se tributa hasta el momento del reembolso definitivo.</i>
Estados Unidos	<i>Exentos, es tomado en cuenta en el impuesto al patrimonio.</i>
Costa Rica	<i>Exentos</i>
El Salvador	<i>Exentos</i>

Fuente: Elaboración propia en base a información suministrada por SEC, SUGEVAL, LRMV, CNMV y BVES

Es importante tener en cuenta al momento de hablar de la fiscalidad de los Fondos de Inversión, los efectos contractivos del aparato impositivo sobre la actividad económica. Específicamente, la reglamentación existente en cada uno de los países no debe ser intrusiva, no debe abusar demasiado al momento de establecer las normas y reglamentos para la fiscalidad de los Fondos, pues, de ser así, se estaría reprimiendo el pleno desarrollo de los Fondos de Inversión. (Gutiérrez, 1998)

En El Salvador se contempla un régimen fiscal en donde solo los partícipes tributan, pero aun así se exentan del pago de diferentes impuestos, este hecho busca incentivar la

industria de Fondos de Inversión en nuestro país. Sin embargo, en países como España y Costa Rica se aplican incentivos fiscales que van más allá que la exención de impuestos. Parece ser que el régimen fiscal de El Salvador busca ser similar al de Estados Unidos, pero lo que se debe buscar es una reglamentación que no limite la creatividad de las Sociedades de Fondos de Inversión en la creación de nuevos fondos de inversión.

En los siguientes puntos se determina una comparación más específica:

- *España:* la industria de Fondos de Inversión de España tiene un fuerte régimen fiscal en comparación con El Salvador. Por ejemplo en España tributan tanto las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión como los partícipes, por su parte en El Salvador las Gestoras no tributan y los Fondos de Inversión están excluidos del impuesto a la renta. Además, España regula con impuestos la operativa de los traspasos, con lo que se ha permitido a los inversores trasladar sus ahorros de unas Gestora a otras; este tipo de regulación no se contempla en la normativa de El Salvador.
- *Estados Unidos:* los Fondos de Inversión son muy diferentes en este aspecto a los que están por operar en el país, ya que cuando se compra y conservan participaciones de los Fondos, ya están contemplados en el impuesto a pagar sobre cualquier ganancia de capital personal cuando se vendan sus acciones. Caso contrario en El Salvador que está exento el pago de impuesto de renta y al patrimonio.
- *Costa Rica:* En comparación con El Salvador, Costa Rica posee un incentivo fiscal relevante en esta industria, que consiste en el hecho de que los tributos a que hace referencia la LRMV los paga únicamente la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión. Para el partícipe no son aplicables estos tributos; dado que la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) es la que aplica directamente a los Fondos de Inversión, en materia de regulación; aunque existen otras leyes, igualmente aplicables, en materia de reglamentación, como el *Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión*.

3.3 Propuestas para reformar la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador

3.3.1 Tipificación

Aunque la industria de Fondos de Inversión no ha despegado en su totalidad en nuestro país, se considera que la normativa salvadoreña debe ampliar su criterio de clasificación de los Fondos de Inversión; debido a que en la medida en que se utilice una tipificación más general se podrá abarcar los Fondos más particulares, con lo cual la legislación salvadoreña tendrá una mayor capacidad de regulación de los diferentes fondos que se lleven a cabo en el transcurso de la evolución de esta industria en el país.

3.3.2 Diversificación

En El Salvador la Ley de Fondos de Inversión requiere ser más específica para poder contemplar una mayor diversificación de los Fondos de Inversión, para que el partícipe tenga una variedad de fondos a las cuales pueda optar, con lo cual disminuye el riesgo de su participación en la industria de Fondos de Inversión.

Por lo tanto, la diversificación constituye un reto para la Bolsa de Valores, pues ésta condiciona las inversiones entre los diversos sectores de la economía, lo que puede provocar una poca disponibilidad de recursos financieros, con lo que se genera una pérdida de potenciales inversiones nacionales y extranjeras. (Lemus de Rivera & López, 2015)

3.3.3 Fiscalidad

Como se ha expuesto anteriormente, el marco legal de los Fondos de Inversión en el país es poco desarrollado a comparación de los demás países. Esto lo vemos en el hecho de que en El Salvador, según la normativa existente, durante los primeros 5 años de la constitución del Fondo todos los ingresos obtenidos de éste no estarán sujetos al impuesto sobre la renta a no ser que sea una persona jurídica.

El objetivo de los Fondos de Inversión es ser una alternativa más de financiamiento para las personas donde no existe un beneficiario mayor de estos, ya que desde el punto de vista fiscal en el país los beneficiados serán tanto las Gestoras de Fondos; ya que siempre obtendrán ganancia a partir de las comisiones que obtienen, y los partícipes ya que no pagarán impuestos por la obtención de ganancias en los primeros 5 años del Fondo. De ahí, existe ese vacío fiscal en El Salvador, ya que claramente un partícipe

podría liquidar su participación antes de cumplir los 5 años de constituido el Fondo e invertir en uno que esté comenzando a operar. El afectado sería el gobierno ya que dejaría de recibir ingresos para futuras inversiones y a la vez sería una forma de evasión de impuestos que podrían utilizar las personas naturales para reinvertir sus ganancias.

Es debido a esto que se debe de analizar nuevamente la parte fiscal y tributaria en el país, ya que en los demás países analizados declarar impuestos ayuda a la misma regulación de los Fondos y además, se tiene un control en el país sobre las ganancias. Por otro lado, se debe de tener claro para qué se utilizará (por parte del gobierno) el dinero percibido por los impuestos a la renta o a las ganancias de capital.

3.4 Propuesta de Fondos de Inversión en el contexto de una economía post-neoliberal

Las sugerencias que se plantearan se enmarcan dentro de la Economía Política Marxista, en donde se contempla el concepto de *modo de producción*, que consiste en el modo de producir. (Montoya, 2011)

En el modo de producción se establece un determinado tipo de *relaciones de producción*⁷ con el que operan las *fuerzas productivas*⁸. Por lo que el observar la historia humana desde la producción, se determina que *lo que marca la diferencia entre uno y otro estadio del desarrollo humano no es lo que se produce, sino el cómo se produce*, por lo que podemos hablar de modo de producción comunitario, esclavista o capitalista, en donde este último es el dominante en la actualidad. (Montoya, 2011)

El modo de producción se objetiva en las formaciones económico – sociales. Sin embargo, estos conceptos no coinciden, esto se debe a que la formación económico – social (FES) es una *realidad estructurada y cambiante, que incluye un modo de producción principal que le asigna el carácter y la naturaleza a la FES y otros medios de producción secundarios y subordinados al primero*, de esta manera una FES es capitalista si el modo de producción principal es capitalista. (Ibíd.)

⁷ Son las relaciones humanas que se establecen para producir lo que se produce en una determinada época. Así podríamos hablar de relaciones sociales de producción comunitarias, tributarias, esclavas, serviles o salariales.

⁸ Esto hace referencia a los medios de producción y a la fuerza de trabajo. Los medios de producción a su vez comprenden los objetos de trabajo y los medios de trabajo. Los objetos de trabajo son aquellos sobre los que recae el trabajo humano y los medios de trabajo son las capacidades del ser humano para realizar su trabajo.

La Formación Económico – Social (FES), en un determinado tiempo, reviste una *modalidad particular* a la cual se le denomina *modelo económico*, con lo cual se comprende que las Formaciones Económico – Sociales (FES) capitalistas, históricamente, no han funcionado conforme a un mismo modelo económico – social. De esta manera se puede analizar el modelo liberal, modelo keynesiano y el modelo neoliberal, *según sea el papel que se le asigne al mercado en la asignación de los recursos productivos* (Ibíd.)

Es de esta manera que el análisis de la propuesta de Fondos de Inversión, se encamina en la idea de un cambio de modelo económico.

3.4.1 El Modelo Económico Neoliberal

El Modelo Económico Neoliberal, es aquel que implica las prácticas políticas y económicas que se rigen bajo la tendencia intelectual a fomentar preferentemente las actuaciones económicas de los agentes individuales, personas y empresas privadas, sobre las acciones de la sociedad organizada en grupos formales (como los sindicatos), informales (como los pensionistas) y asociaciones políticas. Para que de esta manera se garantice la libertad de actuación de los agentes individuales en la economía. (de Sebastián, 1993)

El papel del Estado

Siguiendo a David Harvey (2005), en el Neoliberalismo las personas solucionarían sus problemas a través del sistema legal, de tal manera que el fracaso personal se debe al mal uso de sus recursos, con lo que se elimina cualquier forma de asistencia social que pueda ofrecer el Estado.

Consecuentemente, el Estado en Neoliberalismo, además de cumplir las funciones de un Estado mínimo (seguridad, justicia y obras públicas), también cumple la función de sostener y crear el clima de negocios que le permita a las empresas invertir, innovar y obtener ganancias. Para tal cometido, las condiciones que debe cumplir el Estado consisten en no intervenir en los precios ni en los salarios ya que es función única del mercado, crear y mantener instituciones y acuerdos que promuevan el libre mercado y el libre comercio, dado que la teoría neoliberal sostiene que el mejor modo de asegurar la eliminación de la pobreza (tanto a escala doméstica como mundial) es a través de los mercados libres y del libre comercio. (Harvey, 2005)

Existen algunos conflictos en el Estado neoliberal. En primer lugar está el problema de cómo interpretar el poder monopolista ya que la competencia a menudo acaba convertida en monopolio o en oligopolio donde las empresas más fuertes expulsan a las más débiles. Para muchos neoliberalistas esto es nada más un problema de maximización de la eficiencia. En segundo lugar están los individuos y las compañías cuando no asume la totalidad de los costes imputables a su actividad. El tema clásico para abordar este problema es la contaminación, puesto que los individuos y las compañías eluden los costes vertiendo gratis sus residuos tóxicos en el medio ambiente como resultado de su actuación, puede producirse la destrucción o degradación de ecosistemas productivos. Sin embargo la mayoría estaría de acuerdo en que, de haber intervenciones, estas deben operar a través de los mecanismos del mercado (mediante cargas o incentivos fiscales, la comercialización de los derechos de contaminación, y otras medidas similares). En este sentido la defensa de la contención del gasto mediante la planificación, la regulación y la coordinación vinculante por parte del Estado es contundente, pero de nuevo los neoliberales se muestran profundamente desconfiados hacia este tipo de intervenciones. (Harvey, 2005)

El Ser Humano en el Neoliberalismo

El modelo Neoliberal hace que el ser humano y la naturaleza misma, sean un obstáculo para generar fuentes de riqueza, y su lógica implica que si no se participa en este proceso la competencia elimina a quienes se aparten de la lógica de la acumulación y destrucción; ya que se pueden desarrollar técnicas y reproducir el capital pero no reproducir las fuentes de riqueza y las condiciones de posibilidad de la vida. Desde la perspectiva de la economía para la vida, el sentido del trabajo humano es producir valores de uso o medios de vida y ello se convierte en condición de todo proyecto humano. Por tanto, se les considera a las personas y a la naturaleza como las fuentes esenciales de toda riqueza y la reproducción de la vida supone la reproducción de esas fuentes y es en ese momento cuando el ser humano y las condiciones de vida se unen así en un solo circuito: el circuito de la vida. (Hinkelammert, 2005)

3.4.2 El Modelo Económico Post Neoliberal

El post neoliberalismo debe entenderse como un conjunto de ideas prácticas y no como una teoría formalmente. Ahora bien el post neoliberalismo surge del descontento de economías periféricas como Latinoamérica ante los resultados del modelo neoliberal, los

cuales han tenido efectos negativos en estos países (endeudamiento, aumento de la brecha de desigualdad, etc.). (Cruz, V; Jiménez, E; Soriano, T 2015)

La Economía para la Vida

La Economía para la Vida busca reformular la economía en función de la satisfacción de las necesidades humanas y de la reproducción de la vida, y en última instancia, de desarrollar un proyecto alternativo, a partir de la reproducción y el desarrollo de las dos fuentes originarias de toda riqueza: el ser humano en cuanto sujeto productor (creador) y la naturaleza externa (medio ambiente). (Vargas Soler, 2008)

El sentido del trabajo humano, según la economía para la vida, es producir valores de uso o medios de vida. A su vez, el ser humano recurre a la Naturaleza para la producción de valores de uso y de riqueza, por lo que se les considera ser las fuentes esenciales de toda riqueza, y la reproducción de la vida supone la reproducción de esas fuentes. (Vargas Soler, 2008)

El modelo de una Economía para la Vida exige juzgar la racionalidad de los sistemas de organización y división social del trabajo a partir de criterios reproductivos; es decir que una organización se considera racional solo si posibilita la reproducción de la vida en el tiempo. (Ibíd.)

Lo que se busca es un equilibrio reproductivo dinámico que garantice la factibilidad del sistema y la reproducción de la vida; dado que el equilibrio reproductivo entre la vida humana y la naturaleza es el que precisamente se encuentra en peligro con la división social del trabajo global en el marco de un modelo neoliberal, donde los mercados globales se rigen por la acumulación de capital y no por la reproducción de la vida. (Ibíd.)

Es de esta manera, siguiendo a Hinkelammert y Mora (2005), la acción asociativa y solidaria, la ética del bien común y la racionalidad reproductiva aparecen como alternativas para reivindicar el sentido humano de la economía, dado que la acción solidaria y el bien común median entre la institucionalidad y el reconocimiento mutuo entre los sujetos y de éstos con la Naturaleza, donde la vida se convierte en el criterio esencial de referencia.

3.4.3 Fondos de Inversión Solidarios una propuesta para una Agenda Post Neoliberal

3.4.3.1 Los Fondos Éticos y Solidarios en España, un ejemplo para El Salvador

Este tipo de Fondos surge en la década de los 90`s, pero el 60% de los fondos nacen en la década de los 2000, por lo que nos encontramos ante un producto financiero relativamente novedoso. Sin embargo el criterio de clasificación que utiliza la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) no proporciona información directa sobre la estrategia empresarial de las entidades participadas, y en consecuencia no es capaz de identificar algunos fondos tales como los fondos éticos y solidarios. (Bellostas Pérez-Grueso & López Arceiz, 2014)

En general, estos fondos conservan la esencia de brindar rentabilidad a sus partícipes, pero además ofrecen la seguridad de que sus ahorros se destinan a empresas socialmente responsables. Por una parte, los fondos éticos seleccionan sus carteras atendiendo a criterios de responsabilidad social; mientras que los fondos solidarios destinan parte de las comisiones de gestión cargadas por el fondo a alguna organización social. (Bellostas Pérez-Grueso & López Arceiz, 2014)

El funcionamiento de los Fondos Éticos y Solidarios es similar al de los otros tipos de fondos. Sin embargo, los primeros, utilizan dos criterios de selección de inversiones, estos son:

- Criterios excluyentes: prescinden de inversiones en empresas que realizan actividades contrarias a las convicciones del inversor (Ibíd.)

- Criterios valorativos: apoyan las inversiones en empresas que contribuyan positivamente al desarrollo de los valores del inversor (Ibíd.)

Los Fondos de Inversión Éticos españoles aplican tanto criterios valorativos como excluyentes, para la selección de inversiones; estos los observamos en la siguiente tabla:

Tabla III – 1: Criterios de Selección de Inversiones Aplicados por los Fondos Éticos y Solidarios en España

FONDO	FILTRO	CRITERIO VALORATIVO	CRITERIO EXCLUYENTE
FONENGIN ISR, FI	Desarrollo humano, armamento, tabaco	SI	SI
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	Responsabilidad Social Corporativa	SI	NO
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI	Desarrollo humano	SI	SI
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	Armamento, inserción, m. ambiente	SI	SI
BANKIA PRO UNICEF, FI	Armamento, alcohol y tabaco	NO	SI
BBVA SOLIDARIDAD, FI	Proyecto social	SI	NO
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	NO	SI
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	Responsabilidad Social Corporativa	SI	NO
SABADELL BS INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	Armamento, m. ambiente, tabaco	NO	SI
BBK SOLIDARIA, FI	Desarrollo humano	NO	SI
COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	SI	SI
BMN ÉTICO Y SOLIDARIO, FI	Responsabilidad Social Corporativa	SI	NO
ESAF GLOBAL SOLIDARIO, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	NO	SI
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	Desarrollo humano	SI	NO
SEGURO FONDO ÉTICO CARTERA FLEXIBLE, FI	Responsabilidad Social Corporativa	SI	NO

Fuente: Tomado de Bellostas Pérez-Gruoso, A. J., & López Arceiz, F. J. (2014). *Situación Actual de los Fondos Éticos y Solidarios. Una perspectiva comparada.*

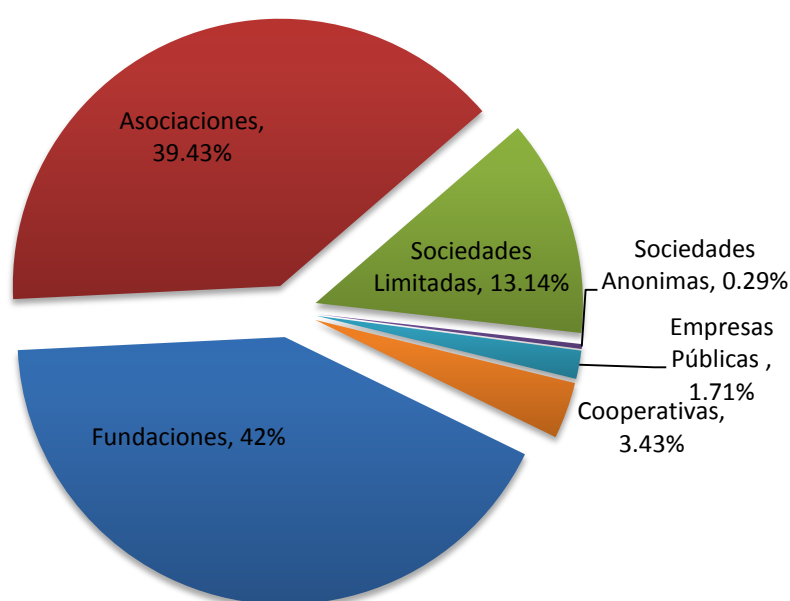
Se determina que los fondos que utilizan como filtro las políticas de responsabilidad social de las empresas en cartera y su contribución al desarrollo humano lo hacen a través de criterios valorativos; mientras que los fondos vinculados a la doctrina social de la Iglesia Católica tienden a utilizar criterios excluyentes; pero existen fondos que combinan criterios valorativos y excluyentes de manera conjunta.

La debilidad de los Fondos de Inversión Éticos y solidarios radica en el elevado grado de concentración en el sector de las Instituciones de Inversión Colectiva Éticas. Esto se refleja en que de los 15 fondos de inversión éticos, existentes para el año 2014, un 40% es gestionado por sociedades dependientes de Banco de Santander y BBVA (Santander

Investment, S.A. y Banco Depositario BBVA, S.A.) y la Confederación Española de Cajas de Ahorro. (Bellostas Pérez-Grueso & López Arceiz, 2014)

Para 2014 los Fondos Éticos y Solidarios financiaban las actividades de 951 entidades, las cuales presentan un alto grado de heterogeneidad. La distribución de la financiación se observa en el siguiente Gráfico:

Gráfico III – 2: Distribución del Financiamiento proporcionado por los Fondos Éticos y Solidarios por Entidad Económica

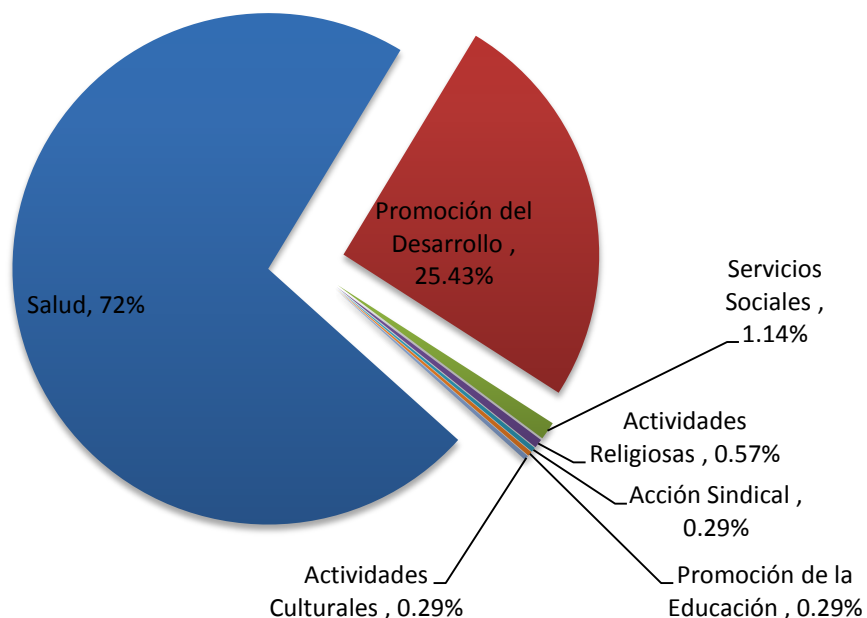


Fuente: Elaboración propia en base a datos tomados de Bellostas Pérez-Grueso, A. J., & López Arceiz, F. J. (2014). *Situación Actual de los Fondos Éticos y Solidarios. Una perspectiva comparada*.

Las Fundaciones y las Asociaciones son el tipo de entidades que más se benefician de los Fondos Éticos y Solidarios, seguido de las Sociedades Limitadas; con lo cual se observa la importancia de estos fondos para las Fundaciones y Asociaciones de España.

En cuanto a las actividades económicas de la matriz productiva de España, para 2014 la distribución del financiamiento se comportaba de la siguiente forma:

Gráfico III – 3: Distribución del Financiamiento proporcionado por los Fondos Éticos y Solidarios por Actividad Económica



Fuente: Elaboración propia en base a datos tomados de Bellostas Pérez-Gruoso, A. J., & López Arceiz, F. J. (2014). *Situación Actual de los Fondos Éticos y Solidarios. Una perspectiva comparada*.

Los recursos financieros que proporcionan los Fondos Éticos y Solidarios se concentran en un 72% en el sector Salud, seguido con un 25.43% en las actividades que se dedican a la Promoción del Desarrollo. De tal manera, estos Fondos tiene un gran peso en cuanto al financiamiento del sector Salud de España, así como de las entidades que se dedican a promocionar el Desarrollo en las diferentes comunidades de España. Sin embargo, la principal fuente de recursos financieros de las entidades beneficiarias, es en su mayoría las subvenciones proporcionadas por el Estado. (Bellostas Pérez-Gruoso & López Arceiz, 2014)

3.4.3.2 Propuesta de Fondos Éticos y Solidarios para El Salvador

La esencia de los Fondos de Inversión es la rentabilidad, de tal manera que el desafío consiste en darle un sentido de solidaridad a esta industria. Casos como el de España nos demuestran que el camino de solidaridad y ética es posible.

Los Fondos Éticos y Solidarios serían aquellos fondos cuya operatividad es similar a los demás tipos de fondos, pero con la peculiaridad que más allá de los resultados financieros, buscan lograr un beneficio social.

El funcionamiento de estos Fondos es similar al de los otros fondos, salvo la política de inversión de la Gestora de Fondos, es decir el criterio de selección de inversiones, por lo que se propone utilizar:

- Criterios negativos o excluyentes: se invierte en empresas que realizan actividades que estén en coherencia con las convicciones del inversionista

- Criterios valorativos: se invierte en empresas que fomentan valores positivos al país.

El beneficio social se obtiene cuando los recursos financieros que administren las Gestoras se destinen, a través de los Fondos Solidarios, hacia entidades tales como cooperativas, pequeñas y medianas empresas. Así como a través de los Fondos Éticos, los cuales entrarían cuando una parte de las comisiones se destine a una organización social ya sean fundaciones o asociaciones; que trabajen en favor del medio ambiente, en pro de la mujer, que se dediquen al desarrollo del sector rural y las zonas de escasos recursos del sector urbano, etc.

Estos Fondos contribuirían al financiamiento del sector salud de nuestro país, tal como lo vemos en el caso de España. Sin embargo, dado las características del país, también es de darle prioridad al sector agrícola y a la promoción del desarrollo en las comunidades rurales de El Salvador.

La operatividad de estos Fondos estará regida por la legislación salvadoreña, pero actualmente los Fondos de carácter solidario y ético no están contemplados en la ley de Fondos de Inversión de El Salvador, de tal manera que se ve la necesidad de profundizar en este tema para su inclusión en la ley actual.

Como motivo de guía, se propone que las ideas de una Economía para La Vida deberán inspirar la regulación de los Fondos Éticos y Solidarios, dado que al hablar de Fondos de Inversión muchas personas, tanto jurídicas como naturales, buscarán el aumento de sus ganancias a través de este instrumento. Sin embargo este tipo de Fondos deberá facilitar un financiamiento que permita cubrir las necesidades básicas de las personas sin acceso a créditos, en donde la naturaleza y las personas sean el centro de la economía

El objetivo es transformar las herramientas neoliberales, como lo son los Fondos de Inversión, para que sirvan como alternativa de financiamiento de una economía para la vida, dado que:

“La acción solidaria y el bien común median entre la institucionalidad y el reconocimiento mutuo entre los sujetos y de estos con la Naturaleza mientras que la vida se convierte en el criterio esencial de referencia”. (Hinkelammert, 2005)

CONCLUSIONES

- Los créditos bancarios siguen siendo una alternativa de ahorro tradicional; sin embargo, en el mercado financiero mundial cada vez van siendo más plausibles las bondades que nos ofrecen los fondos de inversión, entre las que destacan la diversificación de las carteras de inversión, la seguridad de una mayor rentabilidad al ser gestionados por profesionales, la liquidez, la capacidad de participar en el fondo con cuotas no tan elevadas, beneficios fiscales, entre otras. En este sentido, los fondos de inversión en El Salvador necesitan ser promovidos, con el propósito de que los agentes superavitarios y los deficitarios en gasto tengan esta figura de inversión entre sus posibilidades.
- La reglamentación existente en materia de Fondos de Inversión no debe ser demasiado intrusiva, no debe abusar al momento de establecer las normas y reglamentos para la funcionamiento de los Fondos de Inversión, pues, de ser así, se estaría reprimiendo el pleno desarrollo de los mismos. El marco regulatorio de los Fondos de Inversión en El Salvador no debe coartar la libertad financiera de los tenedores de recursos ni limitar su creatividad relacionada con su accionar dentro del fondo de inversión y, en general, dentro del mercado financiero.
- La teoría de los Fondos de Inversión señala que la diversificación de la cartera es un beneficio al alcance del inversionista, con lo cual los salvadoreños tendrán más opciones de inversión, ya que esto permitirá que la inversión tenga menor riesgo y mejores rendimientos.
- De acuerdo a la experiencia de países como Estados Unidos, España y Costa Rica se determina que la industria de Fondos de Inversión puede apoyar en la cobertura de la existente necesidad de nuevas herramientas financieras que incentiven la inversión dentro de la economía salvadoreña. Por lo que los Fondos de Inversión pueden llegar a ser un mecanismo de captación de recursos e inversión siempre y cuando la legislación Salvadoreña sea acorde al propósito de estos recursos.
- Los Fondos de Inversión tienen el potencial de ser un instrumento de solidaridad y con principios éticos que brinde incentivos económicos para el desarrollo de sectores desprotegidos de la sociedad.

RECOMENDACIONES

- ✓ Se debe de continuar con el estudio de los Fondos de Inversión, para comprobar si ésta forma de financiamiento puede llegar a dinamizar la economía del país.
- ✓ El sector privado como el sector público debe fomentar una cultura de ahorro e inversión en la población salvadoreña, para que de esta forma se logren expandir las posibilidades que ofrecen los Fondos de Inversión.
- ✓ Las futuras reformas de la Ley de Fondos de Inversión en El Salvador deben tomar en cuenta las experiencias de los países más avanzados en este tema, con el fin de elaborar una ley que persiga los lineamientos de la actualidad mundial.
- ✓ La industria de Fondos de Inversión en El Salvador debe permitir que se generen posibilidades para la creación de Fondos de Inversión Éticos y Solidarios que sirvan de apoyo financiero para la implementación de una agenda post neoliberal.

BIBLIOGRAFIA

- Asociación Bancaria Salvadoreña. (2015). *Informe Bancario*. San Salvador: ABANSA.
- Banco Mundial, 2011. *Banco Mundial*. [En línea] Disponible en: <http://www.bancomundial.org/>
- Bancopopular-e. (2016). Principios generales para invertir. Bancopopular-e.
- Bellostas Pérez-Grueso, A. J., & López Arceiz, F. J. (2014). Situación Actual de los Fondos Éticos y Solidarios. Una perspectiva comparada. *Boletín Económico de ICE* , 57-69.
- BVES, 2015. *El abecé de los Fondos de Inversión*. [En línea] Disponible en: <https://www.bolsadevalores.com.sv/el-abece-de-los-fondos-de-inversion>
- BVES, 2016. *Fondos de Inversión mueven \$4,819 millones en Centroamérica*. [En línea] Disponible en: <https://www.bolsadevalores.com.sv/fondos-de-inversion-mueven-4819-millones-en-centroamerica>
- Chacón, V., 2015. *Historia de Fondos de Inversión en Costa Rica: Los primeros años*. [En línea] Disponible en: <http://www.fondoscostarica.com/wp-content/uploads/2015/07/Opinion.pdf>
- Chegwidden, B. T. (2013). *Investment Funds in United States: Regulatory Overview*. Practical Law Company.
- Cisneros, M. F., 2016. *Sociedades de fondos de inversión cerraron un año con números al alza*. [En línea] Disponible en: http://www.elfinancierocr.com/m/finanzas/Safi-sociedades_administradoras_de_fondos_de_inversion-utilidades-activos-fondos_de_inversion_0_905909429.html
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006). *Los Fondos de Inversión y la Inversión Colectiva*. España: CNMV.

- Cruz, et al., 2015. *Recomendaciones para la transformación del sector externo hacia una economía post neoliberal*. San Salvador: Universidad Centroamericana José Simeón Cañas.
- de Sebastián, L. (1993). *El Neoliberalismo en Cuestión*. Barcelona: SAL TERRAE.
- Dornbusch, R., Fisher, S., & Startz, R. (2004). *Macroeconomía*. Mexico DF: McGraw – Hill.
- EKA Portafolio de Inversiones, 1996. Fondos de Inversión: ¿sustitutos del OPAB/CAV? *EKA Portafolio de Inversiones*, Issue 78, p. 24.
- El Diario de Hoy. (29 de 06 de 2015). El Diario de Hoy. Recuperado el 22 de 05 de 2016, de <http://www.elsalvador.com/articulo/negocios/constituyen-gestora-fondos-inversion-80134>
- Engen, E. M. (2000). *Mutual Funds and the U.S. Equity Market*. Federal Reserve.
- Ferruz Agudo, L., Marco Sanjuán, I., Sarto Marzal, J. L., & Vicente Gimeno, L. A. (2004). La Industria de Los Fondos de Inversión en España: Situación Actual y Evaluación de su Eficiencia. *Tribuna de Economía* , 163-178.
- García, R., & Silva, F. A. (2015). *Alternativa de Inversión para Pymes a través de los Fondos de Inversión en El Salvador*. San Salvador: Universidad Nacional de El Salvador.
- Gutiérrez Valitutti, E., 1998. *Los Fondos de Inversión en Costa Rica: Una Perspectiva Actual para su Desarrollo Futuro*. [En línea] Disponible en: <http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/articulo/los%20fondos%20de%20inversi%C3%B3n%20en%20costa%20rica.doc>
- Harvey, D. (2005). Breve historia del Neoliberalismo. Madrid: Lavel S.A
- Hinkelammert, F. J. (1980). Los problemas actuales de la teoría económica. *Charla Inaugural de la II Promoción del Post - Grado Centroamericano en Economía y Planificación del Desarrollo de la UNAH* (págs. 5-13). Tegucigalpa: Universidad Nacional Autónoma de Honduras (UNAH).

- Hinkelammert, F.; Mora, H. (2005) *Hacia una economía para la vida: preludio a una reconstrucción de la economía*. Segunda edición. Editorial Tecnológica de Costa Rica. Cartágo, Costa Rica.
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. (2006). *La Fiscalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva en los Países de Iberoamérica*. En E. Blanco, S. Castro, S. Cuadra, N. García, & E. Ferré, *Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica* (págs. 133-151). Madrid: Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.
- Lemus de Rivera, S. J., & López, R. B. (2015). *Los Fondos de Inversión en El Salvador*. San Salvador: Universidad Nacional de El Salvador.
- Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, Ley 35/2003 (Gobierno de España 05 de 11 de 2003).
- López Pascual, J. (1999). *Los Fondos de Inversión Cien Preguntas Clave y sus Respuestas*. Editorial Dykinson.
- Martínez-Aldama, Á. (2009). Características Generales y Regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva en España. *Situación Actual y Perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva* , 43-58.
- Matarrita, R., 1995. El encaje a las OPAB. *Actualidad Económica*, Issue 21, p. 72.
- McWhinney, J. E. (2009). *Investopedia*. Recuperado el 06 7, 2016, de Investopedia: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>
- Ministerio de Hacienda, 2006. *Manual sobre fondos de inversión*. [En línea] Disponible en: <http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/Manual%20sobre%20fondos%20de%20inversi%C3%B3n.doc>
- Mira Jorge, J. C., & Aguilar Marroquín, R. R. (2015). *Perspectivas del funcionamiento de Fondos de Inversión abiertos en El Salvador, y la incidencia de la falta de conocimiento a la hora de invertir*. San Salvador: Universidad Nacional de El Salvador.
- Montoya, A. (2011). *Economía Crítica*. San Salvador: Universidad Centroamericana "José Simeón Cañas".

- Osorio, J. A. (2003). *Fondos de Inversión: Experiencia de España y Chile*. San Salvador: Banco Central de Reserva de El Salvador.
- Rodas, N., & Solórzano, R. (2003). *Aspectos Conceptuales sobre el Funcionamiento de los Fondos de Inversión*. San Salvador: Banco Central de Reserva de El Salvador.
- Vargas Soler, J. C. (2008). Reseña del libro: *Hacia una Economía para la vida . Otra Economía*. *Revista Latinoamericana de Economía Social y Solidaria* , 172-176.
- SEC. (2007). *Mutual Funds: A Guide For Investors*. Recuperado el 06 29, 2016, de Securities and Exchange Commission.
- Zelada, O., & Meléndez, D. (1996). *Análisis jurídico de los Fondos de Inversión y de la administración de cartera individual de fondos*. San Salvador: Universidad Centroamericana José Simeón Cañas.