

UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
LICENCIATURA EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

"EL CONTRATO DE FONDO COMÚN DE INVERSIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO
GUATEMALTECO"
TESIS DE GRADO

BERNARDO BARRIOS -SCHAEFFER
CARNET 41520-91

GUATEMALA DE LA ASUNCIÓN, SEPTIEMBRE DE 2015
CAMPUS CENTRAL

UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
LICENCIATURA EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

"EL CONTRATO DE FONDO COMÚN DE INVERSIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO
GUATEMALTECO"
TESIS DE GRADO

TRABAJO PRESENTADO AL CONSEJO DE LA FACULTAD DE
CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

POR
BERNARDO BARRIOS -SCHAEFFER

PREVIO A CONFERÍRSELE
LOS TÍTULOS DE ABOGADO Y NOTARIO Y EL GRADO ACADÉMICO DE LICENCIADO EN CIENCIAS
JURÍDICAS Y SOCIALES

GUATEMALA DE LA ASUNCIÓN, SEPTIEMBRE DE 2015
CAMPUS CENTRAL

AUTORIDADES DE LA UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR

RECTOR: P. EDUARDO VALDES BARRIA, S. J.
VICERRECTORA ACADÉMICA: DRA. MARTA LUCRECIA MÉNDEZ GONZÁLEZ DE PENEDO
VICERRECTOR DE INVESTIGACIÓN Y PROYECCIÓN: ING. JOSÉ JUVENTINO GÁLVEZ RUANO
VICERRECTOR DE INTEGRACIÓN UNIVERSITARIA: P. JULIO ENRIQUE MOREIRA CHAVARRÍA, S. J.
VICERRECTOR ADMINISTRATIVO: LIC. ARIEL RIVERA IRÍAS
SECRETARIA GENERAL: LIC. FABIOLA DE LA LUZ PADILLA BELTRANENA DE LORENZANA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

DECANO: DR. ROLANDO ESCOBAR MENALDO
VICEDECANA: MGTR. HELENA CAROLINA MACHADO CARBALLO
SECRETARIO: MGTR. ALAN ALFREDO GONZÁLEZ DE LEÓN
DIRECTOR DE CARRERA: LIC. ERICK MAURICIO MALDONADO RÍOS
DIRECTOR DE CARRERA: MGTR. ENRIQUE FERNANDO SÁNCHEZ USERA
DIRECTORA DE CARRERA: MGTR. ANA BELEN PUERTAS CORRO

NOMBRE DEL ASESOR DE TRABAJO DE GRADUACIÓN

LIC. CLAUDIA LORENA ROLDAN RAMIREZ

TERNA QUE PRACTICÓ LA EVALUACIÓN

LIC. WENDY MARCELA RIVAS LOPEZ

Guatemala, 21 de octubre de 2011

Honorables
Miembros del Consejo de la
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
Universidad Rafael Landívar
Presente

Honorables miembros del consejo:

Me dirijo a ustedes para hacer de su conocimiento que, en cumplimiento al nombramiento de esa honorable decanatura, he asesorado el trabajo de tesis titulado "**EL CONTRATO DE FONDO COMÚN DE INVERSIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO DE LA REPÚBLICA DE GUATEMALA**", elaborado por el estudiante Bernardo Barrios-Schaeffer.

En virtud de lo anteriormente referido, me permito informarles que de conformidad con el anteproyecto de tesis aprobado al estudiante, el mismo desarrolló el tema, siguiendo las instrucciones precisas y cumpliendo con las disposiciones del Instructivo de Tesis de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, habiendo aceptado las sugerencias planteadas durante las sesiones de asesoría.

Por lo expuesto y considerando que el contenido de la tesis en referencia se encuentra estructurada conforme los requerimientos y regulaciones existentes de la Universidad Rafael Landívar y habiendo cumplido con los requisitos reglamentarios, por este acto emito a favor del trabajo de tesis investigado y elaborado por el estudiante Bernardo Barrios-Schaeffer, **DICTAMEN FAVORABLE**, a efecto de que se continúe con el procedimiento establecido y en consecuencia se le confiera el grado académico de licenciado en ciencias jurídicas y sociales, debiendo previamente someter el trabajo de investigación a la correspondiente revisión de forma y fondo.

Atentamente,



Claudia Lorena Roldán Ramírez
Abogada y notaria

Guatemala, 28 de agosto de 2015.

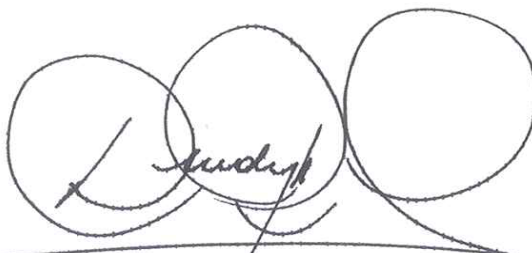
**HONORABLE CONSEJO DE LA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES.
UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR.
PRESENTE.**

Respetuosamente me dirijo a ustedes con el objeto de hacer de su conocimiento que he concluido con la revisión de forma y fondo de la Tesis que me fuera remitida por dicha facultad respecto de la alumno(a) **BERNARDO BARRIOS-SCHAEFFER**, cuya tesis de graduación se titula "El Contrato de Fondo Común de Inversión en el Ordenamiento Jurídico Guatemalteco".

En virtud de lo anterior, procedo a dar el **DICTAMEN FAVORABLE** al respectivo contenido de tesis, toda vez que ya fueron atendidas por el alumno(a) las correcciones señaladas, de conformidad con lo establecido en el Instructivo para la Elaboración de Tesis de Graduación de dicha facultad.

Sin otro particular, me pongo a sus órdenes para cualquier otra información que pudiesen necesita,

Atentamente,



Wendy Marcela Rivas López
ABOGADA Y NOTARIA



Orden de Impresión

De acuerdo a la aprobación de la Evaluación del Trabajo de Graduación en la variante Tesis de Grado del estudiante BERNARDO BARRIOS -SCHAEFFER, Carnet 41520-91 en la carrera LICENCIATURA EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES, del Campus Central, que consta en el Acta No. 07479-2015 de fecha 28 de agosto de 2015, se autoriza la impresión digital del trabajo titulado:

**"EL CONTRATO DE FONDO COMÚN DE INVERSIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO
GUATEMALTECO"**

Previo a conferírsele los títulos de ABOGADO Y NOTARIO y el grado académico de LICENCIADO EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES.

Dado en la ciudad de Guatemala de la Asunción, a los 2 días del mes de septiembre del año 2015.


MGTR. ALAN ALFREDO GONZÁLEZ DE LEÓN, SECRETARIO
CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
Universidad Rafael Landívar



Dedicatoria

A Dios, a mi familia y a mí mismo.

Responsabilidad: el autor es responsable del contenido del presente trabajo de tesis.

Índice

▪ Listado de abreviaturas	1
▪ Resumen ejecutivo de la tesis	3
▪ Introducción	4

Capítulo I

Sistema financiero

1. Sistema financiero	13
1.1. Concepto	13
1.2. Funciones	14
2. Mercado financiero	15
2.1 Concepto	15
2.2. Funciones	18
2.3. Características	20
2.4. Participantes	22
2.5. Clasificación	23
2.5.1. Según el vencimiento de los activos negociados	23
2.5.2. Según la forma de pago de la negociación	33
2.5.3. Según las características de los activos negociados	34
2.5.4. Según las características de los derechos de los inversores	36
2.5.5. Según las cualidades para un funcionamiento óptimo	36
2.5.6. Según el ámbito y la naturaleza de los títulos negociados	37
3. Globalización	39

Capítulo II
Bolsa de valores

1. Origen	44
2. Definición	45
3. Funciones	46
4. Características	49
5. Bolsa no organizada	50

Capítulo III
Activos financieros

1. Concepto	52
2. Precio	54
3. Funciones	55
4. Características	55
5. Clasificación	57
6. Instrumentos derivados	59

Capítulo IV
Inversión colectiva

1. El financiamiento bancario	62
2. El financiamiento en el mercado de capitales	64
3. Contratación financiera	66
4. Intermediarios financieros	69
5. Inversión colectiva	74
6. Instituciones de inversión colectiva	76
6.1. Fondos comunes de inversión	78
6.2. Sociedades de inversión	83
6.3. Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria	85

6.4.	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva	86
6.5.	Sociedades depositarias de instituciones de inversión colectiva	87
6.6.	Normas de conducta	90
7.	La titulación de activos financieros	91
7.1.	Fondos de titulación	92
7.2.	Sociedades gestoras de fondos de titulación	93
8.	El capital-riesgo	93
8.1.	Entidades de capital-riesgo	94
8.2.	Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	94

Capítulo V

Fondos comunes de inversión

1.	Historia y evolución	96
2.	Concepto	98
3.	Naturaleza jurídica	100
3.1.	Teoría de la comunidad de bienes no condominal	100
3.2.	Teoría del dominio fiduciario	101
3.3.	Teoría que considera al fondo como un sujeto de derecho, en tanto centro de imputación jurídica, pero sin personalidad jurídica	101
3.4.	Teoría que considera al fondo como un patrimonio separado, sin sujeto o titular	102
3.5.	Teoría condominal	102
4.	Elementos	105
5.	Sociedades gerente y depositaria	105
6.	Reglamento de gestión	106
7.	Certificados representativos de copropiedad indivisas y los derechos de sus titulares	108
8.	Carácter jurídico del patrimonio del fondo común de inversión	113
9.	Organización jurídica	114
10.	Clases	116

10.1. Según la estructura jurídica bajo la cual se organizan	116
10.2. Según el medio para dar liquidez a la inversiones y la posibilidad de incorporar permanentemente nuevas inversiones	117
10.3. Según la naturaleza general del objeto del fondo común de inversión	117
10.4. Según la naturaleza particular de los activos financieros en los que se invierte el fondo común de inversión	118
10.5. Según el carácter local o extranjero de los activos que componen el patrimonio del fondo común de inversión	119
10.6. Según la composición del portafolio de inversión del fondo común de inversión que refleja de manera precisa sus objetivos	119
11. Ventajas	120

Capítulo VI

Los fondos comunes de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala

1. Mercado financiero	122
2. Mercado de capitales	125
3. Mercado de valores	126
4. Activos financieros	132
5. Inversión colectiva	133
6. Contrato de fondo común de inversión	135

Capítulo VII

Presentación, discusión y análisis de resultados

▪ Presentación, discusión y análisis de resultados	140
▪ Conclusiones	156

▪ Recomendaciones	158
▪ Referencias	161

Listado de abreviaturas

AF	Activos financieros o títulos valores
Bolsa	Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima
BV	Bolsa de valores
CFCI	Contrato de fondo común de inversión
FCI	Fondos comunes de inversión
IC	Inversión colectiva
Ley	Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-
MB	Mercado bursátil
MC	Mercado de capitales
MD	Mercado de dinero
MF	Mercado financiero
MV	Mercado de valores
OJRP	Ordenamiento jurídico de la República de Guatemala
OTC	Mercado extrabursátil o sobre el mostrador (“ <i>over the counter</i> ”)

Registro	Registro del Mercado de Valores y Mercancías	
Reglamento	Reglamento del Registro del Mercado de Valores y Mercancías acuerdo gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía-	-
SF	Sistema financiero	

Nota: las abreviaturas antes indicadas aplican tanto para singular como plural de los términos abreviados.

Resumen Ejecutivo de la Tesis

La presente tesis tiene como objetivo realizar un estudio y análisis del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala. Para lograr ese objetivo y entender plenamente el funcionamiento y aplicabilidad del contrato, es imperativo previo a su análisis, efectuar una revisión bibliográfica de las instituciones financieras, económicas y legales en donde este se desarrolla, a contrario sensu, sería un trabajo en vano.

En la mayoría de países desarrollados y emergentes, los fondos comunes de inversión, constituyen una de las alternativas más importantes y eficientes para canalizar el ahorro a actividades productivas de la economía. Para ello, han creado las condiciones e incentivos necesarios para el desarrollo de los fondos comunes de inversión, tanto en el sistema financiero como jurídico.

De tal cuenta, los fondos comunes de inversión podrían constituirse en la República de Guatemala, en el instrumento más importante para canalizar el ahorro y la inversión a finalidades productivas, motivo por el cual es indispensable y necesario su estudio.

En ese orden de ideas, en la presente investigación, se concluyó que el contrato de fondo común de inversión de conformidad con el ordenamiento jurídico guatemalteco, es aplicable en el mercado de capitales; sin embargo, para su debida implementación debe de existir un marco jurídico adecuado, como un factor que coadyuve al desarrollo de los fondos comunes de inversión, por lo que es necesario modificar su regulación legal con el único propósito de brindar seguridad y certeza jurídica en las relaciones que emanan de la intermediación de recursos, principalmente a los pequeños y medianos ahorristas.

Introducción

La aspiración y objetivo general del presente trabajo fue que el mismo se constituya en una obra didáctica, en donde se encuentre un análisis y estudio del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, y con ello pequeños y medianos ahorristas obtengan una referencia para participar en el mercado financiero.

Buscó realizar una exposición clara y sistemática del contrato de fondo común de inversión, así como una revisión bibliográfica de las instituciones financieras y económicas en las cuales se desarrolla, siendo éstas, el sistema financiero, el mercado de capitales, la bolsa de valores, los activos financieros o títulos valores y la inversión colectiva, las cuales son indispensable su conocimiento, ya que sin ello, materialmente es imposible realizar un análisis lógico-jurídico de cualquier tipo de activo financiero de inversión colectiva, y en el presente caso, de los fondos comunes de inversión.

Es por ello que era indispensable efectuar un estudio doctrinal y legal del contrato de fondo común de inversión, para determinar su aplicabilidad en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, y en consecuencia, establecer si es necesaria una modificación a su regulación legal, para una mejor implementación y desarrollo del mismo en el mercado de capitales.

De tal cuenta y para alcanzar dicho objetivo general, el presente trabajo se desarrolló en siete capítulos, constituyendo cada uno, los objetivos específicos que se establecieron para llevar a cabo el mismo. En el primero, se trató el sector de la economía en donde los fondos comunes de inversión operan como activos financieros, siendo éste específicamente el mercado de capitales a través de su institución clásica, la bolsa de valores, circunstancia por la cual ésta última, se analizó en forma separada en el segundo capítulo. Los fondos comunes de inversión operan como activos financieros del mercado de capitales, canalizando de ésta cuenta el ahorro a la inversión productiva de la economía, por tal motivo, en el tercer capítulo se estudió los activos financieros. En el cuarto capítulo, se describió la inversión colectiva en el mercado de capitales, que

constituye el tipo de inversión de los fondos comunes de inversión. En el capítulo siguiente, se revisó la doctrina de los fondos comunes de inversión, en el cual se describió su historia, concepto, funciones, naturaleza, características, tipos y ventajas que los mismos representan a los inversores. En el sexto capítulo, se realizó un estudio legal de los fondos comunes de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala y finalmente, en el último capítulo, se discutió los resultados de la investigación, concluyendo la aplicabilidad del contrato de fondo común de inversión en el mercado de capitales, pero recomendando modificaciones en su regulación legal, para su debido desarrollo e implementación, con el propósito de otorgar seguridad y certeza jurídica para los pequeños y medianos ahorristas que invierten en los fondos comunes de inversión.

En el campo del derecho financiero y bursátil, las instituciones financieras, económicas y legales que el mismo regula, interactúan entre sí, de tal manera, que su estudio, ya no puede ni debe ser independiente o en forma separada; el derecho financiero y bursátil regula las instituciones económicas y financieras que el orden espontáneo del mercado financiero, va creando, modificando y extinguiendo, de acuerdo a la demanda y oferta de financiación e inversión, fomentadas con el propósito de creación y generación de prosperidad y bienestar.

De esa cuenta, el presente trabajo de investigación documental fue interdisciplinario, comprendiendo las instituciones económicas, financieras y legales en las cuales se desarrollan los fondos comunes de inversión. Para los propósitos de establecer los alcances de la presente monografía y habiendo sido su objetivo general y primario el análisis y estudio del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, para determinar su debida aplicabilidad en el mercado de capitales, es importante hacer notar que el mismo se delimitó al sistema jurídico guatemalteco, habiéndose analizado para tal efecto, el marco jurídico del contrato de fondo común de inversión, el cual se encuentra regulado en la Ley de Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- y en el Reglamento de la Ley de Mercado de Valores y Mercancías el -Acuerdo Gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía, de fecha 23 de julio de 1997-. Además, previo a lo anterior, se realizó una exposición clara y sistemática de la revisión bibliográfica de las instituciones económicas, financieras y legales antes descritas en las cuales se desarrollan

los fondos comunes de inversión.

Por lo tanto, el enfoque de la investigación fue el estudio y el análisis lógico jurídico del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, con el objetivo de cuestionar su regulación legal y proponer cambios en la misma, con el propósito que sea uno de los factores que coadyuve al desarrollo y auge de los fondos comunes de inversión en el mercado de capitales. De tal cuenta, que la revisión bibliográfica de las instituciones económicas, financieras y legales en las cuales se desarrollan los fondos comunes de inversión, constituyen un valor agregado de la presente investigación, y cuyo objetivo fue que el lector y principalmente todos aquellos pequeños y medianos inversionistas puedan comprender a plenitud el funcionamiento, aplicabilidad y desarrollo de los fondos comunes de inversión en el mercado de capitales.

La única limitante de la presente investigación fue el hecho que los fondos comunes de inversión no han tenido un gran desarrollo en el mercado de capitales de la República de Guatemala; sin embargo, dicha limitante es a la vez, una de las motivaciones del mismo, ya que se determinó que una de las causas por las cuales los fondos comunes de inversión no se han desarrollado en el mercado de capitales, es por su actual regulación legal.

La necesidad económica, el deseo de inversión en el comercio, entre otras actividades jurídicas y mercantiles, mediante el acceso al crédito, ha provocado que la figura jurídica de los fondos comunes de inversión sea una de las alternativas más importantes de inversión en países y comunidades desarrolladas y emergentes, tales como Estados Unidos de América y la Unión Europea, y en América Latina, se pueden mencionar a los Estados Unidos Mexicanos, República de Argentina, República Federal de Brasil, República de Chile y República de Colombia.

Es de suma importancia poner en relevancia el beneficio que generaría en la economía de países en subdesarrollo, como el caso de la República de Guatemala, la implementación y auge de los fondos comunes de inversión y la cultura de participación en los mismos, lo que indudablemente provocaría un fomento en el ahorro, por medio de la inversión colectiva y con ello, fuentes de financiamiento para el sector público y privado, con el objetivo de obtener capital de trabajo, lo que a su vez generaría fuentes de trabajo,

un crecimiento de la economía y la demanda y por ende en la oferta de bienes y servicios, lo que generaría sin lugar a dudas prosperidad, bienestar económico y desarrollo en las personas y en la colectividad, es decir en la sociedad guatemalteca en sí.

Por otro lado, también es importante destacar que una de las características actuales de la economía globalizada es el movimiento de grandes capitales en los diferentes mercados bursátiles, tanto en el orden interno de un país como en el orden internacional, lo cual se da a través de activos financieros y uno de los mecanismos para ello, lo representa los fondos comunes de inversión, que en virtud de los principios de diversificación y distribución del riesgo, se han constituido en un activo financiero importante del mercado de capitales en países desarrollados.

Por tal circunstancia, los fondos comunes de inversión han proliferado en el mercado de capitales, lo que ha permitido el ingreso de pequeños ahorristas y su participación en un sector de la economía que les había sido tradicionalmente vedado, canalizado los recursos de pequeños ahorristas hacia la función productiva de bienes y servicios de la economía.

En ese orden de ideas, en el presente trabajo se inició ubicando a los fondos comunes de inversión, en el ámbito financiero y económico en el cual se desarrollan como activo financiero, siendo éste el mercado financiero, específicamente en el mercado de capitales y a través de su institución clásica, la bolsa de valores (todas instituciones del sistema financiero).

El sistema financiero es el conjunto de intermediarios, mercados, instrumentos y normas que el gobierno establece sobre ellos, quienes relacionan las decisiones de ahorro y gasto de los diferentes agentes económicos, traspasando recursos desde las unidades excedentarias a las deficitarias.¹

Para cumplir sus funciones en la economía, el sistema financiero debe moverse en un clima de libertad y competencia. Un sistema financiero fuertemente intervenido no puede fomentar el ahorro al no poder adaptarse a las necesidades de los ahorradores, ni tampoco

¹ El sistema financiero. *Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta*. Tomo I. Reino de España, Barcelona: Editorial Planeta, S. A. 1989. Pág. 24.

podrá traspasar recursos a los sectores y empresas con una mayor rentabilidad, porque se verá obligado a atender con preferencia a los que los propios órganos encargados de su dirección estimen oportunos.²

El mercado es un sistema mediante el cual unas empresas ofrecen bienes y servicios, que son requeridos por consumidores sobre la base del precio fijado libremente por la oferta y la demanda. Partiendo de esto podemos aproximarnos al concepto de mercado financiero determinando su objeto, que es la negociación de los denominados activos financieros, los cuales pueden ser definidos como activos intangibles que dan derecho a uno o más pagos futuros. Por lo tanto, el mercado financiero está constituido por el conjunto de instituciones que mediante distintos mecanismos actúan en la intermediación de fondos, a través de la transferencia de activos financieros.³

En consecuencia, la función primaria del mercado financiero, es la transferencia de recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias. Los fondos comunes de inversión se desarrollan en éste mercado, operando como activo financiero del mismo, canalizando de ésta cuenta el ahorro a la inversión productiva de la economía. Esta es la forma específica como se desarrollan en el sistema financiero.

Una vez habiendo delimitado específicamente el ámbito económico y financiero en el cual se desarrollan los fondos comunes de inversión, en el presente trabajo se realizó una revisión bibliográfica de ciertos conceptos jurídicos enmarcados en el campo financiero, que constituyen los medios o vehículos para que una persona pueda invertir en los fondos comunes de inversión, y con ello, el lector pueda comprender a plenitud el ámbito económico, financiero y jurídico, en el cual se implementan los mismos.

La actividad de la inversión y financiamiento es una de las más importantes dentro del sector de la economía, la cual en gran medida ha promovido el desarrollo y bienestar de muchos países, fomentando y transfiriendo el ahorro hacia los sectores y empresas con una mayor rentabilidad y productividad. En tal sentido, la institución de la inversión ha sido debidamente regulada por el derecho, con el objeto de otorgarle certeza jurídica a las

² *Loc. cit.*

³ Paolantonio, Martín E. *Fondos comunes de inversión*. República de Argentina, Buenos Aires: Ediciones de Palma: 1994. Pág. 1.

partes, en cuanto al respeto de los derechos y cumplimiento de las obligaciones que emanan de la actividad financiera y principalmente en la labor fiscalizadora.

En el mercado financiero, las unidades de gasto con déficit pueden adquirir financiamiento, a través del mercado de dinero, por medio de las instituciones financieras, el cual usualmente es un financiamiento a corto plazo; también pueden obtener un financiamiento en el mercado de capitales, mediante la emisión de activos financieros, el cual usualmente es a mediano o largo plazo.

Junto a los inversores individuales, se dan cita en el mercado de capitales otros inversores que se denominan institucionales, quienes son personas jurídicas o entidades que, por su propio objeto y finalidad o por otras circunstancias, invierten de manera habitual y significativa en el mercado de capitales, contando con los oportunos medios para el análisis y seguimiento de sus inversiones.⁴

Una manifestación particularmente destacada de la inversión institucional es la denominada inversión colectiva protagonizada por entidades cuya exclusiva razón de ser es la de agrupar capitales de diferentes sujetos (normalmente, inversores minoristas y, en particular, personas naturales) para invertirlos, total o parcialmente, en el mercado de valores y gestionarlos, de manera conjunta y profesional, sin finalidad de control político o empresarial, disminuyendo los riesgos por medio de la diversificación de la cartera, y estableciendo el rendimiento de inversor en función de los resultados globales conseguidos. Dichas entidades emiten valores y captan recursos del público para reinvertirlos colectivamente, apartando su peculiar interposición de economías de escala que permitan una disminución de riesgos y de costos de administración y una mayor capacidad de gestión, seguimiento y control financiero de la inversión.⁵

El tipo de inversión en el mercado de capitales de los fondos comunes de inversión es la denominada inversión colectiva y se lleva a cabo por medio de los inversores institucionales.

⁴ Cortés, Luis Javier. *Lecciones de Contratos y Mercados Financieros*. Reino de España, Madrid: Civitas Ediciones, S. L. 2004. Pág. 356.

⁵ *Loc. cit.*

A estas alturas del trabajo de tesis, el lector podrá entender plenamente el ámbito económico y financiero en el cual se desarrollan los fondos comunes de inversión, motivo por el cual acto seguido se procedió a realizar un análisis jurídico-doctrinal de los mismos, describiendo su origen e historia, concepto, funciones en el mercado de capitales, naturaleza, características, tipos y ventajas que representan a los inversores.

La función económica de los fondos comunes de inversión se deduce del hecho de que muchos inversores, en especial ahorristas pequeños, no tienen las posibilidades de invertir de manera sensata y eficaz, en razón de que carecen de suficiente capital como para diversificar sus inversiones, de forma que, conforme al principio de distribución de riesgos y de oportunidades de ganancia, genera una relación equilibrada y económicamente razonable. Además, generalmente carecen de la experiencia, los conocimientos y el tiempo para llevar a cabo una política de inversiones adecuada.⁶

Los fondos comunes de inversión, representan para los pequeños y medianos ahorristas la posibilidad de operar adoptando los mismos principios que las grandes fortunas capitalistas⁷; y, los mismos acumulan el grueso de la inversión colectiva, son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores.

Los fondos comunes de inversión son las instituciones canalizadoras del ahorro hacia el mercado de valores. Su patrimonio, formado por una comunidad de bienes, se divide en participaciones iguales que pertenecen a los inversores que han aportado los capitales. Por medio de los fondos comunes de inversión se conseguía canalizar nuevos recursos a la financiación de las empresas, sin necesidad de que pasaran antes por las entidades bancarias, y se lograba otorgar una rentabilidad mayor a los pequeños ahorros, evitando que corrieran riesgos innecesarios. Al reunir un conjunto de inversores con unos volúmenes de capital suficientes, podían colocarse en muchos valores a la vez, seleccionando los mejores, y de esta manera diversificar el riesgo, al poder apostar a la vez en títulos una menor rentabilidad pero que otorgaban grandes garantías. Al mismo tiempo, todos los inversores unidos pueden permitirse pagar el asesoramiento permanente

⁶ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 22.

⁷ *Loc. cit.*

de un equipo de técnicos de bolsa, cuyos servicios son generalmente muy costosos y no están al alcance un inversor individual. Por otra parte, al tratarse de una forma de inversión colectiva que afecta gran cantidad de pequeños inversores, y al ser su actividad muy beneficiosa para la financiación de las empresas vía bolsa de valores, los fondos comunes de inversión gozan de la vigilancia y control de la administración en defensa de los intereses que se persiguen.⁸

Una vez habiendo finalizado en el presente trabajo, el estudio doctrinal de los fondos comunes de inversión, se efectuó un análisis de los mismos, pero a la luz del ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, haciendo referencia del sector de la economía en el cual se desarrollan los mismos, es decir, el sistema financiero, el mercado de capitales y la bolsa de valores, así como de las instituciones financieras que sirven de vehículos en la transmisión de financiación por medio de los fondos comunes de inversión.

Y, para finalizar, se presentaron los resultados, el análisis de los mismos, conclusiones y recomendaciones del trabajo de investigación, en los cuales se determinó la aplicabilidad de los fondos comunes de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, se indicaron ciertas modificaciones en su regulación legal, y se evidenció las múltiples ventajas que conlleva a los inversionistas participar en los mismos.

⁸ Fondos de inversión mobiliaria. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. *Op. cit.*, Pág. 290.

Capítulo I

Sistema financiero

1. Sistema financiero

El estudio legal de los fondos comunes de inversión (en adelante también denominados simplemente como “FCI”), requiere una previa referencia al sector de la economía en el cual desarrollan la actividad que le es propia, con ello se podrá entender en forma global e integral la dinámica de los FCI como tales, por lo que se debe tratar algunos conceptos económicos y financieros relacionados con la institución de los FCI.

Los FCI operan como instrumentos del mercado financiero (en adelante también denominado simplemente como “MF”), el cual constituye una institución del sistema financiero (en adelante también denominado simplemente como “SF”), por tal motivo debe entenderse, de primero que es el SF y posteriormente que es el MF.

1.1. Concepto

La enciclopedia Práctica de la Banca⁹, conceptualiza el **SF** como el conjunto de intermediarios, mercados, instrumentos y normas que el gobierno establece sobre ellos, quienes relacionan las decisiones de ahorro y gasto de los diferentes agentes económicos, traspasando recursos desde las unidades excedentarias a las deficitarias.

Ubaldo Nieto Carol¹⁰, indica que el SF es el conjunto de intermediarios, mercados e instituciones que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren renta desde unidades excedentes hasta las deficitarias; es por lo tanto el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos, jurídicos y económicos, humanos, materiales y técnicos, a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.

⁹ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I . *Op. Cit.*, Pág. 24.

¹⁰ Nieto Carol, Ubaldo. *El MV. Organización y funcionamiento*. Reino de España, Madrid: Civitas. 1993. Pág. 31.

Por su parte, María de los Ángeles Jáuregui¹¹, conceptualiza al SF como el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda).

De los conceptos anteriores se puede deducir como elemento común entre ellas, que la función primordial del SF es la transferencia de recursos desde las unidades excedentarias a las deficitarias. En tal sentido, Luis Javier Cortés¹² señala que en términos colectivos, el SF ensancha y amplía la capacidad para producir del sistema económico en su conjunto para producir bienes y servicios, esto es, para satisfacer las necesidades de sus integrantes.

1.2. Funciones

Partiendo del concepto del SF, éste debe realizar las siguientes funciones¹³:

- **Debe fomentar el ahorro:** ya que sin éste pierde toda razón de ser, a la vez que la economía va perdiendo sus capacidades de desarrollo. Esta función se realiza mediante unas retribuciones atractivas del ahorro, que permitan como mínimo que los posibles ahorradores se muestren indiferentes entre consumir sus recursos o diferir este consumo en el tiempo.
- **Debe asignar adecuadamente los recursos:** la tarea del SF no consiste únicamente en la captación de recursos, sino que ha de canalizarlos hacia actividades rentables, si quiere que los deudores devuelvan los créditos y a la vez satisfagan los intereses que remuneren el ahorro de los prestamistas y a los propios intermediarios financieros, de lo contrario el circuito ahorro-inversión tendería a resquebrajarse. Por otra parte el SF no es tan solo un cauce para traspasar recursos, sino que cumple la misión de valorar la rentabilidad presente y esperada de las distintas actividades económicas y por tanto debe analizar minuciosamente la capacidad de generar renta de las unidades de gasto.

¹¹ Jáuregui, María de los Ángeles. *Tratado sobre activos financieros derivados*. República de Argentina, Buenos Aires: La Ley. 2003. Pág. 34.

¹² Cortés, Luis Javier. *Op cit.*, Pág. 18.

¹³ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 24.

- **Debe trabajar con una elevada productividad:** es decir, debe trabajar con márgenes de intermediación reducidos, de lo contrario el sistema aviva las presiones inflacionistas de la economía al impulsar al alza los tipos de interés, y a la vez recortar las posibilidades de tipos de expansión del sector real al obligarle a trabajar con costes de financiación más elevados, lo que provocará una reducción de su rentabilidad.
- **Debe mantener una alta flexibilidad:** dado que todos los componentes que lo constituyen deben poder adecuarse a situaciones diferentes con una relativa rapidez, ya que la incapacidad de adaptarse significa, en última instancia, frenar la capacidad de crecimiento de la economía.

Para cumplir adecuadamente estas funciones dentro de un sistema de libre mercado es necesario que el SF se mueva en un clima de libertad y competencia. Un SF fuertemente intervenido no puede fomentar el ahorro, si no se adapta a las necesidades de los ahorradores, ni tampoco podrá traspasar recursos a los sectores y empresas con una mayor rentabilidad, porque se verá obligado a atender con preferencia a los que los propios órganos encargados de su dirección estimen oportunos.

2. Mercado financiero

2.1. Concepto

Según Martín E. Paolantonio¹⁴, el **mercado** es un sistema mediante el cual unas empresas ofrecen bienes y servicios, que son requeridos por consumidores sobre la base del precio fijado libremente por la oferta y la demanda. Partiendo de esto podemos aproximarnos al concepto de MF determinando su objeto, que es la negociación de los denominados activos financieros (en adelante también denominados simplemente como "AF"), los cuales pueden ser definidos como activos intangibles que dan derecho a uno o más pagos futuros. Por lo tanto, el MF está constituido por el conjunto de instituciones que mediante distintos mecanismos actúan en la intermediación de fondos, a través de la

¹⁴ Paolantonio, Martín E. *Op cit.*, Pág. 1.

transferencia de AF.

La función primaria del MF, es la transferencia de recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias, los FCI se desarrollan en éste mercado.

Martín E. Paolantonio¹⁵, define al MF como el conjunto de instituciones que canalizan el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia las de déficit. Su objeto son las promesas de pago de dinero en cuantía fija o predeterminada (valores de renta fija o de empréstito) o aleatoria o indeterminada (valores de renta variable o de inversión de riesgo). Ambos se denominan genéricamente AF por constituir riqueza para sus titulares y pasivo para sus emisores. Es una riqueza de creación contractual y desconectada de los bienes reales y, por tanto, del territorio, es una riqueza sin nación.

Por su parte, Carlos Gilberto Villegas¹⁶, define al MF como aquel mercado donde tiene lugar la reunión de los oferentes (inversionistas y ahorristas) y tomadores de recursos financieros (las empresas, Estados e individuos), a fin de permitir la compra y venta o permuta de AF, representativos de un determinado flujo de fondos prometido por el emisor de dichos activos. Como en cualquier otro mercado, su función principal consiste en fijar los precios de los AF que allí se negocian (tasas de interés del mercado monetario y precios o primas de los AF en el mercado de valores (en adelante también denominado simplemente como el "MV")), facilitar el intercambio y negociación de dichos activos a fin de lograr mayor volumen de operaciones y proveer las estructuras necesarias para permitir la liquidación de todas las operaciones cursadas.

Los AF que se transan en el MF comprenden aquellos que representan la máxima liquidez, como el dinero, depósitos a la vista o cuasi dinero¹⁷, como un plazo fijo o las

¹⁵ *Ibid.*, Págs. 1-2.

¹⁶ Villegas, Carlos Gilberto. *Contratos mercantiles y bancarios*. Tomo II. Contratos bancarios. República de Argentina, Buenos Aires: Edición del Autor, 2005. Pág. 35.

¹⁷ Con claridad meridiana Karl E. Case y Ray C. Fair establecen que el cuasi dinero son los sustitutos próximos del dinero para transacciones, como las cuentas de ahorro y las cuentas del mercado monetario. (Case, Karl E y Fair, Ray C. *Fundamentos de Economía*. Estados Unidos Mexicanos, México: Prentice-Hall Hispanoamericana, S. A. 1993. 2ª edición. Pág. 732). Asimismo, para entender de mejor manera el concepto de cuasi dinero es oportuno señalar lo indicado por Paul Heyne en cuanto a la función primordial del dinero, la cual es servir de medio de cambio, es un instrumento que se intercala en el proceso de cambiar un bien por otro. La alternativa a emplear un medio de cambio es el trueque: el intercambio directo de bienes que poseemos por bienes que queremos conseguir. Sin embargo, el trueque es un medio de intercambio muy costoso para los miembros de una sociedad comercial. La mayoría de las personas que piensa en el dinero, piensa inmediatamente en trozos de papel, llamados billetes y en monedas de varios tamaños y colores. Los economistas agrupan todo esto y lo denominan el componente en efectivo de la oferta de dinero. Además del dinero, utilizamos otros medios de cambio en el mercado, los cuales constituyen el cuasi dinero que conceptualizan Karl E. Case y Ray C. Fair de la manera antes indicada. Agrega, Paul Heyne que el medio de cambio más ampliamente usado no es el dinero sino los depósitos movilizables mediante cheques: depósitos en instituciones

cuotapartes de los FCI, y todos aquellos otros activos que constituyen AF sustitutos del dinero, como los valores públicos emitidos por los Estados (letra de tesorería, bonos de deuda, etc.); valores privados emitidos por sociedades, asociaciones y entidades autorizadas del país y del exterior (acciones, obligaciones negociables, bonos con opción de suscripción, debentures, etc.); contratos de futuros y opciones, sobre productos (“*commodities*”), y en general, todo tipo de valores negociables o derechos-valor que sean susceptibles de negociación en un mercado de índole financiera¹⁸.

Agrega, Carlos Gilberto Villegas¹⁹, que en el MF los oferentes y demandantes de recursos financieros no se vinculan directamente entre sí, su vinculación es mediante la actuación de los denominados intermediarios financieros, es decir personas o empresas organizadas que realizan en el mercado la intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros; o intermedian asesorando en la creación, emisión y colocación de AF a emisores u oferentes de valores. El MF constituye un concepto amplio que comprende a todos los mercados de negociación del ahorro de la economía a la inversión a través de la compra y venta de AF y en los cuales se realizan la asignación del ahorro de la economía a la inversión a través de la compra y venta de AF.

Finalmente Frank J. Fabozzi y otros²⁰, conceptualizan al MF como aquel en donde se intercambian AF.

2.2. Funciones

financieras que pueden transferirse a otras extendiendo un cheque. El tipo más común de depósito movilizable es el dinero depositado en una cuenta corriente de un banco comercial, que los banqueros denominan depósito a la vista porque puede ser retirado en forma inmediata. La inmensa mayoría de los intercambios, medidos en dinero, emplean como medio de cambio los depósitos a la vista. Los compradores ordenan a sus bancos que tomen de sus depósitos el precio de lo comprado y se lo entreguen a los vendedores. En otras palabras, extienden un cheque. Los vendedores normalmente depositan los cheques y no los cambian por efectivo, dando así orden a sus propios bancos de hacerse cargo de la cantidad cuya transferencia se ordenó por el emisor del cheque. Ningún efectivo cambia de manos. El banco en el que se deposita el cheque realiza un apunte contable en sus libros, abonando la cantidad en la cuenta del vendedor; el banco contra el cual se giró el cheque realiza un apunte contable igual en sus libros pero de signo contrario al anterior, cargando la cantidad en la cuenta del comprador. Asimismo, a medida que las tarjetas de crédito se generalizan, las personas portan menos efectivo y paga más sus compras con órdenes a sus bancos. Adicionalmente a los depósitos a la vista, también constituyen casi dinero, las cuentas de ahorro (cuyos fondos pueden ser transferidos rápidamente a una cuenta corriente y utilizarse los mismos) y depósitos a plazo (los cuales podrían transformarse fácilmente en efectivo). Por tanto, una de las características del casi dinero es su liquidez, lo cual distingue al dinero (es un activo líquido). Cuanto más líquido sea algo, más se parece al dinero. Cuando un activo es totalmente líquido, ha alcanzado plenamente la naturaleza del dinero. (Heyne, Paul. *Conceptos de Economía. El mundo según los economistas*. Reino de España, Madrid: Prentice-Hall. 1998. 8ª edición. Págs. 363-367).

¹⁸ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 35.

¹⁹ *Ibid.*, Pág. 36.

²⁰ Fabozzi, Frank J. y otros. *Mercados e instituciones financieras*. Estados Unidos Mexicanos, México: Prentice-Hall Hispanoamericana, S. A. 1996. Pág. 6.

Para Carlos Gilberto Villegas²¹, la función principal del MF en su conjunto es realizar, de la manera más eficiente, la asignación del ahorro de la economía a la inversión productiva. El término eficiente hace relación a distribuir un recurso escaso como es el ahorro, entre aquellos demandantes de fondos que le darán el mejor uso posible, o dicho de otra manera, entre aquellos que sean capaces de crear el mayor valor económico comparado con otros usos alternativos. Ello permite asegurar el financiamiento de los proyectos que prometan un mayor valor actual neto, y al mismo tiempo, hacer esas transferencias de recursos al menor costo posible, es decir dentro de una estructura de competencia entre todos los intermediarios financieros de forma tal que el costo de intermediación de estos, y su propia rentabilidad, sea determinado en una norma competitiva y eficiente.

La enciclopedia Práctica de la Banca²² establece que un MF no tiene que ser necesariamente enclave o lugar de reunión como es el caso de la bolsa de valores (en adelante también denominado simplemente como “BV”), sino que puede ser un mecanismo de intercambio de información y ofertas, a través del contacto telefónico o de cualquier otro medio de comunicación de oficinas dispersas. Los mercados permiten diseminar la información sobre las condiciones en que podrán comprarse y vender ciertos AF, a través de la determinación sistemática de los precios de estos.

Finalmente, Frank J. Fabozzi y otros²³ establecen que el MF proporciona tres funciones económicas, las cuales son:

- **Proceso de fijación de precios:** la interacción de compradores y vendedores en un MF determina el precio del activo comercializado. También en forma equivalente, determina el rendimiento requerido de un AF. Como el incentivo para que las empresas adquieran fondos depende únicamente del rendimiento necesario que demanda los inversionistas, ésta es la característica del MF que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre los AF.

²¹ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 36.

²² El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 27.

²³ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 7.

- **Proporciona liquidez:** el MF proporciona un mecanismo para que el inversionista venda un AF. Por esta razón se dice que un MF proporciona liquidez, una característica atractiva cuando las circunstancias obligan a conservar un instrumento de deuda hasta su vencimiento y un instrumento de acción hasta que la compañía fuera liquidada voluntaria o involuntariamente. Aunque todos los MF proporcionan alguna forma de liquidez, el grado de ésta, es uno de los factores que caracteriza a los diferentes mercados.
- **Reduce el costo de las transacciones:** hay dos costos asociados con las transacciones: **los costos de búsqueda y los costos de información.** Los costos de búsqueda representan costos explícitos, tales como el gasto de dinero para anunciar la intención propia de vender o comprar un AF, y costos implícitos, como el valor del tiempo gastado en encontrar una contraparte. La presencia de alguna forma de MF organizado reduce los costos de búsqueda. Los costos de información son asociados con la apreciación de los méritos de invertir en un AF, esto es, la cantidad y la probabilidad del flujo de efectivo que se espera sea generado. En un mercado eficiente los precios reflejan la información agregada y recolectada por todos los participantes del mercado.

2.3. Características

Las características que han de tener el MF para que pueda cumplir de una forma eficiente dichas funciones, según la enciclopedia Práctica de la Banca²⁴ son las siguientes:

- **Profundidad:** un mercado es profundo cuando existen oferentes que desean comprar y vender a precios por encima y por debajo del precio a que se está intercambiado en cada momento los activos de este mercado. Un ejemplo bastante representativo de esta característica lo ofrece el mercado de la BV. Para que se dé esta cualidad es imprescindible que los agentes que actúen en dicho mercado conozcan en todo momento las ofertas que se realizan en él, y puedan aprovechar las oportunidades que aparezcan. Otra condición necesaria para la profundidad de un mercado es la existencia de un número importante de intermediarios. En los mercados donde se

²⁴ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Págs. 27-28.

desconocen o se conocen al cabo de mucho tiempo las ofertas de compra y venta que se realizan, es difícil que pueda existir profundidad, dado que pueden existir varios precios a la vez.

- **Amplitud:** un mercado posee amplitud si las órdenes de compra y venta que aparecen ofertando tienen un precio distinto al que se cierran las operaciones en cada momento, existen en un volumen suficiente. Para que exista esta característica en un mercado es necesario que el número de agentes que opera en él sea elevado.
- **Flexibilidad:** un mercado es flexible si las órdenes ante nuevos precios de productos de desequilibrios temporales aparecen con la suficiente rapidez para alcanzar nuevos equilibrios entre la cantidad de activos ofrecidos y demandados, lo que quiere decir que se generará un nuevo precio con la prontitud suficiente para que tanto la demanda como la oferta queden cubiertas.

En definitiva, Carlos Gilberto Villegas²⁵ indica que al igual que con cualquier mercado, el objeto del MF como institución económica es fijar los precios, facilitar el intercambio de AF y reducir el costo que conllevan dichas transacciones. Agrega, que tampoco se debe dejar de mencionar que parte de los fondos que provee el MF se destinan al consumo, permitiendo así a los individuos y familias adecuar sus necesidades de gasto, no ya a sus ingresos disponibles en cada momento, sino al ingreso total esperado a lo largo de su vida productiva. Pero, sin duda, la importancia de este mercado radica en que es la fuente natural de financiamiento del sector real de la economía, representado por las empresas de un país. Las empresas necesitan recursos para su funcionamiento normal (capital de giro) y con mayor razón aún para poder efectuar inversiones en bienes de producción, en investigación, desarrollo y nuevas tecnologías. Mediante la emisión de acciones y obligaciones que coloca en el MF las empresas obtienen los recursos necesarios para esos gastos e inversiones, a largo plazo y tasas de interés adecuadas. Sin un MF que abastezca las necesidades de las empresas, los países se detienen, el paso aumenta y las condiciones de vida de su población desmejoran.

²⁵ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 41.

Carlos Gilberto Villegas²⁶ citando a Joseph A. Schumpeter, manifiesta que el MF es siempre el estado mayor del sistema capitalista, del cual parten órdenes para las divisiones independientes y lo que se debate y decide allí son siempre en esencia los planes del desenvolvimiento futuro. Lo afectan todos los planes y perspectivas del futuro en el sistema económico; todas las condiciones de la vida nacional; todos los acontecimientos políticos, económicos y naturales. No existe casi ninguna noticia que no influencie las decisiones de llevar a cabo nuevas combinaciones o la posición del mercado de dinero (en adelante también denominado simplemente como “MD”) o las opiniones o intenciones de los empresarios.

Agrega Carlos Gilberto Villegas²⁷ que lo anteriormente citado ya en el año 1912, sigue teniendo plena vigencia en los días actuales. Los países desarrollados son aquellos que cuentan con MF suficientes, y por el contrario, los países pobres no cuentan con MF. Los denominados hoy en día países emergentes (República de Chile, República Federal de Brasil y República de Argentina en Latinoamérica, Singapur y Tailandia, en Asia) están, precisamente, en la tarea de afianzar sus incipientes MF.

Por último, Carlos Gilberto Villegas²⁸ expresa que los MF permiten que el ahorro del público en general, del ahorrista común, de pequeñas sumas y plazos cortos, realice el milagro de financiar emprendimientos económicos de largo plazo, mediante la creación de AF que facilitan la sustitución de unos ahorristas por otros. De modo que el ahorrista que no puede renunciar por mucho tiempo a la liquidez que da el dinero puede vender esos AF en el mercado y ese instrumento ser adquirido por otros ahorristas que pasa a suplantarlos en la cadena de inversionistas del mercado.

2.4. Participantes

Para Frank J. Fabozzi y otros²⁹ los participantes en los MF que emiten y compran obligaciones financieras, incluyen casas, entidades comerciales (corporaciones y sociedades), gobiernos nacionales, agencias de gobierno nacionales, gobiernos estatales y

²⁶ *Loc. cit.*

²⁷ *Loc. cit.*

²⁸ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 42.

²⁹ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 8.

locales y supranacionales.

Agregan Frank J. Fabozzi y otros que las entidades comerciales incluyen empresas financieras y no financieras. Las empresas no financieras fabrican productos, por ejemplo, carros, acero y computadoras, y/o proporcionan servicios no financieros, incluyendo transporte, servicios y programación de computadoras. Los papeles en los MF que juegan las empresas financieras, y un tipo especial de empresa financiera llamado intermediario financiera.³⁰

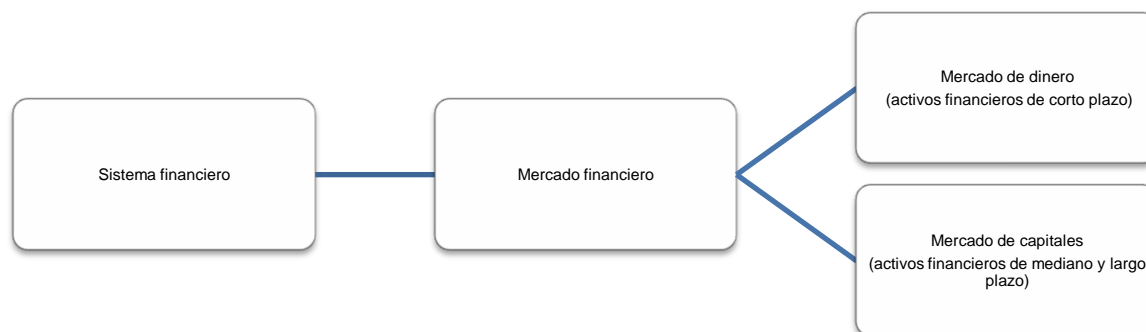
2.5. Clasificación

Habiendo definido y explicado el SF y MF, para comprender la operación de los FCI, es importante indicar como se subdivide el MF, con el objeto de delimitar en donde se desarrollan los mismos en el SF.

2.5.1. Según el vencimiento de los activos negociados

Para Martín E. Paolantonio³¹ y Frank J. Fabozzi y otros³², desde la perspectiva del vencimiento de los activos negociados, el MF puede ser dividido en **mercado de dinero** y **mercado de capitales**, tal y como se esquematiza a continuación:

Gráfico 1



³⁰ *Loc. cit.*

³¹ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Págs. 2-3.

³² Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 7.

El **mercado de dinero** (“*money market*”) según Martín E. Paolantonio³³, ofrece y demanda AF de corto plazo, que por su propia naturaleza no están destinados a la financiación de proyectos, sino sólo a cubrir necesidades de tipo coyuntural o temporario. Se trata de AF de elevada liquidez y bajo riesgo. Las instituciones típicas de este mercado de corto plazo son las entidades financieras que captan depósitos a la vista o a corto plazo, pero por virtud de la desintermediación ha permitido el ingreso en este segmento a los MV.

Para Carlos Gilberto Villegas³⁴, el MD ha sido tradicionalmente monopolizado por los bancos y entidades financieras y los AF han sido el cheque y los certificados de depósitos. En este mercado se negocian AF de gran liquidez y se caracteriza por la interposición de los intermediarios financieros entre la oferta y la demanda de recursos financieros. En efecto, los bancos comerciales, que son los intermediarios clásicos en este mercado, captan depósitos del público, a la vista y a plazo, y venden AF como plazos fijos, y los convierten en préstamos bancarios a individuos y empresas, interponiéndose entre ahorradores y tomadores de fondos y celebrando con cada uno de ellos contratos independientes que luego forman parte de su pasivo y activo. Entonces, el MD es donde la canalización de fondos entre los agentes que ahorran y los que requieren capital es realizada vía la interposición de los intermediarios financieros, y donde los costos y volúmenes de los fondos prestables disponibles esta no solo influenciada por los ahorros existentes (total de depósitos) y la tasa de interés, sino también por las regulaciones técnicas a las que está sujeto el sistema bancario (principalmente la tasa de encaje técnico, los requisitos de capital, etc.). Especialmente importante es en el MD el proceso expansivo del crédito bancario derivado de la existencia del multiplicador bancario, es decir, de la capacidad que tienen los bancos de crear crédito a través del proceso de expansión crediticia que implica el funcionamiento del sistema bancario bajo el principio de encaje fraccionario. En consecuencia es un mercado donde la asignación del ahorro a la inversión se realiza siempre a través de los intermediarios financieros. El precio que se establece en este mercado es la tasa de interés, la cual determina qué tipo de proyectos son o no financiables.

³³ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Págs. 2-3.

³⁴ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 38.

Agrega Carlos Gilberto Villegas³⁵, que dentro del MD existen distintos segmentos, generados a partir de los diferentes tipos de entidades de crédito, como los bancos comerciales, banca de inversión y el resto de las entidades financieras, como cajas de ahorro, mutuales, cajas de crédito, cooperativas de crédito y otros intermediarios financieros, que se concentran en determinados sectores del mercado, como el crédito minorista, el corporativo, el mercado hipotecario y el de pequeños préstamos personales. Muchas de estas entidades de crédito se organizan jurídicamente bajo una forma de asociación, en la cual los únicos beneficiados de los créditos son sus asociados o miembros, que hacen las veces de poseedores del capital de estas instituciones.

Por su parte, Eduardo José Cuevas Penedo³⁶, indica que el mercado de capitales (en adelante también denominado simplemente como “MC”) es aquel mercado en el que se negocia AF con vencimientos mayores a un año y el MD es aquel en el cual se negocia títulos con vencimientos menores a un año. Ambos mercados existen en todas las economías desarrolladas del mundo.

El **mercado de capitales** (“*capital market*”), según Martín E. Paolantonio³⁷, ofrece y demanda AF de mediano y largo plazo, como las obligaciones negociables y las acciones. La BV y el MV son las instituciones clásicas del MC, ya que proveen liquidez a los AF negociados, compatibilizando las preferencias temporales de emisores e inversiones. Es en ésta estructura del MC, en donde se desarrollan y actúan fundamentalmente los FCI.

Apunta Eduardo José Cuevas Penedo³⁸, que son en estos mercados en donde debería de concentrarse la mayor parte del portafolio de un inversionista, pequeño o grande, para tener un mejor retorno sobre la inversión con relación al riesgo tomado.

En el MC se negocian, entre otros, los siguientes títulos:³⁹

- **Acciones:** son títulos que representan propiedad (en algún porcentaje) de una

³⁵ *Loc. cit.*

³⁶ Cuevas Penedo, Eduardo José. *Acceso a los mercados financieros a través de internet, una opción para las personas y empresas guatemaltecas*. República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. 2001. Tesis de la carrera de Administración de Empresas con especialización de finanzas, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Francisco Marroquín. Pág. 2.

³⁷ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 3.

³⁸ Cuevas Penedo, Eduardo José. *Op. cit.*, Pág. 5.

³⁹ *Ibid.*, Pág. 4.

compañía o empresa. Existen dos tipos de acciones, las acciones comunes y las acciones preferentes. Usualmente las acciones preferentes otorgan un dividendo fijo que proviene de las utilidades, pero no tienen derecho a tomar decisiones en la compañía. Las acciones comunes, por otra parte, tienen el derecho de tomar decisiones en la empresa, y el derecho a cualquier utilidad que se tenga después de pagar dividendos a las acciones preferentes.

- **Bonos:** son títulos de deudas que ofrecen rendimientos fijos y usualmente con algún tipo de respaldo o garantía, dentro de los cuales se encuentran: bonos corporativos, bonos del tesoro y bonos municipales, entre otros.

- **Bonos corporativos:** son aquellos títulos emitidos por las empresas, los cuales eliminan la intermediación financiera de los bancos en cierta medida porque el público directamente financia a estas empresas. Las empresas reciben el dinero a un menor costo que los préstamos bancarios y los inversionistas reciben rendimientos superiores a los depósitos bancarios. Los rendimientos son pagados por el flujo de efectivo de la empresa y antes que los cargos de depreciación y amortización y el pago de impuestos, lo que ofrece un menor nivel de riesgo que las acciones. Existen bonos corporativos convertibles que dan la opción de canjearlos por un número determinado de acciones en el futuro. Al igual que existen acciones preferentes que son llamables, hay también bonos con esta característica. Estos ofrecen mayores beneficios a largo plazo pero tienen menores rendimientos en los pagos de interés.

- **Bonos del tesoro:** son emitidos por los gobiernos para manejar la política monetaria de un país para financiar sus actividades. Usualmente estos bonos son los que tienen el menor riesgo en el mercado, por ser instrumentos respaldados por el Gobierno y todas las personas que pagan impuestos. Los bonos emitidos por gobiernos locales o departamentales, son denominados bonos municipales y tienen la ventaja que los residentes de la localidad usualmente no tienen que pagar impuestos sobre los rendimientos que obtienen de estos instrumentos.

- **Swap de tasas de interés:** son AF que emanan de un acuerdo donde las contrapartes establecen un intercambio de pagos periódicos de interés, basados sobre una cantidad

principal notional (valor que los AF tendrían al vencimiento). Una posición en un swap de tasas de interés puede ser interpretado como una posición en un paquete de contratos anticipados o un paquete de flujos de efectivo de la compra y venta de instrumentos de mercado en efectivo.

- **Futuros financieros:** AF que se puede definir como un contrato o acuerdo vinculante entre dos partes por el que se comprometen a intercambiar un AF físico, a un precio determinado y en una fecha futura preestablecida. Los futuros financieros funcionan básicamente del mismo modo que un futuro de bienes físicos. A diferencia de estos futuros, el activo base del contrato no es un bien físico, sino un instrumento de interés fijo o un tipo de cambio entre dos divisas.
- **Futuros sobre tasas de interés:** títulos por virtud de los cuales se crea un acuerdo de cobertura sobre un activo cuyo precio depende únicamente del nivel de las tasas de interés. La importancia de este tipo de contratos radica que en la actualidad, el volumen total de operación de los contratos de futuros sobre AF representa más de la mitad del volumen de toda esta industria. El propósito de este mercado es que los participantes cuenten con un mecanismo que les permita fijar de manera anticipada las tasas de interés reales y cubrirse ante la volatilidad de éstas a causa de la inflación.
- **Futuros sobre índices accionarios:** los futuros sobre índices accionarios son contratos estandarizados que a través de ellos se pueden aprovechar las tendencias de los mercados accionarios y a su vez pueden efectuarse coberturas sobre portafolios o canastas sobre acciones, sin la necesidad de llegar a la entrega física del producto. Como ventaja de este tipo de contratos de futuros es que estos instrumentos derivados, ofrecen enorme liquidez y son de fácil ejecución, son bajos sus costos de transacción con respecto a transacciones en acciones.
- **Opciones financieras:** son los productos financieros que suponen un derecho a vender un valor, materia prima o divisa, a un precio de ejercicio predeterminado, antes de una fecha. Entre las principales opciones financieras destacan las opciones sobre divisas, tasas de interés, índices accionarios y acciones.

- **Opciones sobre divisas o tipo de cambio:** instrumentos que otorgan a su comprador el derecho a comprar o vender un determinado importe de divisas en un momento futuro y a un tipo de cambio prefijado a cambio de una prima.
- **Opciones sobre acciones:** una opción sobre acción es un contrato que transfiere a su tenedor el derecho pero no la obligación de comprar o vender una determinada acción a un precio específico en una fecha estipulada o antes de la misma. Este derecho lo concede el vendedor de la opción quien recibe una cantidad pagada (prima) por el comprador. Existen dos tipos de opciones sobre acciones: opciones de compra (“*calls*”) y opciones de venta (“*puts*”).
- **Opciones sobre índices accionarios:** es el AF por virtud del cual el inversionista tiene el derecho de comprar (“*opciones call*”) o el derecho de vender (“*opciones put*”) una acción en particular a un predeterminado precio y dentro de un tiempo preestablecido.
- **Opciones sobre tasas de interés:** las opciones sobre tasas de interés con base en los intereses de los valores emitidos por el Tesoro Público de los Estados Unidos de América son opciones que se liquidan hasta su vencimiento. Acorde a las necesidades se pueden conseguir opciones sobre intereses de corto, mediano y largo plazo. Estas opciones le dan una oportunidad de realizar inversiones basadas en sus predicciones sobre posibles movimientos en las tasas de interés.
- **Opciones sobre futuros:** éste AF otorga al tenedor, mediante el pago de una prima, el derecho de vender (en el caso del “*put*”) o comprar (para el “*call*”) una cantidad determinada del activo subyacente (contratos de futuros) al precio de ejercicio y hasta la fecha de vencimiento. En el caso de las opciones sobre futuros el comprador de la misma, tiene derecho a comprar o vender contratos de futuros.
- **Forward:** o contrato a plazo, es un simple instrumento derivado, en el cual se acuerda la compra o venta de un bien o artículo a un determinado precio y fecha futura, es negociado en el mercado sobre mostrador (“*over the counter*”) (en adelante también denominado simplemente como “OTC”) usualmente entre dos instituciones bancarias o entre una sola institución bancaria y su cliente.

- **Swaps:** o permutas financieras son un acuerdo entre dos compañías para intercambiar flujos de efectivo en el futuro. En el acuerdo se especifica la fecha de liquidación de los flujos de efectivo y a que tasa estarán referenciados. Este tipo de AF son negociados en el OTC, y una institución bancaria actúa como intermediario entre las dos partes y obviamente obtiene una ganancia por su participación o porcentaje.
- **Caps:** es un instrumento de administración del riesgo de las tasas de interés a mediano y largo plazo, el cual permite a los directivos financieros en las empresas, protegerse contra las alzas en las tasas de interés flotantes, con ellos el comprador limita su exposición al riesgo contra las tasas flotantes, poniéndole un límite o fijando el tipo de interés.
- **Floors:** este instrumento es lo opuesto al cap, el cual protege a un inversionista contra la baja en los tipos de interés, como su nombre lo indica floor (piso) es ponerle un límite a la caída de los intereses. Se puede analizar ambos, caps y floor de la siguiente manera: el primero está dirigido especialmente para deudores o personas que desean contraer un crédito pero dadas las condiciones del mercado solo están disponibles a tasas flotantes; y, el segundo está dirigido a los inversionistas, o simplemente a las personas que buscan el mayor rendimiento para su dinero. De ahí que con el floor, se puede prever o pronosticar una futura caída en las tasas de interés, lo que ocasionaría obtener un menor ingreso por su dinero. Al igual que el cap, en el floor, el inversionista es el comprador del contrato y el banco o institución bancaria el vendedor de la opción floor, el cual recibe una prima por parte del inversionista por el derecho de garantizar en el caso de una caída en las tasas de interés, un nivel óptimo o tasa límite hacia la baja o sea que no caiga del todo sino hasta cierto límite.
- **Collars:** son el punto intermedio entre los caps y los floors, el primero pone un límite superior a las tasas y el segundo pone un límite inferior a las mismas. Entre ambas opciones se crea un túnel en el cual entra en acción el collar; hay personas que desean una cobertura asimétrica y compran un contrato cap y al mismo tiempo venden un contrato floor, así la prima pagada en el cap se compensa con la prima recibida en el floor; esto es debido a que en su mayoría, la prima que se paga en los caps es

demasiado elevada y hay compañías que no disponen del suficiente dinero o ven en la prima, un gasto en demasía y prefieren no adquirir los caps, pero con la modalidad de los collars, da la oportunidad de salir equidistantes en el pago y obtención de primas y con la posibilidad de estar cubierto.

- **Sintéticos:** un producto sintético es la combinación de dos o más herramientas simples las cuales pueden ser futuros u opciones. En el caso de los forwards no hay necesidad de pagar prima como en el caso de las opciones, el problema radica en la fijación del precio, el cual puede variar drásticamente con el tiempo, ya sea a favor o en contra del inversionista, en el caso de las opciones nos dan mayor seguridad que los futuros, pero con la desventaja que hay que hacer un desembolso primero el cual se llama prima, esto, para poder tener derecho de comprar o vender un bien y en un determinado momento si los precios de los activos se mueven en contra del inversionista. Lo único que se hace, es dejar que expire la opción y perder la prima y se adquiere o vende el activo en el mercado a un precio más barato; el precio de la prima algunas veces resulta cara y muchas empresas no tienen la suficiente solvencia económica para hacer frente al pago anticipado o al momento de entrar en un contrato de opciones por lo cual resulta costoso y prefieren arriesgar en los futuros. Al combinar ambos elementos opciones y futuros, se puede minimizar más el riesgo y obtener beneficios en ambas partes del contrato.
- **Leaps:** instrumentos que se deriva de otros instrumentos, son opciones de acciones con un plazo de vencimiento mayor a un año. Este tipo de instrumento ofrece grandes beneficios ya que se puede apalancar a largo plazo en la compra de acciones sin necesidad de pagar intereses.

Una combinación de los diferentes instrumentos mencionados hace que un portafolio este bien balanceado y sufra de menos cambios en su valor. Usualmente los mercados accionarios y los mercados de bonos actúan inversamente, lo que quiere decir que el porcentaje de portafolio en cada uno de estos instrumentos debe variar según las expectativas en cada uno de estos mercados.⁴⁰

⁴⁰ García Santillán, Arturo. *Sistema financiero mexicano y el mercado de derivados*. Estados Unidos Mexicanos: Universidad Cristóbal Colón, Centro de Investigación del Área Económico- Administrativo, serie libros y manuales: finanzas, contaduría y administración unidad

Por su parte, Carlos Gilberto Villegas⁴¹ indica que el MC ha sido el ámbito de actuación de las BV y MV, y más recientemente del OTC, cuyos AF clásicos han sido los bonos de deuda y las acciones y sus operadores, los agentes de la BV y del OTC.

En este mercado, a diferencia del MD, los intermediarios financieros no se interponen entre la oferta y la demanda de recursos financieros, ni brindan sus servicios de colocación y distribución de los valores a ser vendidos por el público. Por el contrario, en el MC, el mecanismo de asignación del ahorro a la inversión es directo, del emisor al público ahorrador en el mercado primario, habiendo luego una sustitución del proveedor de los fondos vía la propia circulación de los AF en el mercado secundario. Los precios que se fijan en este mercado son básicamente el valor de las acciones o bonos y las primas en los mercados de derivados, lo cual determina el costo del capital de las empresas y el costo para la cobertura de los riesgos derivados de las volatilidades del mercado, respectivamente. Si bien en el MC no hay un proceso expansivo del crédito como en el bancario, muchos bancos suelen dar crédito para la compra de AF, trasladando así el crédito creado en el sistema bancario al MV.

Carlos Gilberto Villegas⁴² indica que el ámbito de negociación del MD y del MC es diferente. El ámbito de negociación o intercambio del MD es el lugar donde actúan las entidades financieras, es decir un mercado a escala nacional donde el principal activo es el dinero estatal. El MC tiene distintos ámbitos de negociación, siendo los dos principales, el mercado bursátil (en adelante también denominado simplemente como “MB”) que sigue los viejos principios de un mercado físico, es decir un recinto o piso donde se efectúan las transacciones y el OTC el cual es en la actualidad un mercado virtual, a escala mundial, ya que no tiene una existencia física sino que está integrado por sistemas electrónicos y computarizados que vinculan a los agentes de ese mercado, y donde las órdenes y las transacciones se realizan por vía electrónica.

Esta división que era tan nítida hasta hace unos cuantos años, ha dejado de serlo en la

multidisciplinaria. 2007. <http://www.eumed.net/libros/2007b/289/indice.htm> Págs. 107-134. Fecha de consulta: 21 de mayo de 2011 a las 13:43.25 horas.

⁴¹ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 39.

⁴² *Loc. cit.*

actualidad. Ello es debido principalmente a dos fuerzas aparentemente disociadas, intrínsecamente vinculadas. Una es la tendencia global del MF, cuya principal consecuencia ha sido el proceso de concentración a escala global de los intermediarios financieros, especialmente de los bancos y la expansión del MF, no ya a una escala nacional, sino mundial. Y la otra fuerza es la especialización, fragmentación o segmentación del propio mercado en distintos sub-mercados para cada tipo de AF, cada uno de ellos con sus propias reglas, participaciones, estructuras y sistemas de operaciones. Esta aparente contracción no es, sin embargo, otra cosa que la aplicación de una vieja ley económica que ya fuera conocida por el propio Adam Smith, y que dice que el grado o nivel de especialización depende del tamaño del mercado, de forma tal que cuando mayor sea este, mayor será el grado de especialización. Un MF global implica entonces la máxima especialización. Ello quizá sea la razón del fenomenal proceso de innovación financiera que se vive en los últimos años. Sin perjuicio de ello todavía es posible distinguir ambos mercados por la forma en que funciona el proceso de asignación del ahorro a la inversión en cada uno de ellos.⁴³

2.5.2. Según la forma de pago de la negociación

Para Arnaud Zacharie y Jean Pierre Avermaete⁴⁴, así como para Frank J. Fabozzi y otros⁴⁵, el MC está compuesto de un **mercado al contado o de efectivo**, en el cual las transacciones se arreglan directamente, es decir, que los AF son pagados y obtenidos inmediatamente por la persona que los suscribe en ese mercado; y, de **un mercado a término o de instrumentos derivados**, en donde las transacciones se saldan a término, es decir que los AF son negociados a un precio que es fijado el día de la transacción, por lo tanto al contado, pero son pagados y librados en una fecha posterior, es en este mercado a término en donde se negocian los productos derivados, tales como futuros, forwards y opciones.

Agregan Arnaud Zacharie y Jean Pierre Avermaete⁴⁶ que el mercado a término

⁴³ *Ibid.*, Pág. 40.

⁴⁴ Rebelión. Zacharie, Arnaud y Jean Pierre Avermaete. *Los mercados financieros*. Traducción de Maite Onco Barella. República Francesa. 2004. <http://www.rebellion.org/docs/5713.pdf>. Pág. 3. Fecha de consulta: 26 de junio de 2011 a las 10:27.51 horas.

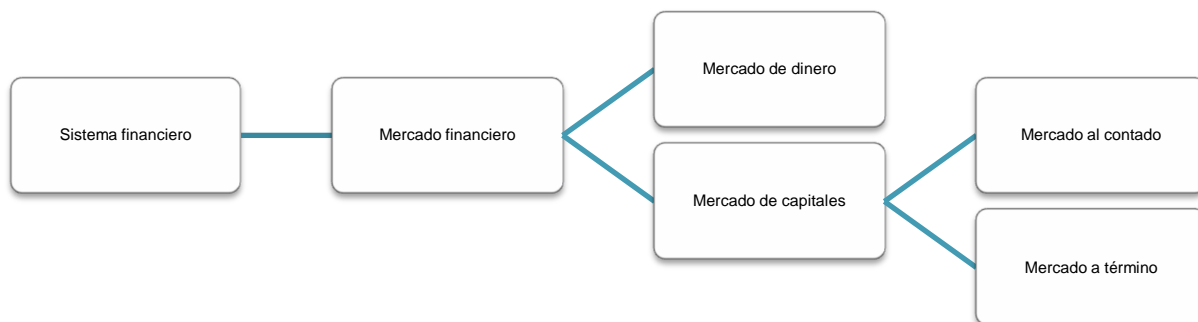
⁴⁵ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 7.

⁴⁶ Zacharie, Arnaud y Jean Pierre Avermaete. *Op. cit.*, Pág. 3.

encontramos el vendedor a término o bajista (el bajista vende hoy un título que espera volver a comprar a término a un precio inferior y así obtener una plusvalía, es decir, un beneficio) y el comprador a término o alcista (que compra hoy un título que espera revender a término a un precio o una cotización superior y así ganar una plusvalía). Además, este mercado a término permite adquirir un AF sin tener el capital para comprarlo (basta entonces con un depósito de garantía o una prima para poder especular con este título).

Por tanto, el MC según la forma de pago de los AF que se negocian, puede dividirse en mercado al contado y mercado a término, como se esquematiza a continuación:

Gráfico 2



2.5.3. Según las características de los activos negociados

Según Martín E. Paolantonio⁴⁷ y Frank J. Fabozzi y otros⁴⁸, atendiendo a las características de los activos negociados, el MC también puede dividirse en **mercado primario** y **mercado secundario**. El primero es aquel en el cual se negocian las nuevas emisiones canalizando directamente los ahorros a la inversión productiva y el segundo es aquel en el cual se negocian AF ya colocados y que cumplen con la importante función de dotar liquidez a las inversiones, permitiendo consecuentemente la desinversión, toda vez que como regla general el adquiriente de AF no puede recurrir al emisor exigiendo el rescate o reembolso anticipado de su inversión, queda resaltada la necesidad de la existencia de mercados secundarios que de manera eficiente cumplan su función de otorgar liquidez a las inversiones.

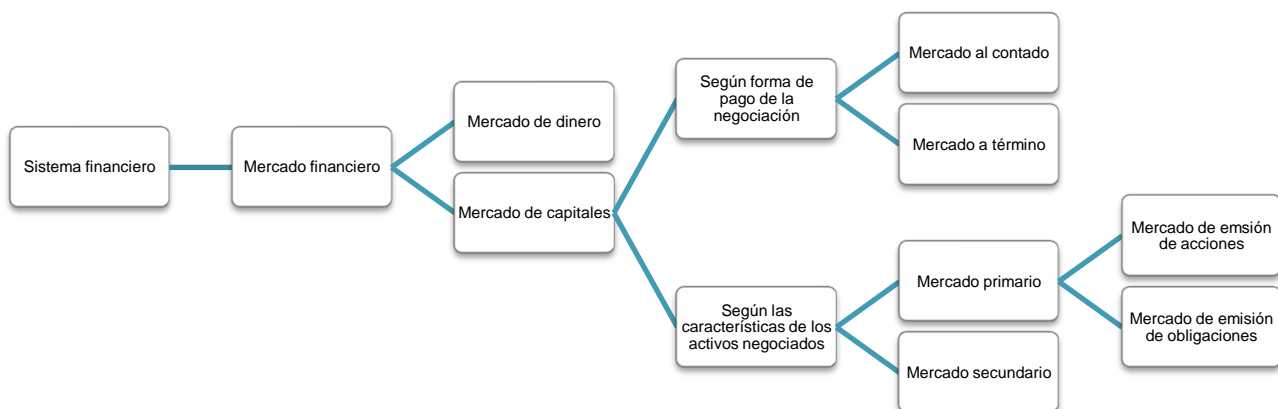
⁴⁷ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Págs. 3-4.

⁴⁸ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 7.

En ese mismo orden de ideas, en la enciclopedia Práctica de la Banca⁴⁹, se apunta que el mercado primario, también llamado de emisiones, se da cuando las entidades admitidas a cotización en la BV emiten acciones u obligaciones que son adquiridas por los inversionistas. En el mercado primario se relacionan las entidades demandantes de fondo con los oferentes o inversionistas. Aquí, tal y como coinciden Frank J. Fabozzi y otros⁵⁰ se podrían distinguir dos sub-mercados muy diferenciados: el mercado de **emisión de acciones** y el mercado de **emisión de obligaciones o deudas**. Por otro lado, en el mercado secundario se compra y venden AF ya emitidos. Es en éste mercado en donde se pueden negociar los AF de entidades que coticen en la BV, y el precio de las transacciones se fija a través de la oferta y la demanda. Al mercado secundario se le denomina también BV. El mercado primario y el secundario están totalmente relacionados, y para que la BV funcione de forma óptima se precisa que cada uno de los dos mercados este bien desarrollado. El mercado secundario proporciona al inversionista la posibilidad de recuperar sus ahorros en el momento en que lo desee. Es en ésta forma como se consigue que la inversión en BV tenga una buena liquidez.

Al incluir en la división del MF al mercado primario y secundario y a la sub clasificación del primero, en mercado de emisión de acciones y mercado de emisión de obligaciones, el esquema de dicha división queda así:

Gráfico 3



⁴⁹ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. Op. cit., Págs. 44-45.

⁵⁰ Fabozzi, Frank J. y otros. Op. cit., Pág. 7.

2.5.4. Según las características de los derechos de los inversores

Asimismo, atendiendo a las características de los derechos de los inversores, pueden también separarse los mercados en que se negocian **títulos de renta fija** (obligaciones negociables), de aquellos en que se negocian **títulos de renta variable** (acciones). En el primero de ellos se incluyen tanto los diferentes tipos de deuda del estado a medio y largo plazo, y las obligaciones emitidas por las empresas no financieras. En el mercado de renta variable se negocian las acciones de las empresas que en ellos cotiza.⁵¹

2.5.5. Según las cualidades para un funcionamiento óptimo

Atendiendo, a las cualidades que hacen que un MF pueda cumplir con sus funciones de una forma óptima, el MC puede dividirse en⁵²:

- **Mercado de búsqueda:** es aquel donde tanto los compradores como los vendedores tienen que encargarse por sí mismos de buscar su contrapartida sin la mediación de agentes especializados, por lo que deben soportar todos los costes de la búsqueda, que limita enormemente. Este es el caso de los mercados fragmentados donde es norma que un mismo activo se esté negociando a varios precios diferentes, como ocurre en la relación entre el público y las entidades bancarias.
- **Mercado de comisionistas:** existen agentes especializados que, a cambio de una comisión, se dedican a la búsqueda, por cuenta de oferentes y demandantes, de otros agentes con lo que pueda realizar la transacción financiera deseada. Una ventaja suplementaria que ofrece este tipo de mercados es la posibilidad que tiene los agentes participantes de ocultar su postura compradora o vendedora.
- **Mercado de mediadores:** estos agentes mediadores aseguran al mercado la rápida ejecución de una orden, al comprar y vender por su cuenta y riesgo AF, a los precios que el mercado estipule en cada momento. El beneficio que obtienen estos mediadores surge de la diferencia entre el precio al que están dispuestos a adquirir unos AF y el

⁵¹ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 4.

⁵² El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Págs. 28-30.

precio que están dispuestos a venderlos. Cuanto menor sea esta diferencia, los agentes que operen en estos mercados estarán más dispuestos a utilizar los servicios de estos mediadores y a no utilizar canales ajenos al mercado, por lo que se otorgara una fragmentación menor del mercado. Como ejemplos de mercados de mediadores se puede citar el mercado de divisas, donde los bancos centrales usualmente actúan como mediadores y el MD donde actúan sociedades mediadoras del mismo.

- **Mercado de subasta:** en el caso de que los agentes pudieran ponerse de acuerdo acerca de las condiciones de las transacciones sin la necesidad de un mediador, podrían ahorrarse el beneficio que obtienen éstos en cada operación que se efectuó. Para que ello sea posible, los agentes deben contar con toda la información sobre las operaciones que se están produciendo en el mercado, a su vez que los costos de la obtención de esta información han de ser muy escasos o nulos. Este es el caso de mercados que funcionan como una subasta que permite a todos los participantes integrarse en un proceso común de fijación de precios y así determinar la búsqueda de la contrapartida. Estos mercados son los menos fragmentados, pues es propio de un mercado de subasta que en cada momento solo exista un único precio. Los casos más claros de mercados de subasta son la BV y el mercado primario de dinero.

2.5.6. Según el ámbito y la naturaleza de los títulos negociados

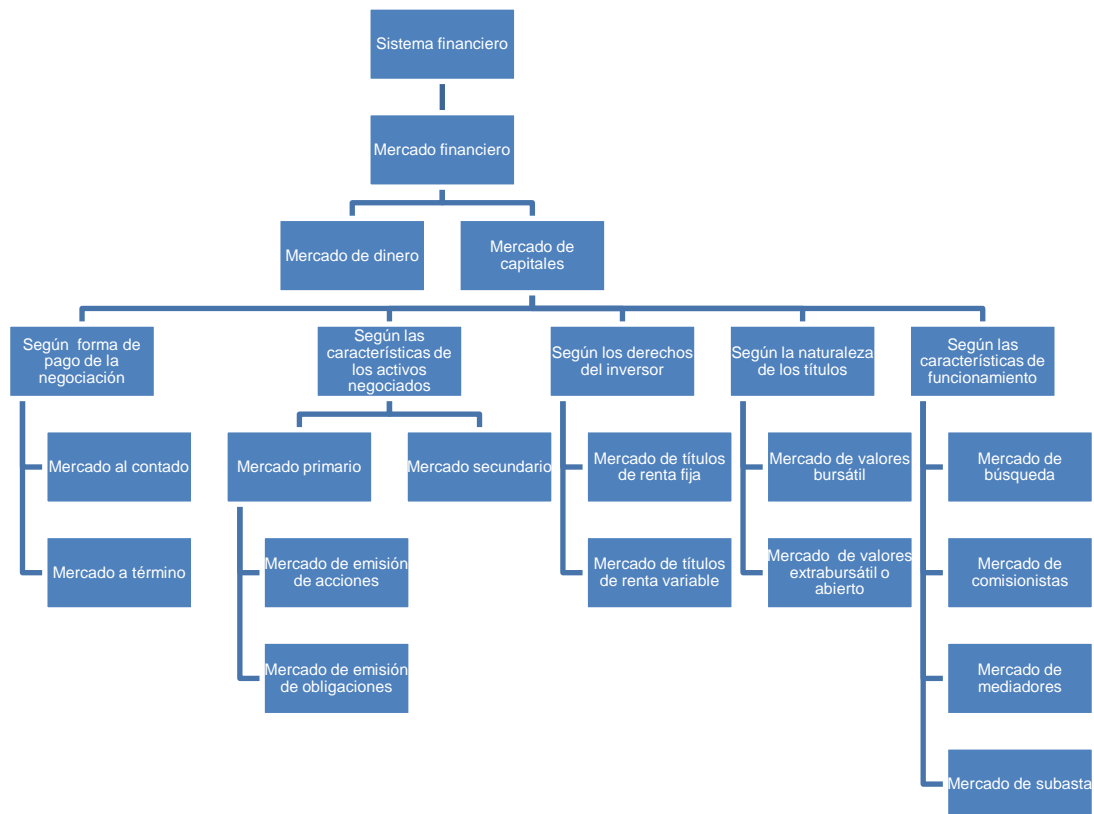
Si consideramos el ámbito y la naturaleza de los títulos negociados, podemos distinguir entre los **mercados de valores organizados en bolsas** y los **mercados de valores extrabursátiles o mercados abiertos**. El primer mercado está constituido por la BV, la cual se estudiada más adelante y el segundo mercado, está constituido por las bolsas no organizadas, las cuales no son una institución específica o tangible como lo son en el primer mercado, más bien son una forma de negociar valores en forma diferente de la que se efectúa en una BV organizada, es en este tipo de bolsa donde se encuentra el sistema de transacción OTC, el cual es el resultado de una relación intangible entre compradores y vendedores de valores.⁵³

En virtud de lo antes expuesto, la clasificación del MF se puede esquematizar de la

⁵³ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Págs. 28-30.

manera siguiente:

Gráfico 4



3. Globalización

Debido a la globalización de los mercados financieros por todo el mundo, Frank J. Fabozzi y otros⁵⁴, indican que las entidades de cualquier país que buscan conseguir fondos no necesitan limitarse a sus mercados financieros domésticos. Ni tampoco los inversionistas de un país se limitan a los AF emitidos en sus mercados domésticos.

Para ellos, los factores que llevan a la integración de los mercados financieros son los siguientes:

⁵⁴ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 9.

- **Desreglamentación o liberalización:** de los mercados y de la actividad de los participantes en el mercado en los principales centros financieros del mundo.
- **Avances tecnológicos:** para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras.
- **La institucionalización:** cada vez mayor de los MF.

Agregan que la competencia global ha forzado a los gobiernos a desreglamentar (o liberalizar) diversos aspectos de sus MF para que sus empresas financieras puedan competir efectivamente alrededor del mundo. Los avances tecnológicos han aumentado la integración y la eficiencia del MF global. Los avances en los sistemas de telecomunicación enlazan a los participantes del mercado por todo el mundo, dando como resultado que las órdenes puedan ejecutarse en segundos. Las computadoras se adaptan a sistemas de telecomunicación avanzados, permiten la transmisión de información sobre precios de valores y otras informaciones importantes en tiempo real, a muchos participantes en distintos lugares. Por lo tanto, un sin número de inversionistas pueden monitorear los mercados globales y, simultáneamente, calcular la manera en que esta información impactará en el perfil riesgo/retorno de sus carteras.

Manifiestan Frank J. Fabozzi y otros⁵⁵ que los MF de Estados Unidos de América que antes eran controlados por inversionistas individuales, ahora son controlados por instituciones financieras. Por inversionistas detallistas se quiere decir individuos. Por ejemplo, cuando una persona natural o individual compra una acción común es referida como inversionista detallista. Ejemplos de instituciones financieras son fondos de pensión, compañías de seguros, fondos mutuales, bancos comerciales y asociaciones de ahorro y préstamo. Al cambio de control de los MF de los inversionistas detallistas a los inversionistas institucionales se les conoce como la **institucionalización de los mercados financieros**. Lo mismo sucedió en otros países industrializados. A diferencia de los inversionistas detallistas, los institucionales están más dispuestos a transferir fondos a través de fronteras nacionales, para lograr así, mejorar la diversificación de carteras y/o

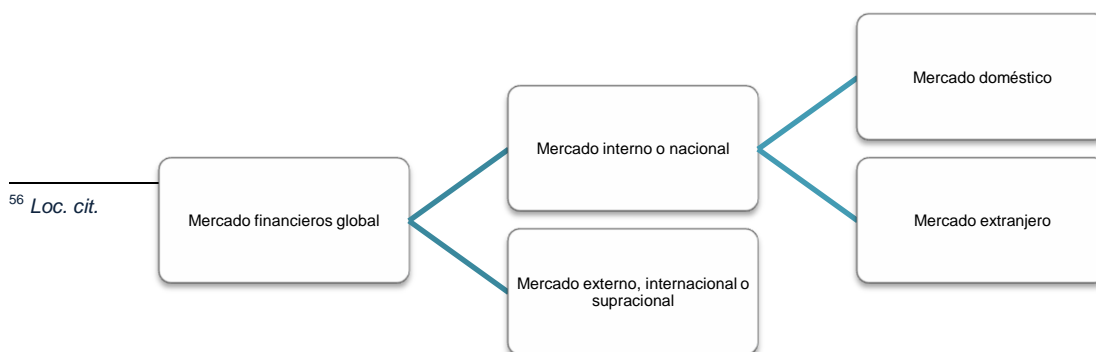
⁵⁵ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Págs. 10 y 11.

explotar asignaciones de precio erróneas que se perciban de los AF en países extranjeros.

Con relación a la clasificación de los MF globales Frank J. Fabozzi y otros⁵⁶, indican que aunque no hay un sistema uniforme para la clasificación de los mismos, desde la perspectiva de un país dado, los MF pueden clasificarse como internos y externos. El **mercado interno** también es llamado **mercado nacional**. Puede dividirse en dos partes: el **mercado doméstico** y el **mercado extranjero**. El mercado doméstico es donde los emisores que habitan en un país emiten valores y donde esos valores se comercian subsecuentemente. El mercado extranjero en cualquier país es donde los valores de los emisores que no habitan en el país se venden y se comercian. Las reglas que gobiernan la emisión de valores extranjeros son aquellas impuestas por las autoridades reglamentadores de donde se emiten los valores. Por ejemplo, los valores emitidos en Estados Unidos de América por corporaciones extranjeras, deben cumplir las reglamentaciones puestas por la ley de valores de Estados Unidos de América. Una corporación no japonesa que busca ofrecer valores en el Estado de Japón debe cumplir con las leyes y reglamentos de valores de ese país. En la actualidad, se utilizan sobrenombres para describir los diversos mercados extranjeros. Por ejemplo, al de Estados Unidos de América, se le llama mercado “*Yankee*”, al del Estado de Japón, mercado “*Samurai*”, al del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, mercado “*Bulldog*”, al de los Países Bajos, mercado “*Rembrandt*” y al del Reino de España, mercado “*Matador*”.

Al **mercado externo**, se le denomina también **mercado internacional**, el cual permite el comercio de AF con dos características distintivas: se ofrece la emisión de AF de manera simultánea a inversionistas en varios países, y son emitidas fuera de la jurisdicción de cualquier país. El mercado externo es mencionado comúnmente como el **mercado supranacional**.

Gráfico 5



Frank J. Fabozzi y otros⁵⁷ indican que existen varias razones por las cuales una corporación puede tratar de conseguir fondos fuera de su mercado doméstico. La primera se debe a que el mercado doméstico de la corporación que busca fondos no esté completamente desarrollado, y no pueda satisfacer su demanda de fondos en términos globalmente competitivos. Por otro lado, en algunos países, las grandes corporaciones que buscan conseguir una cantidad sustancial de fondos, pueden encontrar como única alternativa para obtener tal financiamiento, al sector de mercado extranjero de otro país. Los gobiernos de los países en desarrollo utilizan este tipo de mercados en la búsqueda de fondos para corporaciones pertenecientes al gobierno que están siendo privatizadas. La segunda razón es que puede haber oportunidades para obtener un menor costo de los fondos disponibles en el mercado doméstico, aunque con la integración de los MC a través del mundo disminuyendo tales oportunidades. Una última razón para el uso de mercados extranjeros es el deseo de los emisores de diversificar sus fuentes de financiamiento, para de esta forma reducir la dependencia en los inversionistas domésticos.

Derivado de la institucionalización de los MF, los inversores colectivos, de los cuales forman parte los FCI, pueden invertir el patrimonio de los mismos, tanto en el mercado doméstico como en el mercado extranjero de los países, con el objeto de obtener una mayor diversificación en su portafolio de inversiones, así como un mayor rendimiento en las mismas.

De tal cuenta, que para los inversores institucionales de la República de Guatemala, no constituirá una limitante el hecho que el MC no se encuentre desarrollado, dada la circunstancia, que el patrimonio de los FCI puede ser invertido en los mercados extranjeros. Sin embargo, los recursos invertidos en dichos mercados, serán transferidos a unidades económicas que los utilizarán eficientemente en las economías de los países en donde se inviertan. Y éste es el punto importante por el cual, las instituciones de IC, especialmente

⁵⁷ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Págs. 11-12.

los FCI y su consecuente transmisión del ahorro al sector productivo de la economía deben de promocionarse y desarrollarse en la República de Guatemala. El hecho que existan más recursos disponibles para el sector productivo del país, y principalmente para la pequeña y mediana empresa, es lo que generará que la economía crezca, aumenten las fuentes de trabajo y con ello el poder adquisitivo y prosperidad de los guatemaltecos.

Asimismo, dada la actual globalización de los MF, es importante buscar y lograr la integración bursátil con otros países, con el objeto de constituir una región más atractiva para los inversionistas extranjeros. La región natural de la República de Guatemala es Centroamérica y el Caribe de darse una integración de la región y unificación de su regulación legal, en cuanto al MC, se aumentaría la amplitud, profundidad y flexibilidad del mismo y las oportunidades de inversión y desarrollo, tanto para los ahorristas e inversores nacionales como extranjeros.

Por ese es importante recordar que el mercado es un conjunto de interrelaciones consistentes en un proceso de ofertas y demandas en continua competencia. Los MC que se encuentran bien organizados, las ofertas y demandas de los posibles compradores y vendedores están claramente definidas en los mismos, de forma que se tiende a establecer un único precio para un producto bastante uniforme en todas las transacciones realizadas en una amplia área geográfica. De esa cuenta, el mismo proceso de ofertas y demandas y la fijación de los precios de los AF, es el hecho generador del desarrollo del MC. Entre más ofertas y demandas de AF existan, más información existirá en cuanto a las oportunidades disponibles para las personas de obtener un mayor rendimiento en sus inversiones. Los inversores institucionales (dentro de los cuales se encuentran los FCI), los agentes e intermediarios son los actores fundamentales y especializados en la organización de los MC ya que ellos son los que conocen, manejan y crean a través de su actividad de intermediación la información valiosa en cuanto a las oportunidades existentes en los MC.

Habiéndose tratado y comprendido algunos conceptos económicos y financieros, que se relacionan con los FCI, ahora el lector puede entender que es el SF, así como los mercados en los cuales operan los FCI, siendo éstos el MC (el cual forma parte del MF), y específicamente el MV bursátil. En ese orden de ideas, y comprendiendo el concepto, función, características, estructura, dinámica y participantes de los mercados en los cuales

se desarrollan los FCI, es procedente realizar en el siguiente capítulo, un análisis de la **BV**, lugar en donde físicamente se negocian los AF, dentro del MV bursátil.

Capítulo II

Bolsa de valores

Tal y como se indicó en el capítulo anterior, los FCI se desarrollan en el MC, en el cual la BV y el MV son sus instituciones clásicas y más relevantes, las cuales han hecho que el mismo evolucione. Por tal motivo, se debe de estudiar dichas instituciones del MC, con el objeto de comprender el ámbito específico de los FCI en el SF.

1. Origen

En la enciclopedia *Práctica de la Banca*⁵⁸ se establece que el origen de la BV como institución se da al final del siglo XV en las ferias de Europa occidental. En esas ferias se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos. El término BV apareció en Brujas, concretamente en la familia de banqueros Van der Bursen, en cuyo palacio se organizó un mercado de títulos-valores. En el año 1460 se creó la BV de Amberes, que fue la primera institución bursátil en un sentido moderno. Posteriormente, se fundaron las bolsas de Londres (1570), Lyon (1595), París (1794) y Nueva York (1792). Sucesivamente fueron apareciendo bolsas en las principales ciudades del mundo, y se consolidaron tras el auge de las sociedades anónimas. Actualmente, las más importantes del mundo son las de Nueva York, Tokio, Londres, Frankfurt, París, Hong Kong, Zúrich, Milán y Bruselas.

En el mundo hay dos tendencias en cuanto a la relación que mantienen las diferentes bolsas dentro del mismo país. Por un lado, hay países que han interconectado todas las bolsas integrándose en un solo mercado de ámbito nacional. Este es el caso de Estados Unidos de América, Estado de Japón, Mancomunidad de Australia, República Federal de Alemania, Confederación Suiza y Canadá. En la República Italiana se registra la misma tendencia, en la cual existen diez bolsas con un sistema integrado de negociación. Por otro lado, hay países en los que se ha implementado una BV única que ha eliminado prácticamente a las restantes: este es el caso de la República Francesa. En este país, la

⁵⁸ La bolsa. Enciclopedia *Práctica de la Banca*, Planeta. *Op. cit.*, Págs. 48-49.

mayor parte de los valores solo pueden negociarse en la BV de Paris. Esta tendencia a la unificación que se está dando en el interior de cada país también está produciéndose a escala mundial. Así, el triángulo Nueva York-Tokio-Londres está teniendo cada vez un mayor peso. En el caso del Reino de España y la República Francesa, las bolsas son instituciones públicas. En otros países, como los anglosajones, las bolsas son instituciones privadas, que se encuentran controladas por el poder público. En las bolsas anglosajonas las operaciones son realizadas por los “*brokers*” por cuenta de su clientela.⁵⁹

En el caso concreto de la República de Guatemala, según la Bolsa Nacional, Sociedad Anónima⁶⁰, no se tenía un mercado organizado y especializado, en el que intermediarios profesionales pudieran intercambiar AF con un precio determinado por la oferta y demanda de los mismos, hasta el año de 1987, cuando se autorizó la operación de la Bolsa Nacional, Sociedad Anónima, con lo que se estableció formalmente el MC en la República de Guatemala. Fue así con el surgimiento de la BV que nació el MB.

2. Definición

Según José Emilio Aldana Dardón⁶¹, las **bolsas de valores** se definen como el lugar físico donde existen sistemas de información, reglas y controles respecto a la compra y venta de valores, garantizando control y transparencia en las operaciones. En estas se negocian tanto acciones como títulos de deuda. Aquí se centraliza y difunde información respecto a la compra y venta de valores, garantizando control y transparencia en las operaciones, en un lugar específico. A la BV acuden inversionistas que desean optimizar sus rendimientos con base a información oportuna y completa, así como empresas que buscan diversificar sus fuentes de financiamiento para competir en el mercado. Como ejemplos de BV podemos encontrar, el “*New York Stock Exchange*”, el “*American Stock Exchange*”, ambas en la ciudad de Nueva York, Estados Unidos de América y la Bolsa Nacional en la República de Guatemala, instituciones que tienen su propio edificio, sus propios miembros y sus propias reglas de negocio.

⁵⁹ *Loc .cit*

⁶⁰ Bolsa de Valores Nacional Guatemala. Bolsa de Valores Nacional, S. A. *Bolsa de Valores Nacional*, S. A. República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. <http://www.bvnsa.com.gt/bvnsa/index.php> Fecha de consulta: el 29 de junio de 2011 a las 15:43:23 horas.

⁶¹ Aldana Dardón, José Emilio. *El MC de Estados Unidos de Norte América como una opción de inversión para individuos y empresas guatemaltecas*. República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. 1988. Tesis de la carrera de Administración de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Francisco Marroquín. Pág. 4.

Por su parte, en la enciclopedia *Práctica de la Banca*⁶² se define a la BV como un mercado organizado en el que de forma periódica se reúnen profesionales para realizar compras y ventas de títulos-valores.

3. Funciones

La emisión en la BV de acciones y de obligaciones permite a las empresas financiarse. Paralelamente al sistema bancario, la BV constituye uno de los circuitos de financiamiento de la economía. En efecto, antes de la existencia de la BV, una empresa debía pedir prestado en los bancos para sus inversiones; ella pedía prestado un millón de quetzales, a un plazo de diez años y debía reembolsar esta suma con intereses. La empresa acarreaba por lo tanto este préstamo (sus deudas) en el largo plazo y pasaba a depender del banco. Además, ella debía dar una prueba de confianza para recibir el préstamo (el banco debía asegurarse de ser reembolsado por su crédito). Paralelamente, un Estado debía pedir prestado en los bancos para pagar sus inversiones (las inversiones públicas), después las deudas que estas inversiones suponen (la deuda pública) y los intereses de esta deuda. Por tanto existía una dependencia de los Estados respecto a los bancos (por las mismas razones que las empresas). Así, mientras que las empresas buscan capitales para desarrollar proyectos de inversión y que el Estado debe financiar el déficit presupuestario mediante el recurso del préstamo, otros agentes como los hogares o los organismos que gestionan un ahorro colectivo (bancos, aseguradoras, fondos comunes, fondos de pensión) están a la búsqueda de inversiones remuneradoras. La BV permite a estos dos tipos de interventores encontrarse: aquellos que tienen necesidades de financiación (es decir, aquellos cuya inversión es superior al ahorro, tienen un saldo negativo, como algunas empresas o los Estados) encuentran capitales directamente a partir de aquellos que tienen capacidad de financiación (es decir, aquellos cuya inversión es inferior al ahorro, tienen un saldo positivo, como los FCI).⁶³

La presencia de la BV permite así el paso de una economía de endeudamiento (la financiación es indirecta, ya que los agentes no se encuentran directamente en el mercado

⁶² La bolsa. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 43.

⁶³ Zacharie, Arnaud y Jean Pierre Avermaete. *Op. cit.*, Págs. 5-6

sino que pasan por un intermediario, el banco, que colecta los fondos de los prestamistas y les otorga sobre esta base créditos) a una economía de MF (las empresas aseguran su financiación por llamada directa al mercado, emisión de acciones o de obligaciones, y el endeudamiento a partir de los bancos sólo juega un papel marginal). La introducción en BV de una empresa es la ocasión de mejorar su notoriedad, de realizar plusvalías latentes (ensanchando el círculo de accionistas y así apelar al mercado para financiar el desarrollo de la empresa) y de mejorar así su estructura financiera (prueba de independencia a largo plazo, ya que la sociedad cotizada en BV tiene la posibilidad de efectuar aumentos importantes de capital, proponiendo siempre de forma preferencial a sus accionistas la suscripción a estos aumentos, con cargo a estos últimos de vender su derecho de suscripción si no desean seguir el aumento de capital). La consecuencia de esta economía de MF es que la obtención de fondos permite reducir la vulnerabilidad de la empresa frente a los bancos, por la disminución de la carga en intereses. Otra consecuencia es el hecho de que las empresas cotizadas tienen la obligación de publicar periódicamente sus resultados y son por tanto sometidas al examen crítico de los analistas financieros.⁶⁴

Por su parte, Emilio Radresa⁶⁵, indica que las BV cumplen una función económica de relevancia, organizando y acercando la oferta y la demanda de bienes y capitales.

Los objetivos principales de la BV son⁶⁶:

- **Facilitar el intercambio de fondos entre las entidades que precisan financiación y los inversores:** para ello, las entidades emisoras de títulos-valores han de ser admitidas en la BV.
- **Proporcionar liquidez a los inversores en bolsa:** de esta forma, el inversor puede recuperar su inversión cuando lo precise si acude a la BV para vender los títulos que había adquirido previamente.
- **Dar información a los inversionistas de las empresas que cotizan en bolsa:** por este motivo, las empresas admitidas en BV han de informar periódicamente de su

⁶⁴ *Loc. cit.*

⁶⁵ Radresa, Emilio. *Bolsas y contratos bursátiles*. República de Argentina, Buenos Aires: Ediciones Depalma. 1995. Pág. 1.

⁶⁶ La bolsa. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 44.

evolución económica y cumplir una serie de requisitos.

- **Publicar los precios y cantidades negociadas:** para informar a los inversores y entidades interesadas.

Además, la BV desempeña un importante papel como barómetro de la economía. En efecto, el MB, con sus oscilaciones, suele utilizarse como indicador de la evolución que está siguiendo la economía.

Para las empresas, la cotización en BV supone importantes ventajas, entre las que cabe destacar las siguientes:⁶⁷

- **Obtención de financiación a un menor costo:** ya que normalmente la financiación a través de la BV es más barata que la que se consigue por otras vías.
- **Los títulos emitidos por la empresa son más líquidos:** ya que los inversores los puede revender en la BV cuando lo deseen.
- **Conocimiento del valor de mercado de las acciones:** siempre se puede conocer con exactitud el valor de mercado de las acciones que ha emitido la empresa. Esta circunstancia no es posible en las empresas que no cotizan en bolsa.
- **Mayor posibilidad de financiación:** la cantidad de financiación es mucho mayor a la que se podría conseguir si la empresa no cotiza en bolsa.
- **Ventajas fiscales:** los títulos que cotizan en BV suelen gozar de ventajas fiscales.

Sin embargo, la cotización en BV tiene algunas desventajas para ciertas empresas:

- La emisión de acciones que coticen en BV puede suponer una pérdida de poder en la empresa para los accionistas fundadores.

⁶⁷ *Loc. cit.*

- Las acciones que cotizan en BV pueden pasar a ser propiedad de personas desconocidas por los accionistas fundadores.
- Las empresas que cotizan están obligadas a facilitar información periódica a sus accionistas y a la bolsa.
- Las empresas que cotizan en BV han de someterse a auditoría externa.
- La mayor transparencia de las empresas que cotizan en BV hace que estén más controladas fiscalmente.

4. Características

En la enciclopedia *Práctica de la Banca*⁶⁸ se establece como las características fundamentales de la BV, las siguientes:

- Es un mercado público.
- Solamente se contratan los títulos de aquellas entidades que han sido admitidas a cotización.
- Las transacciones están aseguradas jurídicamente.
- En la BV intervienen varios tipos de personas físicas y jurídicas: instituciones públicas y las empresas privadas, para obtener parte de la financiación que precisan; empresas o particulares interesados en colocar sus sobrantes de liquidez con la finalidad de obtener una rentabilidad; y, los inversores que colocan sus fondos intentando conseguir la máxima rentabilidad con el mínimo riesgo.
- Desempeñan un importante papel los mediadores que contactan con los vendedores y compradores de títulos. Esta función es desarrollada básicamente por los agentes de cambio y bolsa, que no pueden actuar en nombre propio sino que siempre deben

⁶⁸ La bolsa. Enciclopedia *Práctica de la Banca*, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 43.

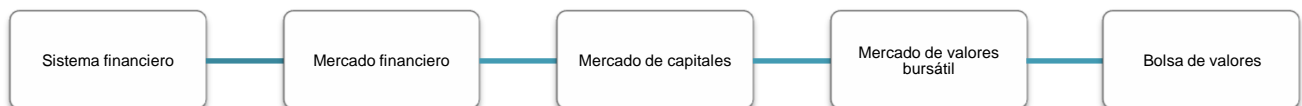
hacerlo en nombre de terceros.

5. Bolsa no organizada

Por otro lado, según José Emilio Aldana Dardón⁶⁹, en el OTC, las bolsas no organizadas no son una institución específica o tangible como lo son en el MB, más bien son una forma de negociar valores en forma diferente de la que se efectúa en una BV organizada. Es en este tipo de BV donde se encuentra el sistema de transacción OTC (“*over the counter*”), el cual es el resultado de una relación intangible entre compradores y vendedores de valores. Los negociantes activos en este mercado están conectados mediante una red de telecomunicaciones. El mercado OTC en Estados Unidos de América funciona por el Sistema de Cotización Automatizada de la Asociación de Negociadores de Valores, el cual ha establecido una gran continuidad en el mercado OTC ya que permite que los compradores y vendedores se localicen entre sí para realizar una transacción.

En virtud de lo anterior se puede concluir, que los FCI se desarrollan en el MC, específicamente en el MV bursátil y a través de su institución clásica, la BV, lugar en donde físicamente se negocian los AF, como a continuación se esquematiza:

Gráfico 6



Al haber analizado y explicado los conceptos económicos y financieros relacionados con los FCI, se puede concluir que:

- El **SF** es el conjunto de intermediarios, mercados, instrumentos y normas que relacionan las decisiones de ahorro y gasto de los diferentes agentes económicos, traspasando recursos desde las unidades excedentarias a las deficitarias.

⁶⁹ Aldana Dardón, José Emilio. *Op. cit.*, Pág. 4.

- El **MF** (el cual forma parte del SF) es el conjunto de instituciones que canalizan el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia las de déficit.
- Los FCI se desarrollan en el **MC** (el cual forma parte del MF) específicamente en el MV bursátil y a través de su institución clásica, la **BV**, lugar en donde físicamente se negocian los AF.

Capítulo III

Activos financieros

Los FCI operan como AF del MC, canalizando de ésta cuenta el ahorro a la inversión productiva de la economía. Esta es la forma específica como se desarrollan en el SF. Por tal motivo, es importante explicar que son los AF, cuáles son sus funciones, características y clasificación, para comprender de mejor manera la naturaleza económica, financiera y jurídica de los FCI.

1. Concepto

La enciclopedia *Práctica de la Banca*⁷⁰ expone que el exceso o defecto de recursos de capital respecto a su inversión real (de bienes y servicios) de una unidad financiera es lo que se entiende por desequilibrio financiero de dicha unidad. Este desequilibrio puede suponer un ahorro o desahorro, según que la unidad sea deficitaria o excedentaria en recursos de capital. El ahorro financiero en un período de tiempo determinado corresponde con el saldo neto de las operaciones financieras de activo y pasivo de este período. Las unidades deficitarias acudirán a los MF en busca de los recursos necesarios para poder realizar el gasto o inversión que pretenden hacer y las unidades excedentarias acudirán igualmente a estos mercados para colocar en ellos sus excedentes. Las operaciones financieras que suponen tratarse de recursos financieros entre diferentes unidades económicas se materializan a través de los llamados AF. Estos AF pueden servir de medios de pago o como medios de crédito. El único AF mayormente reconocido como medio de pago lo constituyen las monedas acuñadas y los depósitos a la vista de las entidades bancarias, que conforman lo que se denomina dinero. Respecto a los AF que son utilizados como medio de crédito, estos pueden ser emitidos por todos los agentes económicos.

Por su parte Frank J. Fabozzi y otros⁷¹, en términos generales definen un activo como cualquier posesión que tiene valor en un intercambio. Los activos pueden ser clasificados

⁷⁰ El sistema financiero. Enciclopedia *Práctica de la Banca*, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 24.

⁷¹ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 2.

como tangibles o intangibles. Un activo tangible es aquel cuyo valor depende de propiedades físicas particulares, ejemplos de estos serían edificios, terrenos o maquinaria. Los activos intangibles, por el contrario, representan obligaciones legales sobre algún beneficio futuro. Su valor no tiene relación con la forma, física ni de cualquier otro tipo, en que estas obligaciones estén registradas. Los AF son activos intangibles. Para los AF, el valor o beneficio típico es una obligación de dinero a futuro. La entidad conveniente para realizar los pagos futuros de dinero se llama el emisor del AF. El poseedor del AF es referido como el inversionista. En tal sentido, un AF le da derecho al poseedor tener flujos de efectivos futuros, que serán pagados por el emisor, así como al valor de liquidación del activo. La obligación puede ser una obligación de acción o de deuda.

Agrega, Frank J. Fabozzi y otros⁷², que las obligaciones que tiene el poseedor de un AF pueden ser una cantidad fija de dinero o una cantidad variable o residual. En el primer caso se hace referencia al AF como un instrumento de deuda. Un bono de Estados Unidos de América o un bono de una compañía mercantil, son ejemplos de instrumentos de deuda que requieren pagos fijos en dinero. En cambio, una obligación en acción (llamada también obligación residual) compromete al emisor del AF a pagar al poseedor una cantidad con base en las ganancias, si las hubiere, después de que se haya pagado a los poseedores de instrumentos de deuda. Ejemplos de una obligación en acción son las acciones comunes, y la participación en la sociedad en un negocio. Algunos caen en ambas categorías. Las acciones preferentes, por ejemplo, son una obligación en acción que da derecho al inversionista a recibir una cantidad fija. Sin embargo, este pago es contingente y se hace efectivo solamente después de haber pagado a los poseedores de instrumentos de deuda. Otro instrumento de combinación es un bono convertible, que permite al inversionista convertir una deuda en acciones bajo determinadas circunstancias. Tanto la deuda como las acciones preferentes, que pagan una cantidad de dinero fija, son llamadas instrumentos de renta fija.

2. Precio

El precio de cualquier AF según Frank J. Fabozzi y otros⁷³, es igual al valor presente de

⁷² *Loc. cit.*

⁷³ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Págs. 3-4.

su flujo de efectivo esperado, es decir el flujo de pagos de efectivo a lo largo del tiempo. El retorno esperado de un AF está directamente relacionado con la noción del precio, dado el flujo de efectivo esperado de un AF y su precio, podemos determinar su tasa de retorno esperada. Por ejemplo, si el precio de un AF es Q.100.00 y su único flujo de efectivo es Q.105.00 dentro de un año a partir de este momento, su retorno esperado sería de 5%. El tipo de AF, ya sea instrumento de deuda o acción, y las características del emisor, determinan el grado de certeza del flujo de efectivo esperado. Suponiendo que el gobierno de los Estados Unidos de América nunca falla en los instrumentos de deuda que emite, el flujo de efectivo de valores del Tesoro de Estados Unidos de América es conocido con certeza. Lo que es incierto es el poder de compra del flujo de efectivo recibido. El poseedor de acciones comunes de una compañía no tiene certeza ni de la cantidad ni del momento en que se paguen dividendos. Los pagos de dividendos estarán relacionados con las ganancias de la compañía.

Frank J. Fabozzi y otros⁷⁴ exponen que existen varios tipos de riesgos con relación a los AF, sin embargo, se puede enumerar tres de ellos:

- **Riesgo del poder de compra o de inflación:** riesgo asociado al poder de compra potencial del flujo de efectivo esperado.
- **Riesgo de crédito o por incumplimiento:** riesgo de que el emisor o prestatario no cumpla sus obligaciones.
- **Riesgo de tipo de cambio extranjero:** riesgo que el tipo de cambio varíe en forma adversa, dando como resultado menos dólares, para los AF cuyo flujo de efectivo no está nominado en dólares o en una moneda fuerte.

3. Funciones

Para Frank J. Fabozzi y otros⁷⁵, los AF tienen dos funciones económicas principales:

- La transferencia de fondos de aquellos que tiene un excedente para invertir, hacia

⁷⁴ *Ibid.*, Pág. 4.
⁷⁵ *Ibid.*, Pág. 5.

aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles.

- La transferencia de fondos en forma tal, que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos. Asimismo, las obligaciones generadas por los poseedores finales de la riqueza, son, por lo general, diferentes de las obligaciones emitidas por los demandantes finales de fondos, debido a la actividad de intermediarios financieros que buscan, de alguna manera, transformar las obligaciones finales en AF que el público prefiere.

4. Características

Según la enciclopedia *Práctica de la Banca*⁷⁶, los AF utilizados como medio de crédito poseen cuatro características básicas que los definen como AF, las cuales se describen a continuación:

- **Periodo de maduración:** se refiere a la fecha o fechas en que el crédito deber ser parcial o totalmente devuelto. Un AF puede poseer fecha de amortización del crédito o no poseerla; en el primer caso se puede citar todos los AF de renta fija excepto la deuda del Estado no amortizable, y en el segundo caso las participaciones en los FCI por ejemplo.
- **Liquidez:** el grado de liquidez de un AF depende de dos condiciones. En primer lugar, de la facilidad con que pueda realizarlo a corto plazo, sin que su rápida conversión en dinero suponga una merma del capital. Generalmente para que se de esta condición es necesario que el AF posea un mercado suficientemente amplio y profundo, que permita la existencia de gran cantidad de ofertas de compras y ventas. En segundo lugar, la liquidez depende de la certidumbre de que podrá ser convertido en dinero sin sufrir pérdidas. Esta condición es adicional a la anterior y no la repite, dado que por ejemplo existen AF que cumpliendo la primera condición al poseer mercados amplios y profundos, no cumplen la segunda ya que las cotizaciones de estos son muy fluctuantes. Como AF de gran liquidez se pueden citar los activos primarios de renta fija

⁷⁶ El sistema financiero. Enciclopedia *Práctica de la Banca*, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Págs. 24-26.

negociable en mercados abiertos, siendo mayor su liquidez cuando mayores facilidades hay en su negociación y cuando menor sea su período de vencimiento. Las letras del tesoro, los bonos y obligaciones de empresas financieras y no financieras, dependiendo en todo caso de la solvencia de los emisores. Los AF de menor liquidez son los préstamos y créditos y las participaciones en empresas que no sean anónimas.

- **Riesgo:** es la probabilidad existente que el crédito concedido no sea devuelto en las fechas que especifiquen sus cláusulas de amortización. Por tanto el riesgo de un AF depende de la solvencia del emisor y las garantías legales que incorpore el propio AF, no teniendo nada que ver con las fluctuaciones del precio de estos activos en los MF.
- **Rentabilidad:** se refiere al rendimiento nominal que genera la inversión financiera que realiza el prestamista, lo que en algunas ocasiones, como en los casos de activos de renta variable, no es conocido *a priori*.

5. Clasificación

Los AF son documentos representativos de deudas o del capital de entidades públicas o privadas y se pueden clasificar atendiendo a distintos criterios. Una clasificación podría ser basándose en el tipo de renta que se percibe⁷⁷:

- **Títulos de renta fija:** son los títulos que dan derecho a percibir un interés fijo que se calcula en función de un porcentaje sobre el nominal. Por ejemplo, la deuda del Estado, las obligaciones y los bonos, pagarés y letras.
- **Títulos de renta variable:** su retribución no es fija, ya que depende del volumen de beneficio que obtenga la sociedad de la que se tiene los títulos. Son ejemplos de este título las acciones, que proporcionan dividendos si la empresa emisora obtiene resultados positivos, y las participaciones en los FCI.

⁷⁷ El SF. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 45.

También se pueden clasificar los títulos según el carácter público o privado de la entidad emisora⁷⁸:

- **Títulos públicos:** en estos títulos, la entidad emisora es pública (Estado, Municipalidades, empresas públicas, etc.). La deuda del Estado, las obligaciones de entidades de crédito y de otros organismos estatales y los pagarés de empresas públicas y pagarés del tesoro son títulos públicos.
- **Títulos privados:** son los emitidos por empresas privadas, acciones, participaciones en FCI, pagarés de empresas y de entidades de crédito.

Otra clasificación de los títulos es la que se hace en función de cómo está designado el titular:

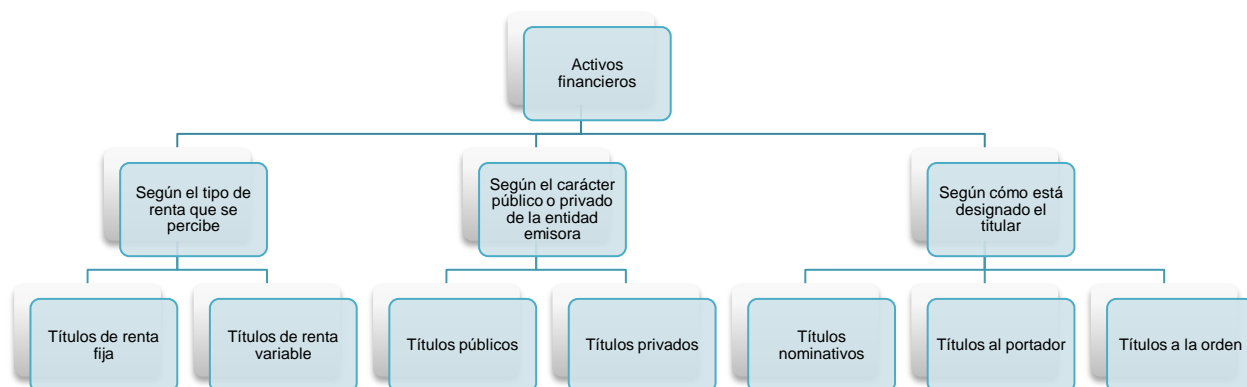
- **Títulos nominativos:** se emiten a favor de una persona determinada. En caso de transmisión del título, se ha de notificar a la entidad emisora.
- **Títulos al portador:** su titular es el tenedor de los mismos.
- **Títulos a la orden:** se emiten a favor de una persona determinada, que puede cederlos a cualquier otra persona sin que sea preciso avisar al deudor. Ejemplo: la letra de cambio.

En la BV se suelen dividir los títulos, a efectos de contratación, en fondos públicos, obligaciones, acciones y AF a corto plazo. Los tres primeros tipos de títulos se contratan en el denominado MC. En cambio, los AF a corto plazo (pagarés y letras, básicamente) se negocian en el MD.

A continuación se esquematiza la clasificación de los AF:

Gráfico 7

⁷⁸ Loc. cit.



En virtud de lo anterior, las cuotapartes que representan la participación en un FCI son AF utilizados como medio de crédito, el cual no posee un plazo o una fecha de amortización, con un riesgo bajo y una rentabilidad moderada, dado la diversificación de los activos del portafolio de inversiones del FCI; asimismo, por su naturaleza los FCI son AF de renta variable, nominativos y privados.

6. Instrumentos derivados

Tal y como se indicó anteriormente, para Arnaud Zacharie y Jean Pierre Avermaete⁷⁹, así como para Frank J. Fabozzi y otros⁸⁰, el MC está compuesto de un **mercado al contado o de efectivo**, en el cual las transacciones se arreglan directamente, es decir, que los títulos financieros son pagados y obtenidos inmediatamente por la persona que los suscribe en ese mercado; y, de **un mercado a término o de instrumentos derivados**, en donde las transacciones se saldan a término, es decir que los títulos financieros son negociados a un precio que es fijado el día de la transacción, por lo tanto al contado, pero son pagados y librados en una fecha posterior.

Dada la naturaleza peculiar de los AF que se negocian en el mercado a término o de instrumentos derivados, es importante analizar los mismos, ya que usualmente la mayoría de autores se enfocan en gran parte en sus trabajos, en el análisis de los AF que operan en el mercado al contado o de efectivo.

⁷⁹ Rebelión. Zacharie, Arnaud y Jean Pierre Avermaete. *Op. cit.*, Pág. 3.

⁸⁰ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 7.

En ese orden de ideas, Frank J. Fabozzi y otros⁸¹, indican que con algunos contratos del MC, el poseedor del documento tiene la obligación o la alternativa de comprar o vender un AF en algún tiempo futuro. El precio de cualquier contrato de estos deriva su valor del precio del AF subyacente. Por consecuencia, son llamados instrumentos derivados. Por tanto, un instrumento derivado es un contrato cuyo valor depende del valor del AF subyacente y su función económica principal es proporcionar formas para controlar el riesgo.

Frank J. Fabozzi y otros⁸², agregan que los dos tipos básicos de instrumentos derivados son **contratos a futuro/a plazo** y **contratos de opción**. Un contrato a futuro o a plazo es un acuerdo por el cual, dos partes acuerdan una transacción con respecto a algún AF, a un precio predeterminado y una fecha futura específica. Una parte acuerda comprar el AF y la otra su venta. Un contrato de opciones da al poseedor del contrato el derecho, pero no la obligación, de comprar (o vender) un AF, o un precio especificado a la otra parte. El comprador del contrato debe pagar al vendedor una cuota, a la cual se le llama precio de la opción. Cuando la opción garantiza a su propietario el derecho de comprar un AF de la otra parte, se le dice opción de compra. Si en vez de ello, dicha opción garantiza al propietario el derecho de vender un AF a la otra parte, se le nombra opción de venta. Asimismo, los instrumentos derivados no se limitan a AF o algún índice financiero, tal como un índice de acciones o una tasa de interés o tipo de cambio extranjero. Hay algunos que involucran productos básicos y metales preciosos. También existen otros tipos de instrumentos derivados que son básicamente paquetes de contratos a plazos o contados de opción, los cuales incluyen swaps, topes y pisos.

Para Frank J. Fabozzi y otros⁸³, los contratos derivados proporcionan a los emisores e inversionistas una forma para controlar algunos riesgos mayores. Los mercados derivados pueden tener al menos tres ventajas sobre los correspondientes mercados en efectivo (spot) para el mismo AF:

⁸¹ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 12.

⁸² *Ibid.*, Págs. 12-13.

⁸³ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Págs. 13-14.

- Dependiendo del instrumento derivado, podría reducirse el costo de una transacción en el mercado derivado, para ajustar así la exposición al riesgo de la cartera de un inversionista a una nueva información económica, que lo que podría costar el ajuste en el mercado en efectivo.
- Las transacciones pueden, realizarse más rápido en el mercado derivado.
- Algunos mercados derivados pueden absorber una mayor transacción en dinero sin un efecto adverso sobre el precio del instrumento derivado, esto es, el mercado derivado puede ser más líquido que el mercado en efectivo.

Al haber explicado en los anteriores y presente capítulos, los conceptos económicos y financieros relacionados con los FCI, en éste momento se puede concluir que:

- Los FCI operan como AF del MC, canalizando de ésta cuenta el ahorro a la inversión productiva de la economía.
- Los FCI por su naturaleza son AF de renta variable, nominativos y privados.

A estas alturas del desarrollo del presente trabajo de tesis, el lector ya conoce específicamente el ámbito económico y financiero en el cual se desarrollan los FCI, sabe qué es el SF, MF, BV y OTC, cuáles son sus funciones y como operan, cuál es el medio por el cual se invierten en dichos mercados, y a través de quienes; de tal cuenta, es el momento oportuno de analizar ciertos conceptos jurídicos enmarcados en el campo financiero, que constituyen los medios o vehículos para que una persona pueda invertir en un FCI, y con ello podrá comprender a plenitud el ámbito económico, financiero y jurídico, en el cual se implementan los mismos.

Capítulo IV

Inversión colectiva

La actividad de la inversión y financiamiento es una de las más importantes dentro del sector de la economía, la cual en gran medida ha promovido el desarrollo y bienestar de muchos países, fomentando y transfiriendo el ahorro hacia los sectores y empresas con una mayor rentabilidad y productividad. En tal sentido, la institución de la inversión ha sido debidamente regulada por el derecho, con el objeto de otorgarle certeza jurídica a las partes, en cuanto al respeto de los derechos y cumplimiento de las obligaciones que emanan de la actividad financiera y principalmente en la labor fiscalizadora.

Motivo por el cual es de suma importancia entender plenamente la estructura y naturaleza económica, financiera y legal de la inversión y del financiamiento que constituyen los FCI, ya que en los mismos la transferencia de recursos financieros no se hace de forma directa entre oferentes y demandantes, sino que se realiza a través de una entidad interpuesta que, a su vez, los cede o coloca transformados en el MC.

En ese orden de ideas, a continuación se analizará y explicará el financiamiento bancario y el del MC, así como la inversión directa e indirecta, y especialmente la inversión colectiva (en adelante también denominada simplemente como "IC"), con lo cual se pretende que el lector comprenda plenamente la estructura de inversión y financiamiento de los FCI.

1. El financiamiento bancario

Para Carlos Gilberto Villegas⁸⁴, en una economía monetaria los agentes económicos, según las distintas propensiones al ahorro y al consumo, pueden ser deficitarios o superavitarios. Las unidades de gasto con superávit tienden a obtener alguna utilidad de sus excedentes, transfiriendo poder de compra a las unidades de gastos con déficit. Dichas transferencias se realizan mediante AF que poseen distintas modalidades en cuanto a sus

⁸⁴ Villegas, Carlos Gilberto. *Op. cit.*, Pág. 42.

vencimientos, liquidez, rentabilidad, riesgo y persona emisora, tal y como fue analizado en los capítulos que anteceden. Las instituciones financieras facilitan el intercambio de AF y a su vez crean otros nuevos reduciendo los costos que implicaría un intercambio directo, lo cual fue explicado ampliamente también en dichos capítulos. El acercamiento de unidades con déficit y unidades con superávit, el intercambio de instrumentos y la intermediación de las instituciones financieras se lleva a cabo en los **mercados financieros**, cuya función, al igual que cualquier mercado es establecer los precios (tasa de interés) y las cantidades (agregados monetarios).

Dentro de las instituciones financieras los bancos comerciales se distinguen por ser los principales intermediarios, representando gran proporción de los préstamos totales de la economía. Su importancia deriva de que parte de su pasivo (los depósitos a la vista) se utiliza como medio de pago formando el sistema de pagos de una economía y además por su capacidad para crear créditos (dinero bancario) a partir de mantener como reservas solo una parte del total de los depósitos (encaje fraccionario).⁸⁵

La particularidad del negocio bancario es su alto nivel de endeudamiento, ya que sus recursos propios están en su mayor parte inmovilizados por lo que la empresa bancaria esta en equilibrio cuando sus reservas son las mínimas para asegurar la liquidez suficiente para atender la variabilidad de sus depósitos. Su rentabilidad depende del rendimiento de su activo e inversiones y préstamos; y, su seguridad y solvencia del nivel de endeudamiento alcanzando y de los riesgos crediticios asumidos. A esta particular situación de la empresa bancaria es a la que se alude cuando se hace mención a la (inestabilidad inherente) del SF bancario de un país.⁸⁶

Carlos Gilberto Villegas⁸⁷ expone que, el financiamiento bancario de corto plazo es la primera fuente del financiamiento externo de las empresas. Los bancos son especialistas en monitorear los riesgos de incumplimiento de sus clientes y antes de conceder una línea de crédito, estudian y verifican la información financiera y empresarial del potencial prestatario, de forma tal de asegurarse que un cliente va a cumplir con sus obligaciones

⁸⁵ *Loc. cit.*

⁸⁶ *Loc. cit.*

⁸⁷ *Ibid.*, Pág. 43.

financieras. Pero también los bancos financian a los particulares y a las familias, tanto respecto de créditos personales y para el consumo, como para la vivienda. Como parte del financiamiento a corto plazo a las empresas los bancos financian las operaciones de comercio exterior mediante la emisión de cartas de crédito a pedido de las empresas importadoras y facilitan la cobranza de los créditos por exportaciones mediante el servicio de “*factoring*” internacional. Desde los años setenta, en la última parte del siglo XX, los bancos, actuando consorciadamente, han financiado también grandes emprendimientos a largo plazo. De allí la aparición de los préstamos o créditos sindicados⁸⁸.

2. El financiamiento en el mercado de capitales

Por su parte, el financiamiento a mediano y largo plazo lo obtienen las empresas de inversionistas que operan en el **MC**, mediante la emisión de **valores negociables** (acciones, obligaciones, valores fiduciarios y contratos de inversión). Esta es la importancia fundamental del MC, que es una pieza esencial del sistema capitalista.⁸⁹

Indica Carlos Gilberto Villegas⁹⁰ que este mercado cuenta entre sus participantes a los bancos de inversión, que actúan asesorando a las emisoras en la emisión de valores negociables y a los inversionistas que operan en el mercado. Además actúan los agentes de BV y las casas de BV que son los intermediarios tradicionales de este mercado y los agentes extrabursátiles o agentes del mercado abierto, que operan fuera del recinto,

⁸⁸ Se denomina crédito sindicado a la operación de crédito que varios bancos, actuando organizadamente bajo la conducción de un banco agente conceden a una gran empresa o aun Estado o ente estatal, por importes relevantes, a mediano y largo plazo, a una tasa de interés variable, que se formaliza en un instrumento común para todas las partes intervinientes. Estas operaciones de financiamiento se denominaban originariamente “préstamos sindicados” porque se utilizaba el contrato de mutuo como medio jurídico y posteriormente se adoptó la figura jurídica de la “apertura de crédito” como más conveniente para el mejor desarrollo operativo de este tipo de financiamiento. De allí entonces que desde hace muchos años estas operaciones se denominan “créditos sindicados”. Los elementos de esta modalidad de apertura de crédito son las siguientes: 1) actúa una pluralidad de bancos, organizados bajo la condición de un “banco agente”; 2) se trata de un crédito de relevante importe, es decir sumas que requieren la actuación de varios bancos a efectos de que el riesgo que implica pueda dividirse adecuadamente; 3) se trata de créditos a mediano y largo plazo, pues financian emprendimientos económicos de envergadura, como la construcción de un oleoducto, o de una fábrica, o necesidades de caja de un Estado; 4) son créditos que por esas condiciones se pactan a tasa variable como forma de evitar el riesgo de variación de las tasas de interés; y, 5) se formalizan en un instrumento común para todas las partes intervinientes. Esta modalidad de financiamiento fue utilizada para financiar a países emergentes en las décadas del setenta y ochenta, y también a grandes corporaciones que necesitaban financiación a largo y mediano plazo por sumas de envergadura. La estructura legal de esta modalidad financiera se asemeja a varios préstamos separados acordado por cada uno de los bancos al mismo deudor. Ello implica que cada prestamista asume una obligación de desembolsar los fondos por él comprometidos al deudor y cada banco conserva individualmente sus derechos de crédito. La unicidad del contrato y de la restante documentación legal no debe confundir la verdadera naturaleza y esencia de este acuerdo directo financiero, el cual es que cada banco mantiene contra el deudor un derecho directo e individual por la parte de los intereses y el capital que le corresponden, y no un derecho comunitario o colectivo. Ello sin perjuicio de ciertas cláusulas de coordinación que se estipulan en el contrato y que regulan el proceso de decisión o democracia dentro consorcio de bancos para la toma de decisiones relativas al crédito. La razón de la creación de esta estructura financiera fue principalmente la de disminuir los costos de contratación que implica la coordinación de todo el financiamiento por parte de los bancos intervinientes. En efecto, si se compara esta estructura con la alternativa de negociar y celebrar un contrato individual con cada uno de los bancos financiadores, parece evidente la conveniencia de la figura. (*Ibid.*, Págs. 869-870).

⁸⁹ *Ibid.*, Pág. 44.

⁹⁰ *Loc. cit.*

interconectados electrónicamente con los mercados y con la autoridad de superintendencia del mercado, que en el caso de la República de Guatemala, es el Registro del Mercado de Valores y Mercancías⁹¹ (en adelante también denominado simplemente como el “Registro”). En este mercado operan los mismos inversionistas que en el MD (mercado de corto plazo), es decir los denominados inversores institucionales y los inversionistas particulares.

Por su parte, Frank J. Fabozzi y otros⁹², indican que la contribución más importante de los intermediarios financieros es un flujo de fondos, continuo y relativamente barato, de los ahorradores a los usuarios finales o inversionistas. Toda economía moderna tiene intermediarios que ejecutan sus principales funciones financieras para individuos, casas, corporaciones, para negocios nuevos y pequeños, y para gobiernos.

En conclusión, en el SF y específicamente en el MF, las unidades de gasto con déficit pueden adquirir financiamiento, a través del MD por medio de las instituciones financieras, el cual usualmente es un financiamiento a corto plazo; también pueden obtener financiamiento en el MC, mediante la emisión de AF, el cual usualmente es a mediano o largo plazo.

Dichas clases de financiamiento, el bancario y el de MC, son los dos medios para que una unidad de gasto con déficit (generalmente una empresa) dentro de una economía de mercado, pueda adquirir recursos para llevar a cabo sus operaciones y proyectos más rentables y hacerlo a un costo de intermediación adecuado. En síntesis ese es el mecanismo, por virtud del cual, el ahorro se canaliza a las actividades más rentables y eficientes en un MF. Este es, sin duda, el desafío último de todo SF y el alma del sistema capitalista.

Por ese motivo tan importante, a continuación se analizará el vínculo que nace y emana de la transmisión del financiamiento por medio de AF, tanto en el MD como en el MC, es decir la contratación financiera.

⁹¹ De conformidad con el artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, el objeto del Registro del Mercado de Valores y Mercancías es el control de la juridicidad y registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados a que se refiere dicha ley.

⁹² Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 19.

3. Contratación financiera

Para Luis Javier Cortés⁹³, la generalización del dinero (legal, bancario o electrónico), el consecuente paso a una economía dineraria desarrollada permite el desenvolvimiento y aumento de los intercambios de bienes y servicios que pueden ya superar las limitaciones del trueque o permuta, y al mismo tiempo abre el camino a la economía financiera, a la existencia de intercambios puramente financieros, es decir, operaciones o negocios en los que el dinero o su disponibilidad no es ya la contraprestación, sino el objeto mismo de la contratación, el objeto de la prestación que tipifica y singulariza los diversos negocios o contratos que, por ello, a diferencia de los que se conciertan en los mercados de bienes y servicios, podemos denominar financieros.

Agrega, Luis Javier Cortés⁹⁴ que los **contratos financieros** se caracterizan por ceder y transmitir financiación, esto es, dinero o el derecho a obtenerlo, a cambio de conferir a quien lo proporciona ciertos derechos patrimoniales (especialmente derechos de crédito pecuniario, pero también otros, como los derechos de participación o típicamente persigue, en última instancia todo financiador, que son la recuperación y la remuneración de la financiación realizada. A esos **derechos patrimoniales** se les denomina en la práctica AF y a las correspondientes obligaciones, pasivos financieros.

En consecuencia, se podría decir que el **contrato financiero** es aquel que documenta y regula dicha negociación, es decir, los términos y condiciones bajo los cuales se rige la relación que surgen entre las partes.

En tal virtud, el vínculo jurídico que nace como consecuencia de la transmisión de financiación entre dos sujetos, se le denomina contrato financiero.

Gráfico 8



⁹³ Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 18.

⁹⁴ *Loc. cit.*

Para Luis Javier Cortés⁹⁵, la contratación financiera articula, la cooperación entre sujetos que precisan de financiación y sujetos que pueden concederla. Así entendida, debe distinguirse la **contratación financiera** propiamente dicha (**principal o primaria**) de otras contrataciones complementarias *lato sensu* o impropiedades financieras que la tienen como antecedente preciso y a la que completan y sirven, siendo diferentes, como son la **contratación secundaria** de AF, la **contratación de servicios financieros** y la **contratación de derivados**, esto es, de determinados derechos basados en AF.

En efecto, mediante la contratación secundaria de AF se efectúa la transmisión de un activo o derecho financiero ya constituido por su titular a un tercero, a cambio de cierto precio o valor de liquidación del mismo. La contratación secundaria es de gran importancia, para la existencia y desenvolvimiento de la primaria, pues proporciona al financiador la desinversión, la liquidación de su posición, sin necesidad de deshacer, la operación financiera previamente concertada.⁹⁶

Por otra parte, Luis Javier Cortés⁹⁷ considera que la contratación financiera, como la de activos reales, precisa para su mejor desarrollo de una contratación auxiliar por la que se prestan determinados servicios que la facilitan. Estos servicios que, por ello, se denominan servicios financieros, son, fundamentalmente, de dos tipos: servicios bancarios y servicios de inversión. La contratación de activos derivados de AF (contratación derivada o de derivación) dota, a los titulares de activos de esta naturaleza de mecanismos de transferencia del riesgo, es decir, del riesgo de variación del precio de los mismos a un tercero dispuesto a asumirlo.

En ese orden de ideas y para efectos de poder invertir en un FCI, es necesario que exista un vínculo jurídico entre el inversor o ahorrista (unidad de gasto con superávit) y la

⁹⁵ *Loc. cit.*

⁹⁶ *Ibid. cit.*, Pág. 19.

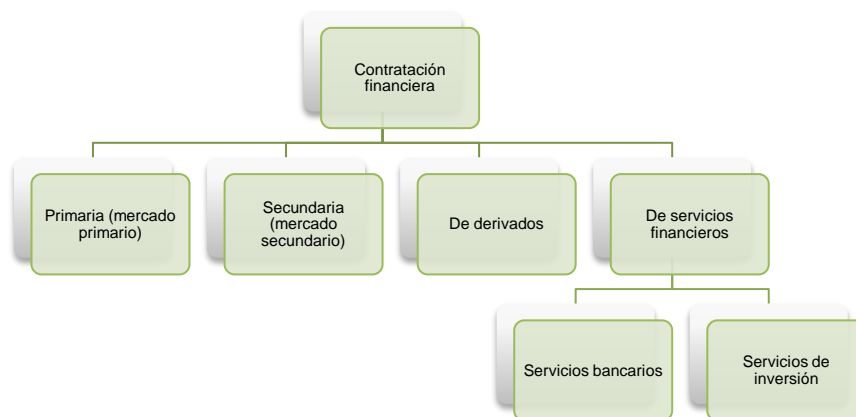
⁹⁷ *Loc. cit.*

persona que necesita dicho financiamiento (unidad de gasto con déficit), que permita regular los derechos y obligaciones que nacen de dicha transmisión. Por un lado, encontramos los AF, que básicamente son los derechos patrimoniales que nacen de la inversión (a favor del inversor o ahorrista) y por el otro lado las obligaciones financieras, que la constituyen los pasivos financieros (prestatario).

Ahora se puede concluir que los FCI se desarrollan en el MC y a través de la BV, lugar en donde físicamente se negocian los AF, y el instrumento jurídico que documenta y regula los derechos y obligaciones que nacen de la transmisión de la financiación objeto del FCI, es un contrato financiero y su tipo de contratación financiera puede ser primaria y secundaria y de servicios financieros.

A continuación el esquema de la contratación financiera:

Gráfico 9



4. Intermediarios financieros

La transferencia de recursos financieros por medio de un FCI se hace de forma indirecta entre oferentes y demandantes, siendo esencial la intermediación de entidades especializadas que, reciben recursos del público (ahorristas e inversores) que, posteriormente, invierten en forma especializada y diversificada en el MF. En tal sentido, es importante analizar la institución de los intermediarios financieros, que es esencial en la

estructura financiera y legal de los FCI.

Según la Enciclopedia Práctica de la Banca⁹⁸, al buscar un rasgo distintivo de la actividad de los intermediarios financieros respecto a la actividad financiera de los otros agentes económicos, no basta con decir que aquellos son agentes económicos que prestan y piden recursos financieros, dado que todas las unidades económicas actúan de igual modo. La diferencia estriba que esta actividad de ofrecer y demandar recursos financieros es la razón de la existencia de los intermediarios financieros y no producto de un exceso o defecto temporal de recursos. Los intermediarios financieros compran activos como inversiones y no los revenden, sino que crean nuevos que colocan entre los otros agentes de la economía para recabar fondos que les sirvan para realizar nuevas inversiones en activos.

Dado que la existencia de la mayoría de estos intermediarios está basada en la obtención de unos beneficios como cualquier otra empresa, es patente que estas instituciones deberán pagar por los fondos que reciban unos tipos de intereses menores al de los fondos que explotan, que constituirá la base de sus futuros beneficios. A pesar de esta diferencia de trato entre los prestamistas y prestatarios de estas instituciones, tanto unos como otros acuden a ellas para colocar o demandar los recursos financieros que no precisan o les son necesarios, según el caso, obteniendo por tanto una merma teórica en la retribución que recibirán o exceso sobre lo que deberían pagar si es que en ellos tuvieran participación alguna los intermediarios financieros. La respuesta a esta aparente contradicción es que los ahorradores últimos valoran más los pasivos de estas instituciones que los de los prestatarios últimos, y esto es así porque en general los pasivos de los intermediarios financieros ofrecen una mayor seguridad y en muchos casos una mayor liquidez. La mayor seguridad viene dada por el hecho de que los derechos sobre los intermediarios financieros constituyen derechos sobre una cartera diversificada de AF, está basada en ofrecer pasivos que conceden a su titular una participación en el rendimiento de la cartera que corresponde a la actividad inversora de estas entidades.⁹⁹

Se podría objetar a dicho razonamiento que los prestamistas últimos podrían igualmente

⁹⁸ El sistema financiero. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo I. *Op. cit.*, Pág. 31.

⁹⁹ *Loc. cit.*

diversificar sus préstamos a los prestatarios últimos y de esta forma obtener una mayor seguridad en sus inversiones financieras y una mayor rentabilidad al igualar los tipos de interés que ofrecen los intermediarios a los agentes que piden prestados recursos. Seguidamente se expone tres razones por las cuales esta objeción en muchos casos es más teórica que real, debido a la existencia de unas economías de escala en la gestión de las carteras de activos¹⁰⁰:

- **Indivisibilidad:** no todos los AF están disponibles en todos los nominales, con frecuencia existen nominales mínimos que están muy por encima de las posibilidades de inversión de muchos individuos, por tanto un intermediario financiero puede diversificar más al poseer una cartera de activos mayor. Como ejemplo de estos se puede citar el caso de los fondos de inversión en activos de mercado monetario, instituciones dedicadas a la inversión en esta clase de activos cuyo nominal normalmente alcanza millones, y que permiten a los ahorradores participar en estos a partir de una mínima inversión.
- **Economías de gestión:** la gestión de una cartera de valores, especialmente si está diversificada, implica constantemente la necesidad de decidir acerca de la inclusión de nuevos activos o la exclusión de algunos de los que poseen, de acuerdo con la evolución de sus precios y el desarrollo previsto de estos. Esta necesidad precisa de un volumen considerable de recursos humanos y técnicos en busca de esta información. Este volumen de recursos en primer lugar, no está al alcance de gran cantidad de pequeños inversores, y en segundo lugar, el costo en utilizar un servicio de asesoramiento es tanto menor cuanto mayor sea el volumen de recursos de la cartera implicada. Un caso bien patente lo ofrecen las instituciones de IC, dedicadas a la gestión de carteras de un gran volumen de activos, cuya propiedad corresponde a un gran número de pequeños partícipes.
- **Economías de transacción:** la adecuada gestión de una cartera obliga constantemente a efectuar operaciones de compra y venta de determinados activos. Estas operaciones no son gratuitas sino que conllevan determinados costos de transacción, constituidos

¹⁰⁰ *Ibid.*, Págs. 31-32.

por derechos y comisiones de mediadores y comisionistas, impuestos, etc. Estos costos no suelen guardar relación directa con el volumen contratado o si lo hacen es de una forma decreciente, por lo que cuanto mayor sea el volumen contratado menor será el costo.

Una vez expuesta las ventajas comparativas que ofrece los intermediarios financieros respecto a la diversificación de la cartera de inversión y por tanto la seguridad de los activos, en la Enciclopedia Práctica de la Banca¹⁰¹ se analiza otro tipo de ventajas que ofrecen las entidades. Estas pueden resumirse de la manera siguiente:

- Las instituciones financieras adecúan las necesidades tanto de los prestamistas como de los prestatarios; se basan en la transformación de plazos, o lo que es lo mismo, en la captación de recursos a corto plazo, frecuentemente recuperables a la orden de quien los ofrece, a fin de determinarlos a préstamos a agentes que los precisan por un tiempo superior, en muchos casos durante un largo periodo, para efectuar sus inversiones. De esta forma tanto prestamistas como prestatarios no han de ponerse de acuerdo acerca de los plazos de vencimiento de los recursos que intercambian. Para los prestamistas supone la posibilidad de poseer unos AF con mayor liquidez de la que disponen normalmente los activos emitidos por los prestatarios últimos, como es el caso bien patente de los depósitos de ahorro y a la vista. Para los prestatarios supone la posibilidad de adecuar mejor el período de madurez de los recursos que reciben prestados a sus necesidades reales de inversión. Para los intermediarios financieros, esta transformación supone la asunción de un riesgo, que no puede reducirse a través de la diversificación y que consiste en un incremento de los tipos de interés a corto plazo, con lo cual tiene que pagar más por sus pasivos a corto plazo que lo que recibe por sus activos a largo plazo. En parte este riesgo queda cubierto en el diferencial de los tipos de interés que ofrece a corto plazo y a largo plazo, aunque en ocasiones, cuando las fluctuaciones son muy elevadas, tiende a disminuir su actividad transformadora o a prestar a tipos de interés variable.

- Los intermediarios financieros poseen parte de sus pasivos en forma de dinero (dinero

¹⁰¹ *Ibid.*, Págs. 32-33.

bancario o, lo que es lo mismo, depósitos a la vista) lo que les permite desarrollar la función de la gestión del mecanismo de pagos de la economía, efectuando abonos o cargos en las cuentas de los agentes económicos y mantenimiento con ello la contabilización y control de buena parte de las transacciones realizadas en la economía. La posibilidad de tener como dinero parte de sus pasivos es lo que distingue fundamentalmente unos intermediarios de otros, siendo los primeros denominados intermediarios financieros bancarios. Usualmente y en muchos países están constituidos por las entidades bancarias, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, pudiendo solo ellos admitir depósitos a la vista movilizables mediante cheques y aceptar cargos o abonos en las cuentas de sus clientes a la vista o de ahorro.

- Los AF primarios, son aquellos que los prestatarios últimos de la economía emiten (acciones y obligaciones de entidades no financieras, pagarés de empresa, etc.) y los AF indirectos, son los generados por los intermediarios financieros. Los prestamistas últimos suelen adquirir los AF indirectos, lo que permite que las entidades bancarias adquieran a la vez los AF primarios. Ahora bien, el proceso de desintermediación consiste precisamente en que los intermediarios financieros pongan en contacto a los prestamistas y prestatarios últimos, actuando así como mediadores o comisionistas, con lo cual los AF secundarios son desplazados de la demanda de los inversores en beneficio de los AF emitidos por los prestatarios últimos. Este es el caso del mercado de pagarés de empresas, en el que los intermediarios financieros actúan como comisionistas. Este proceso de desintermediación es por tanto producto del intento por parte de los agentes económicos de apropiarse de parte del margen que de otra forma obtendrían los intermediarios financieros y de la aparición en los mercados financieros de nuevos activos más acordes con las necesidades de los prestamistas últimos.

En el caso concreto de los FCI, la intermediación financiera entre los inversores y los prestamistas últimos, es a través de intermediarios financieros, y específicamente de inversores institucionales, lo cual será tratado y analizado a continuación.

5. Inversión colectiva

El MC se caracteriza porque la transferencia de recursos financieros se hace de forma directa entre oferentes y demandantes, sin que entre uno y otros se interponga tercero alguno. En el mercado de crédito es, por el contrario, esencial la intermediación de entidades especializadas que, reciben recursos del público que, posteriormente, ceden a sus propios clientes.

Luis Javier Cortés¹⁰², indica que no debe, pensarse que MD y MC son compartimentos cerrados, pues como mercados financieros íntegramente de un mismo conjunto o sistema se influyen y condicionan recíprocamente, aparte de que acaso deba materializarse la radicalidad misma del criterio diferenciador de la intermediación.

Con ello, no se alude tanto a la llamada desintermediación de las actividades financieras que, en definitiva, parece ser una tendencia consustancial con la evolución y desenvolvimiento de los sistemas financieros, cuanto a que existen o se producen supuestos que, en cierta forma, se encuentran a mitad de camino entre y uno y otro campo financiero. Nos referimos a lo que podemos denominar **inversión indirecta** o de segundo grado. En estos casos, tal y como ocurre en los mercados intermediados, el inversor no entrega sus ahorros a quien, en última instancia, precisa o está precisado de financiación, sino que lo hace a una entidad interpuesta que, a su vez, los cede o coloca transformados en el mercado. Pero, a diferencia de lo que ocurre en la intermediación clásica, esta entidad interpuesta no opera en el mercado del dinero sino en el **MC**, pues no consigue la financiación necesaria mediante la captación de depósitos sino a través de la emisión y puesta en circulación de **valores negociables**.¹⁰³

Para Luis Javier Cortés¹⁰⁴, el fenómeno presenta manifestaciones diversas, entre las que destacan la llamada **IC** (protagonizada por las sociedades y FCI mobiliarios), los supuestos de **titulación de créditos** (sociedades y fondos de titulación) y el denominado **capital-riesgo** (sociedades y fondos de capital-riesgo).

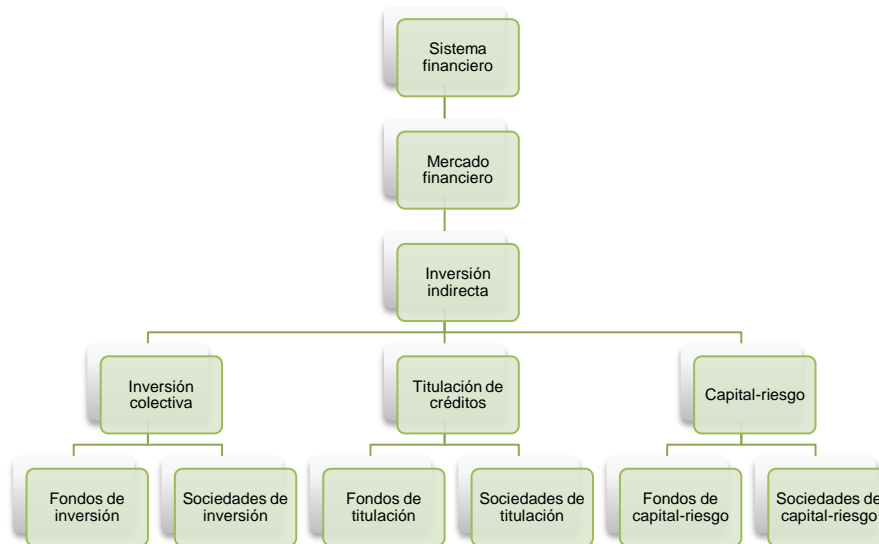
¹⁰² Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 355.

¹⁰³ *Ibid. cit.*, Pág. 356.

¹⁰⁴ *Loc. cit.*

A continuación se esquematiza las diferentes clases de inversión indirecta que se dan en el MF:

Gráfico 10



Agrega, Luis Javier Cortés¹⁰⁵ que junto a los inversores individuales, se dan cita en el MF otros inversores que se denominan **institucionales**. Son personas jurídicas o entidades que, por su propio objeto y finalidad o por otras circunstancias (FCI, sociedades de inversión, compañías de seguros, etc.), invierten de manera habitual y significativa en los mercados de capitales, contando con los oportunos medios para el análisis y seguimiento de sus inversiones.

Una manifestación particularmente destacada de la inversión institucional es la denominada **IC** protagonizada por entidades cuya exclusiva razón de ser es la de agrupar capitales de diferentes sujetos (normalmente, inversores minoristas y, en particular, personas físicas) para invertirlos, total o parcialmente, en los mercados de valores y gestionarlos, de manera conjunta y profesional, sin finalidad de control político o empresarial, disminuyendo los riesgos por medio de la diversificación de la cartera, y estableciendo el rendimiento de inversor en función de los resultados globales conseguidos. Son pues, entidades que emiten valores y captan recursos del público para reinvertirlos

¹⁰⁵ Loc. cit.

colectivamente, apartando su peculiar interposición de economías de escala que permitan una disminución de riesgos y de costos de administración y una mayor capacidad de gestión, seguimiento y control financiero de la inversión.¹⁰⁶

Este es el caso específico de los FCI, los cuales captan recursos de varias inversionistas o participantes, y los invierten en forma profesional y diversificada en el MC. En consecuencia el tipo de inversión de los mismos, es la denominada colectiva, constituyéndose de tal cuenta, en un inversor institucional, situación que se analizará en el siguiente punto.

6. Instituciones de inversión colectiva

Según Luis Javier Cortés¹⁰⁷ son **instituciones de IC** aquellas entidades que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Estas instituciones tienen como misión principal la inversión de ahorros aportados por una colectividad de inversores. El denominador común de todas estas entidades es que permiten al inversor tener sus ahorros gestionados con una diversificación óptima por auténticos especialistas¹⁰⁸.

En atención, al objeto de la inversión, Luis Javier Cortés¹⁰⁹ distingue dos clases de instituciones de IC:

- Las instituciones de **carácter financiero** que gestionan e invierten en activos e AF, en las cuales participan los FCI.
- Las instituciones de **carácter no financiero** que pueden ser inmobiliarias, si el objeto principal es la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su

¹⁰⁶ *Loc. cit.*

¹⁰⁷ *Ibid.*, Pág. 357.

¹⁰⁸ Las instituciones de inversión colectiva. Editorial Planeta, S. A. *Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta*. Tomo IV. Reino de España, Barcelona: Editorial Planeta, S. A. 1989. Pág. 281

¹⁰⁹ Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 358.

arrendamiento o de otra naturaleza.

En ambos los casos, la IC, cualquiera que sea su clase o naturaleza, ha de realizarse imperativamente por medio de las entidades denominadas **fondos comunes de inversión** y **sociedades de inversión**. Junto a ellas, protagonistas de la IC, interesa destacar, la existencia de otros dos tipos de entidades que las sirven y complementan, y que tienen también una gran importancia en la disciplina de la materia. Por un lado, a **las sociedades gestoras** de instituciones de IC y, por otro, a los **depositarios**, entidades que, en síntesis, las gestionan, vigilan y custodian sus activos¹¹⁰.

A continuación se esquematiza a las instituciones de IC, en las cuáles se desarrollan los FCI:



6.1. Fondos comunes de inversión

Los **FCI** que acumulan el grueso de este tipo de inversión, por ser objeto del presente estudio, de los cuales se efectuará un análisis a profundidad en el próximo capítulo del presente documento, son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores entre los que se pueden encontrar otras instituciones de IC.

Según Luis Javier Cortés¹¹¹, los FCI se dividen en participaciones o partes alícuotas que son valores negociables sin valor normal nominal que pueden pertenecer a la misma o a diferentes clases y pueden representarse mediante certificados nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Pueden agrupar en su seno varios sub-FCI que, con una

¹¹⁰ *Loc. cit.*

¹¹¹ *Ibid.*, Pág. 359.

denominación específica, darán lugar a la emisión de participaciones propias y diferenciadas, representativas de la parte del patrimonio del fondo de inversión que les corresponda. Los FCI deben contar con el patrimonio mínimo que reglamentariamente se determine, así como con un mínimo de partícipes. Reglamentariamente, podrá disponerse un umbral distinto, atendiendo a los diferentes tipos de activos en los que los FCI materialicen sus inversiones, a la naturaleza de los partícipes o a la liquidez del FCI. Asimismo, podrán establecerse requisitos adicionales de distribución del patrimonio entre los partícipes. El patrimonio y el número de partícipes en los FCI son fluctuantes, variando en función de las nuevas suscripciones o de los reembolsos que puedan solicitarse en los términos reglamentariamente establecidos. Los FCI no responden de las deudas de sus partícipes ni de las entidades que los gestionan o que custodian sus inversiones. Los activos que los constituyan, solamente pueden afectarse a las deudas inherentes a sus operaciones.

Su misma condición institucional, patrimonio separado sin personalidad jurídica y elementales razones de especialización de funciones, determinan que su gestión y representación no corresponda a los partícipes, sino a una **sociedad gestora** que ejerce, sin ser propietaria, las facultades del dominio, con el concurso desde luego de un **depositario**.¹¹²

Por su parte, la enciclopedia Práctica de la Banca¹¹³, preceptúa que los FCI mobiliaria (al referirse a los fondos no financieros) son instituciones canalizadoras del ahorro hacia el MV. Su patrimonio, formado por una comunidad de bienes, se divide en participaciones iguales que pertenecen a los inversores que han aportado los capitales. Estas instituciones se crearon con el propósito de ofrecer a todas las personas que disponían de una cantidad de dinero para invertir, la oportunidad de hacerlo en un campo que tradicionalmente les había sido vedado, por la complejidad del funcionamiento del MB. De esta manera, se conseguía canalizar nuevos recursos a la financiación de las empresas, sin necesidad de que pasaran antes por las entidades bancarias, y se lograba otorgar una rentabilidad mayor a los pequeños ahorros, evitando que corrieran riesgos innecesarios. Al reunir un conjunto de inversores unos volúmenes de capital suficientes, podían colocarse en muchos valores a

¹¹² *Ibid.*, Pág. 360.

¹¹³ Las instituciones de inversión colectiva. Editorial Planeta, S. A. Tomo IV. *Op. cit.*, Pág. 290.

la vez, seleccionando los mejores, y de esta manera diversificar el riesgo, al poder apostar a la vez en títulos muy rentables pero pocos seguros y en títulos que ofrecían una menor rentabilidad pero que otorgaban grandes garantías. Al mismo tiempo, todos los inversores unidos pueden permitirse pagar el asesoramiento permanente de un equipo de técnicos de bolsa, cuyos servicios son generalmente muy costosos y no están al alcance de un inversor individual.

Por otra parte, al tratarse de una forma de IC que afecta gran cantidad de pequeños inversores, y al ser su actividad muy beneficiosa para la financiación de las empresas vía bolsa, los FCI mobiliaria gozan de la vigilancia y control de la administración en defensa de los intereses que se persiguen¹¹⁴.

Partiendo de lo anterior, se pueden determinar las características de los FCI siguientes:

- **Patrimonio:** el cual está integrado por AF.
- **Propiedad del patrimonio:** dichos AF que conforman al fondo común, pertenecen a varias personas, que tiene la calidad de copropietarios, en proporción a su aporte y, que establece la relación con el capital y las utilidades.
- **Carencia de personalidad jurídica:** dicho patrimonio carece de personalidad jurídica.

Por su cuenta, Frank J. Fabozzi y otros¹¹⁵, y para entender la motivación económica de los FCI, indican que los intermediarios financieros obtienen fondos emitiendo obligaciones financieras contra ellos mismos, e invirtiendo luego esos fondos. Una compañía de inversión es un intermediario financiero, debido a que agrupa los fondos de los participantes en el mercado y los usa para comprar una cartera de valores. Los intermediarios financieros proporcionan al menos una de las siguientes cuatro funciones económicas en el MF: **(a)** intermediación de vencimiento; **(b)** reducción de riesgo por medio de diversificación; **(c)** costos menores en la contratación y el procesamiento de información; y, **(d)** un mecanismo de pago. De dichas funciones económicas los FCI proporcionan las siguientes:

¹¹⁴ *Loc. cit.*

¹¹⁵ Fabozzi, Frank J. y otros. *Op. cit.*, Pág. 156.

- **Intermediación de vencimiento:** un inversionista con un horizonte de inversión a corto plazo que desee invertir en acciones u obligaciones de deuda con un vencimiento mayor que el horizonte de inversión planeado, enfrenta el riesgo de que los valores tengan que ser vendidos en un momento dado, cuando su valor de mercado sea menor que el precio pagado. Esto es cierto hasta con los FCI, debido a que el valor de activo neto por acción fluctuará con las condiciones de mercado. En consecuencia, la intermediación de madurez no es una función económica proporcionada por un fondo.

- **Reducción de riesgo por medio de la función de diversificación:** mediante la inversión en un fondo, un inversionista puede obtener la propiedad de base amplia de una cantidad suficiente de valores, ya sea dentro de un sector del MF, o a través de sectores de mercado para reducir el riesgo de cartera. Aunque un inversionista individual puede ser capaz de adquirir una cartera de valores de base amplia, el grado de diversificación estará limitado por la cantidad disponible a invertir. Sin embargo, mediante la inversión en un FCI, el inversionista puede lograr, efectivamente, los beneficios de diversificación a un costo menor, incluso si la cantidad de dinero disponible para invertir no es muy grande.

- **Costos reducidos de contratación y de procesamiento de información:** en los FCI se da tal función, ya que debido a que el inversionista compra los servicios de un consejero financiero presumible experimentado, a menor costo que si el inversionista negociara directamente con tal consejero. La cuota de consejería es menor, por el tamaño más grande de activos manejados, así como por el costo reducido de la búsqueda de un gerente de inversiones y la obtención de información acerca de los valores. También es reducido el costo de transacciones, y las cuotas de custodia y los costos de contabilidad son menores para un fondo, que para un inversionista individual.

- **Un mecanismo de pago:** los FCI del MD proporcionan por lo general servicios de pago permitiendo que los inversionistas emitan cheques con base en el fondo.

Por otra cuenta, existen importantes diferencias entre las sociedades de inversión mobiliaria (institución que más adelante se analizará) y los FCI mobiliaria. La diferencia

principal es que mientras que los inversores de las primeras tienen acciones integrantes del capital, los inversores de las segundas poseen participaciones. Un inversor que desee invertir en una sociedad de inversión mobiliaria, tendrá que adquirir acciones en una ampliación de capital o a los accionistas actuales. En cambio, para invertir en un FCI mobiliario se han de comprar participaciones a la entidad gestora del mismo.¹¹⁶

Según la enciclopedia *Práctica de la Banca*¹¹⁷, las instituciones de IC adoptan en la práctica dos formas jurídicas diferentes: la basada en el “*trust*” o fiduciaria y la sociedad por acciones o de base estatutaria. El “*trust*” es una fórmula del derecho anglosajón que comporta un compromiso de confianza, mediante el cual una persona o entidad se obliga a administrar un bien o una comunidad de bienes por cuenta de un tercero o terceros. Los FCI mobiliarios son el resultado de la aplicación de esta fórmula en las instituciones de IC. Al aplicar la forma del “*trust*”, aparece necesariamente una organización basada en tres elementos claramente diferenciados, los cuales son los siguientes:

- **Gestor del fondo:** que es una persona jurídica encargada de su administración. Las legislaciones actuales exigen que la entidad encargada de la gestión revista la forma de sociedad anónima, sometiéndola a toda clase de requisitos y salvaguardias para garantizar su solvencia e independencia, a la hora de administrar el conjunto de patrimonios reunidos en uno mismo. Estas sociedades gestoras están formadas por expertos bursátiles y administradores de fortunas.
- **Entidad depositaria:** conjuntamente con la sociedad encargada de la gestión del FCI, aparece un segundo elemento que es la entidad depositaria, la cual custodia los bienes de los inversores entregados a los gestores para su administración. Los legisladores suelen reservar esta función de custodia a las entidades de depósito y, excepcionalmente, a otras instituciones de carácter financiero; además de esta labor de custodia, las entidades depositarias ejercen las funciones de administración jurídica y material de los bienes que componen el fondo, y la fiscalización y vigilancia de la entidad gestora. La función de administración material del fondo de la entidad depositaria no se debe confundir con la administración que realiza la entidad gestora,

¹¹⁶ Las instituciones de inversión colectiva. Editorial Planeta, S. A. Tomo IV. *Op. cit.*, Pág. 290.

¹¹⁷ *Loc. cit.*

porque mientras este decide donde hay que invertir los bienes que componen el fondo, la entidad depositaria procede a efectuar la inversión decidida.

- **Aportes de los inversores:** el tercer elemento que hallamos en la estructura del FCI mobiliaria lo forman los inversores que aportan recursos para la constitución del patrimonio que va a gestionarse y depositarse en la forma antes mencionada. Este fondo de recursos carece de personalidad jurídica propia, y es la manifestación de lo que en derecho se conoce por comunidad de bienes y derechos.

Por último, en la enciclopedia *Práctica de la Banca*¹¹⁸, se indica que el FCI está compuesto por participaciones que representan las diferentes aportaciones de cada inversor. El volumen de las participaciones varía constantemente, al entrar y salir del patrimonio común los inversores, dado que el FCI garantiza a los mismos el reembolso de sus participaciones. Asimismo, el valor de cada participación será el resultado de dividir el valor total de los recursos integrados en el fondo por el número de participaciones; y, varía diariamente, ya que por una parte las entradas y salidas del fondo son completamente libres y bastante rápidas, y por el otro las alteraciones de los precios de los elementos que componen el fondo varían con periodicidad casi diaria.

6.2. Sociedades de inversión

Según Luis Javier Cortés,¹¹⁹ las **sociedades de inversión** son aquellas instituciones de IC que adoptan la forma de sociedad anónima. El capital social habrá de estar íntegramente suscrito y desembolsado desde la constitución, alcanzar el mínimo requerido y repartirse entre un mínimo de accionistas. Como los FCI, pueden agrupar diferentes compartimientos, y tener acciones de distintas clases diferenciadas por las comisiones que les sean aplicables. Las acciones pertenecientes a una misma clase tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos, pudiendo estar representados mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Presentan bien la particularidad de que su gestión, administración y representación debe encomendarse a una sociedad gestora, no obstante contar con su propio órgano de administración.

¹¹⁸ *Ibid.*, Págs. 290-291.

¹¹⁹ Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 361.

Por su parte Martín E. Paolantonio,¹²⁰ indica que las sociedades de inversión pueden ser calificadas como un subtipo o especie de las sociedades financieras, caracterizadas por su objeto social, la exclusividad o el carácter principal y esencial de adquirir AF, y la composición de su activo, integrado básicamente por valores mobiliarios.

La enciclopedia Práctica de la Banca,¹²¹ preceptúa que las sociedades de inversión son sociedades anónimas que invierten sus recursos en valores mobiliarios y además AF. El inversor que participa en estas sociedades es accionista de ellas. Las acciones de estas sociedades, como las de cualquier otra sociedad anónima, pueden cotizarse en bolsa. La cotización de sus títulos depende de la oferta y demanda que de ellos se haya concedido. Son sociedades especialmente útiles para favorecer las inversiones del ahorro privado en títulos-valores, porque gracias a la constitución de una cartera de valores selectos y variados, pueden ofrecer a sus socios las ventajas que dimanen de la no concentración de riesgo, al compensar las alzas y bajas de los diversos títulos de su personal técnico especializado, puede imprimir a la cartera de valores una agilidad de gestión y una vigilancia más diligente y atenta de la que normalmente le puede dedicar el particular. Las sociedad de inversión tiene como fin, la de constituir y administrar una cartera de valores, motivo por el cual se les conoce también como sociedades de cartera.

Martín E. Paolantonio¹²² indica que, las participaciones en otras sociedades, que es el objeto de las sociedades financieras, pueden tener distintas finalidades, que permiten ensayar una clasificación en los siguientes términos:

- **Sociedades de control:** que son aquellas en las cuales la asunción del control de la sociedad en la que se toma participación es el fin esencial o determinante.
- **Sociedades de inversión:** cuya finalidad no es el control de otra sociedad, sino la colocación de su activo en títulos-valores para obtener una renta sobre la base de la división de los riesgos.

¹²⁰ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 21.

¹²¹ Las instituciones de inversión colectiva. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. Tomo IV. *Op. cit.*, Pág. 281.

¹²² Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 22-23.

- **Sociedades de financiamiento:** cuya finalidad típica no es el control sino la financiación de otras empresas.

En los supuestos descritos, señala Martín E. Paolantonio¹²³, citando a Fontarrosa, que se verifica un apartamiento de la causa típica del contrato de sociedad, que es la puesta en común de bienes para repartir las utilidades que pueden derivar de su empleo. Ello es particularmente evidente en lo que respecta a las sociedades de inversión, en las cuales, la finalidad rentista en virtud del principio de diversificación del riesgo es una característica distintiva. La separación entre las sociedades de control y las sociedades de inversión, es nítida en todas las legislaciones que regulan a estas últimas, mediante la limitación cuantitativa de las inversiones (pautas legales de diversificación). Por otra parte, la distinción entre las sociedades de financiación y sociedades de inversión también es una característica de los diferentes regímenes legales, ya sea directamente (mediante la limitación o prohibición legal de realizar actividades de financiación) o por la adopción de estructuras jurídicas que impiden la posibilidad de endeudamiento (FCI en sentido estricto).

6.3. Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria

Para Luis Javier Cortés,¹²⁴ las instituciones de IC inmobiliaria son aquellas de **carácter no financiero** que tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles (que podrán adquirir en sus distintas fases de construcción) de naturaleza urbana para su arrendamiento. Las entidades de IC inmobiliaria podrán constituirse como sociedades de inversión, o como FCI inmobiliaria, y su gestión podrá encomendarse a una sociedad gestora.

6.4. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

Las sociedades gestoras de instituciones de IC, según Luis Javier Cortés¹²⁵, son sociedades de carácter especial cuyo objeto social consiste en la administración, representación y gestión de las inversiones. Además de esta actividad principal, las

¹²³ *Ibid.*, Pág. 22.

¹²⁴ Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 363.

¹²⁵ *Ibid.*, Pág. 375.

sociedades gestoras podrán realizar las siguientes actividades:

- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión.
- Administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento sobre inversiones en valores o AF.
- Administración de acciones y participaciones de los FCI y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.
- Comercialización de acciones y participaciones de instituciones de IC.

Asimismo, la sociedad gestora tiene la obligación de remitir a los depositarios toda la información que se precise reglamentariamente, y a comunicar a la institución gubernamental correspondiente de cada país, cualquier anomalía que detecten en el ejercicio por el depositario de las funciones que le son propias. Como las sociedades y los FCI, las sociedades gestoras quedan sujetas a un régimen de autorización, registro y requisitos de acceso y ejercicio de su actividad¹²⁶.

6.5. Sociedades depositarias de instituciones de inversión colectiva

Para Luis Javier Cortés¹²⁷, los depositarios son las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y en general, de los activos objeto de las inversiones de las instituciones de IC, así como la vigilancia de la gestión de las sociedades gestoras de las instituciones de IC, y en su caso, de los administradores de las instituciones de IC con forma societaria.

Las obligaciones concretas de los depositarios responden a la doble naturaleza de custodia y controladores que tienen estas entidades, así como a su peculiar intervención en

¹²⁶ *Ibid.*, Pág. 376.

¹²⁷ *Ibid.*, Pág. 377.

el proceso de constitución de los FCI, y son las siguientes¹²⁸:

- Redactar el reglamento de los FCI y otorgar el documento de constitución, así como los de modificación o liquidación, conjuntamente con la sociedad gestora.
- Vigilar por cuenta de los partícipes o accionistas la gestión realizada por las sociedades gestoras de los fondos, por los administradores de las sociedades de inversión.
- Emitir, en unión de la sociedad gestora, los certificados de las participaciones, así como solicitar a las entidades encargadas de los registros contables la expedición de los correspondientes certificados de legitimación.
- Velar por la regularidad de las suscripciones de participaciones y satisfacer por cuenta de los fondos sus reembolsos, anotando unas y otros en las cuentas del fondo. A tal fin, supervisarían los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor de liquidación de las participaciones.
- Velar por los pagos de los dividendos de las acciones y los beneficiarios de las participaciones en circulación.
- Completar en su caso, por cuenta de las instituciones las operaciones de compra y venta de valores, así como cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos.
- Velar por el respecto de la legalidad en la actuación de las sociedades gestoras cuando actúen como comercializadoras de FCI.
- Ejercer las funciones inherentes al depósito o administración de los valores y, en general, de activos pertenecientes a las instituciones de IC.

Indica Luis Javier Cortés¹²⁹, que en el cumplimiento de estas obligaciones, los

¹²⁸ *Ibid.*, Pág. 378.

depositarios actuarán siempre de manera independiente, en interés de los inversores, con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal. Responderán frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por su incumplimiento, estando obligados a exigir responsabilidades a la sociedad gestora cuando así corresponda en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes.

Por último, en el siguiente cuadro comparativo, se establece las semejanzas, diferencias y actividades de las sociedades gestoras y depositarias de las instituciones de IC:

Semejanzas:	
▪ Organización legal: persona jurídica.	
▪ Función: sirven y complementan a instituciones de IC.	
▪ Registro: están sujetas a un régimen de autorización y registro ante la autoridad de cada país, así como de fiscalización permanente.	
▪ Reglamento de gestión y constitución: mediante el acuerdo de ambas sociedades, se elabora el reglamento de gestión del fondo (en el que se determina la política de inversiones y los derechos y obligaciones de los cuotapartistas, y se establece las normas contractuales que regirán las relaciones entre las sociedades y los inversores), y se otorga el documento de constitución, así como sus modificaciones y liquidación.	
▪ Certificados de participación: ambas sociedades emiten los certificados de participación.	
▪ Coordinación: para su buena marcha, ambas sociedades deben de coordinar sus tareas y funciones.	
▪ Responsabilidad: están sujetas a normas de conducta y son responsables antes los partícipes y accionistas de su actuar.	
▪ Interés de los inversionistas: deben siempre actuar en el interés de los inversionistas.	
Diferencias:	
Sociedad gestora	Sociedad depositaria
▪ Su objeto social es la administración, representación y gestión de las inversiones.	▪ Su objeto social es el depósito y custodia de los activos del fondo y ejerce la fiscalización y vigilancia de la

¹²⁹ Loc. cit.

	sociedad gestora.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ejerce el dominio de los bienes que conforman el fondo (decide de las inversiones). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ejerce la administración jurídica y material de los bienes que conforman el fondo (efectúa las inversiones decididas por la sociedad gestora).
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Está formada por expertos bursátiles y administradores de fortuna. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Está formado por auditores, contadores y administradores.
Actividades	
Sociedad gestora	Sociedad depositaria
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Velar por la regularidad de las suscripciones de las participaciones y satisfacer por cuenta de los fondos sus reembolsos.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gestión de fondos de capital de riesgo. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Velar por el pago de dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Asesoramiento sobre valores 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Completar las operaciones de compra y venta de valores.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Administración y comercialización de acciones y participaciones de instituciones de IC. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cobrar los intereses y dividendos devengados de las inversiones.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligación de proporcionar información a la sociedad depositaria. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ejercer las funciones del depósito de los valores
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligación de denunciar cualquier anomalía incurrida por la sociedad depositaria. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligación de denunciar cualquier anomalía incurrida por la sociedad gestora.

6.6. Normas de conducta

Las sociedades gestoras y depositarias y las instituciones de IC, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y

apoderados deben estar sujetos a normas de conducta, tales como:¹³⁰

- **Operaciones de régimen de mercado:** las instituciones de IC deberán efectuar sus transacciones, como mínimo, a precios y en condiciones de mercado.
- **Operaciones vinculadas:** para que una sociedad gestora pueda realizar la adquisición de activos, la obtención de financiación, la constitución de depósitos o el cobro de remuneraciones entre sociedades de inversión, depositarios, sociedades gestoras y quienes desempeñen cargos de administración y dirección en unas y otras, deberán disponer de un procedimiento interno formal, recogido en el reglamento interno de conducta que permite cerciorarse que operación vinculada se realiza en interés exclusivo de la entidad a precios o en condiciones iguales, o mejores que los de mercado.
- **Separación de depositario:** ninguna entidad podrá ser depositaria de otra gestionada por una tercera perteneciente a su mismo grupo, ni de sociedades de inversión en las que se dé la misma circunstancia.

7. La titulación de activos financieros

La **titulación de activos** (“*securitization*”) es una operación consistente en la cesión de un conjunto o cartera de AF, normalmente créditos, a una entidad o fondo constituido ad hoc, y en la simultánea emisión de valores negociables que adquiere el inversor y, habitualmente, negociados en un mercado secundario por parte de aquella entidad o fondo, con cuyo importe se financia la adquisición de los activos. Para el cedente, la titulación supone, como en las operaciones de crédito activas (el descuento), la obtención inmediata de unos recursos que puede emplear a su mejor conveniencia, pero, a diferencia de lo que ocurre en aquellas, los fondos no se aportan o encuentran en el MD o crédito, sino, mediante la interposición, nuevamente, de la figura especial, ad hoc, que opera emitiendo valores en el mercado. A su vez, el inversor no adquiere valores a los rendimientos de pagos de una cartera de activos previamente seleccionados que, normalmente, le suponen

¹³⁰ *Ibid.*, Págs. 379-381.

rendimientos superiores a otras modalidades de inversión, como los depósitos bancarios o los títulos públicos.¹³¹

7.1. Fondos de titulación

Los **fondos de titulación**, como los de inversión, se configuran como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, integrados, en cuanto su activo, por los AF que agrupan, y en cuanto a su pasivo, fundamental, por los valores de renta fija que emitan. Los fondos pueden ser **cerrados** o **abiertos**. Se consideran cerrados cuando las reglas de constitución no prevén que su activo y pasivo puedan modificarse durante el plazo de duración del fondo, a excepción de las sustituciones y subsanaciones que proceden en casos especiales de amortización anticipada de activos integrados en el fondo o de sanación de vicios que pueden afectarles. Los fondos abiertos, de mayor flexibilidad, permiten, de acuerdo con sus normas constitutivas, modificaciones del patrimonio del fondo, bien por ampliación o renovación del activo (incorporación de nuevos créditos), por modificaciones del pasivo, ligada a la financiación de los nuevos activos, o a su variación cualitativa (sustitución de valores emitidos).¹³²

La integración de activos en el fondo queda sujeta a que los activos han de ser derechos de crédito de naturaleza homogénea. La cesión de los créditos, por otra parte, ha de ser plena e incondicionada, respondiendo el cedente de la legitimidad y del contenido del crédito, pero no así del pago, ni de la solvencia del deudor, cuyo riesgo ha de transmitirse realmente al fondo. Por lo que se refiera al pasivo, los correspondientes valores de renta fija deben ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado, salvo que se destinen exclusivamente a inversiones institucionales junto a los valores emitidos, pueden también integrarse en el pasivo, para así completar la finalización requerida en la adquisición del activo, préstamos concedidos por entidades de crédito y aportaciones de inversores institucionales, a quienes corresponderá el derecho al remanente que, en su

¹³¹ *Ibid.*, Págs. 383-389.

¹³² *Loc. cit.*

caso, se produzca con ocasión de la liquidación del fondo, una vez satisfechos los restantes acreedores.¹³³

7.2. Sociedades gestoras de fondos de titulación

El objeto social exclusivo de las sociedades gestoras de fondos de titulación consiste en la constitución, administración y representación legal tanto de los fondos de titulación de activos como de los fondos de titulación hipotecaria. Les corresponde, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren, y de los restantes acreedores ordinarios de los mismos, pero no asumen riesgo ni responsabilidad alguna por el pago o buen fin de los pasivos del fondo, que únicamente cuentan con la garantía de sus propios activos que, para ciertos supuestos, y con el propósito de desarrollarse la implementación de esta figura, prevé la conexión de avales por el estado, garantizando el pago de los valores que se hayan emitido.¹³⁴

8. El capital-riesgo

El **capital-riesgo** (*“venture capital”*) puede definirse como una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el MV o al crédito bancario. Esta función es desarrollada por las denominadas entidades de capital-riesgo, que pueden configurarse como sociedades o como fondos, y que, al igual que sucede en el ámbito de la IC y de titulación, median entre los inversores finales y las empresas receptoras de la financiación. Los aportantes, en última instancia, del capital no lo entregan tampoco a las empresas que lo precisan, sino a estas entidades especializadas en invertir que, justifican su existencia por las economías de escala que suponen, y por su capacidad de gestión y control de las inversiones. Por su parte, las empresas que precisan una financiación estructural, normalmente ligada a su desarrollo y crecimiento y, por ello, de cierto riesgo, pueden requerirla de empresas

¹³³ *Loc. cit.*

¹³⁴ *Ibid.*, Págs. 383-389.

constituidas y administradas a este preciso efecto.¹³⁵

8.1. Entidades de capital-riesgo

Las entidades de capital-riesgo pueden ser sociedades de capital-riesgo y fondos de capital-riesgo, las diferencias entre uno y otro tipo de entidades, que tienen el mismo objeto, derivan de sus diversas figuraciones jurídicas, pues mientras que las sociedades gozan de personalidad anónima, los fondos son, en cambio, como en el caso de IC y de la titulación de activos, patrimonios separados, sin personalidad y administrados por una sociedad gestora. Los fondos de capital-riesgo se dividen en participaciones de iguales características que confieren a su titular, al igual que ocurre en los FCI, un derecho de propiedad sobre el mismo. Asimismo, la dirección y administración de los fondos recae en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o en una sociedad gestora de instituciones de IC, y que los acreedores del fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus participaciones, sin que, por otro lado, el patrimonio del fondo responda tampoco de las deudas de la sociedad gestora.¹³⁶

8.2. Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son entidades cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo, pudiendo también, como actividad complementaria, realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.¹³⁷

Luego de analizar y explicar el SF, el MC, la BV, los AF y la IC, y comprender de ésta cuenta, cuál es el ámbito económico, financiero y jurídico en el cual se desarrollan los FCI, es oportuno proceder a realizar un análisis doctrinal de los mismos, por lo que en el siguiente capítulo, se describirá su origen e historia, concepto, funciones en el MC,

¹³⁵ *Ibid.*, Págs. 389-393.

¹³⁶ *Loc. cit.*

¹³⁷ *Ibid.*, Págs. 393-395.

naturaleza, características, tipos y ventajas que los mismos representan a los inversores.

Capítulo V

Fondos comunes de inversión

1. Historia y evolución

En la enciclopedia *Práctica de la Banca*¹³⁸, se describe la historia y evolución de los FCI, en la cual se cuenta que numerosos autores consideran que la primera institución de IC nació en el año de 1822. Por iniciativa del Rey Guillermo I, se fundó la Sociedad General de los Países Bajos para favorecer la industria nacional. Después de la separación del Reino de Bélgica y de los Países Bajos en el año de 1832, esta sociedad pasó a denominarse Sociedad General de Bélgica. Aunque esta sociedad poseyó alguna de las modernas características de las instituciones de IC, en realidad fue un banco de negocios.

La primera entidad parecida a un fondo nació de forma accidental en el año 1860. Un escocés llamado Robert Fleming preparó un viaje de negocios a los Estados Unidos de América, recibiendo el encargo de varios amigos de comprar para cada uno de ellos una clase concreta de acciones de compañías estadounidenses. Para facilitar el encargo, Robert Fleming recibió igual suma de dinero de cada uno de ellos, 1,000 libras. Por aquellos años, en Estados Unidos de América se iniciaban el desarrollo industrial, y sus empresas, aun sin consolidar plenamente, ofrecían grandes riesgos. Por eso Robert Fleming y sus amigos decidieron unir todas las entidades y formar una cartera común. De esta manera nació el primer antecedente del FCI¹³⁹.

En la *Enciclopedia Práctica de la Banca*¹⁴⁰, se agrega que la aparición de las primeras entidades de IC en la Inglaterra del siglo XIX se produjo gracias a los excedentes de la economía inglesa, que no podían ser invertidos en el país dado la exigua rentabilidad que se ofrecía. Así pues, se decidió invertir estos capitales en los territorios de ultramar, donde las expectativas de grandes beneficios eran muy elevadas. El único inconveniente era el considerable riesgo que ofrecían tales inversiones para los pequeños ahorradores

¹³⁸ Fondos de inversión mobiliaria. *Enciclopedia Práctica de la Banca*, Planeta. *Op. cit.*, Pág. 293.

¹³⁹ *Loc. cit.*

¹⁴⁰ *Loc. cit.*

británicos, dada la falta de información acerca de la conveniencia de invertir en un lugar o negocio determinado, y el riesgo que la operación conllevaba. Este fue el origen del “*Foreign and Colonial Government Trust*”, fundado en Londres en el año 1868, con el fin de proporcionar al ahorrador con medios económicos limitados las mismas ventajas que tenían los grandes inversores, disminuyendo el riesgo con la posesión de participaciones de negocios en el extranjero o en las colonias, al extender la inversión a un gran número de empresas.

Hasta finales de la década del año 1920, la mayoría de instituciones dedicadas a la inversión bursátil colectiva tomaban forma de sociedades de inversión con un capital fijo. A partir del año 1930, los primeros “*investment trust*” dan origen a los “*mutual funds*” o FCI, tanto en Gran Bretaña como en Estados Unidos de América. Para regular su funcionamiento, entre los años 1930 y 1940 fueron promulgadas diversas leyes en ambos países. La Gran depresión¹⁴¹ dificultó su desarrollo posterior, dado la aversión en aquellos tiempos a invertir los ahorros en acciones, después de la bancarrota sufrida en “*Wall Street*”. Acabada la segunda guerra mundial, esta situación cambió radicalmente, y los fondos empezaron a funcionar en todo el mundo, incluidos países con sistemas financieros distintos al anglosajón¹⁴².

2. Concepto

Para Martín E. Paolantonio¹⁴³, el inversor individual en un contexto de un MF complejo y diversificado, difícilmente pueda obtener rendimientos que superen los promedios

¹⁴¹ La Gran depresión fue un período de aguda contracción económica y elevado desempleo en los Estados Unidos de América que empezó en 1929 y prosiguió a lo largo de la década de 1930. La década de 1920 había significado años prósperos para la economía de los Estados Unidos de América. Casi todos los que querían empleo lo podían conseguir, los ingresos aumentaron en manera sustancial y los precios eran estables. Sin embargo, a partir de finales de 1929 las cosas empezaron a empeorar. En 1929, había 1.5 millones de desempleados. Para 1933, la cifra había subido a 13 millones, de una población económicamente activa de 51 millones. En 1929, Estados Unidos de América produjo bienes y servicios nuevos por US\$.103 mil millones; para 1933 la producción había bajado a US\$.55 mil millones, una disminución del orden de 50%. En octubre de 1929, cuando los precios de las acciones se derrumbaron en “*Wall Street*”, se perdieron miles de millones de dólares de riqueza personal. El desempleo siguió siendo superior al 14% de la población económicamente activa hasta 1940. La década de los años treinta fue de gran sufrimiento para los Estados Unidos de América y el mundo, pues la depresión pasó a Europa. En Estados Unidos de América la cantidad de suicidios aumentó casi 30% y millones de familias cayeron en la pobreza. (Case, Karl E. y Fair, Ray C. *Op. cit.* Págs. 601 y 602).

¹⁴² Fondos de inversión mobiliaria. Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta. *Op. cit.*, Pág. 293.

¹⁴³ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 22.

agregados del mercado, lo que torna a los FCI en una alternativa atractiva comparada con la inversión directa.

Asimismo, Martín E. Paolantonio¹⁴⁴ citando a Alfred Hueck y Claus W. Canaris, indica que la función económica de los FCI se deduce del hecho de que muchos inversores, en especial ahorristas pequeños, no tienen las posibilidades de invertir de manera sensata y eficaz, en razón de que carecen de suficiente capital como para diversificar sus inversiones, de forma que, conforme al principio de distribución de riesgos y de oportunidades de ganancia, genera una relación equilibrada y económicamente razonable. Además, carecen de la experiencia, los conocimientos y el tiempo para llevar a cabo una política de inversiones adecuada.

Martín E. Paolantonio¹⁴⁵, citando a Berardino Libonati, explica que los FCI, representan para los pequeños y medianos ahorristas la posibilidad de operar adoptando los mismos principios que las grandes fortunas capitalistas.

Es de la esencia del FCI, señala Martín E. Paolantonio¹⁴⁶, citando a Máximo Bomchil, el principio de la división, limitación y repartición de riesgos y la diversificación en las inversiones, lo que implica una garantía de seguridad, al propio tiempo que un atractivo rendimiento y una protección eficaz contra la depreciación monetaria. La base de un FCI está orientada en la agrupación de capitales para poder brindar una gestión especializada, la que sólo puede ser obtenida en perfecto conocimiento de la complejidad financiera de las entidades industriales, que las organizaciones de inversión están en aptitud de fiscalizar mediante la concentración de capitales, pues tienen medios para utilizar los servicios técnicos y expertos para la vigilante y activa gestión de la cartera.

Señala Martín E. Paolantonio¹⁴⁷, que no se escapa la dificultad de dar una definición de validez general de los FCI, por lo que se pueden caracterizar como organizaciones que captan recursos financieros de múltiples sujetos, con el objeto de invertirlos en AF sobre la base de criterios de profesionalidad y diversificación de riesgos.

¹⁴⁴ *Loc. cit.*

¹⁴⁵ *Loc. cit.*

¹⁴⁶ *Loc. cit.*

¹⁴⁷ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 24

Emilio Radresa¹⁴⁸, indica que los FCI constituyen organizaciones tendientes a captar el ahorro de un importante sector del público para la inversión bursátil. Dicho sector del público no cuenta con conocimientos para elegir los papeles, ni poseen los suficientes medios económicos para integrar un portafolio diversificado. De esta forma se puede armar un gran paquete de dinero, poniéndolo en manos de personas especialistas en la materia. A fin de garantizar los derechos de los inversores, se separa el gerenciamiento de los fondos del depósito de ellos de modo que la custodia resulte absolutamente confiable. Es decir que los fondos comunes son patrimonios integrados por diversas personas en carácter de copropietarios. En proporción a su aporte, cada persona es titular de una cuotaparte del fondo, que establece la relación con el capital y las utilidades. Debe existir una sociedad gerente, que administra la cartera, y una sociedad depositaria, que custodia los fondos y valores.

Martín E. Paolantonio¹⁴⁹, citando a Berardino Bomchil, explicaba la relación entre el patrimonio del fondo y los inversores en los siguientes términos: los tenedores, copropietarios de la fortuna de la IC, organizan entre ellos una comunidad; en consecuencia, constituyen una comunidad indivisa de copropietarios, proporcionada a un número variable de partes denominada partes de copropiedad, y que se representan por certificados. Cabe expresar que desde el momento que la indivisión queda instituida, nace entre los titulares de la misma, un régimen de comunidad, el cual se prolonga durante todo el tiempo de vigencia de la copropiedad resultante del reglamento de gestión.

Martín E. Paolantonio¹⁵⁰ señala que los FCI, se alinean dentro de lo que denominamos modelo condominial, el que se caracteriza básicamente por negar a los FCI la personalidad jurídica, y reconocer a los inversores un derecho de condominio o copropiedad respecto del haber del fondo.

Agrega, que los FCI son una forma de IC que permite agregar fondos de varios inversores con objetivos similares, de manera de constituir un portafolio más amplio y diversificado, administrado de forma profesional.

¹⁴⁸ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Págs. 265-266.

¹⁴⁹ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 69.

¹⁵⁰ *Loc. cit.*

3. Naturaleza jurídica

Martín E. Paolantonio¹⁵¹ indica que los FCI son instituciones que efectúan inversiones por cuenta de una multiplicidad de ahorristas con objetivos comunes, lo cual desde el punto de vista jurídico, su naturaleza es un tema complicado, generalmente, implica una multiplicación de explicaciones posibles sobre la naturaleza jurídica de los FCI. La discusión sobre la naturaleza jurídica de los FCI, que implica individualizar la exacta relación existente entre el FCI y los participantes, admite, considerando la asignación de la propiedad de los activos que integran el haber del fondo, las siguientes teorías:

3.1. Teoría de la comunidad de bienes no condominal

En particular, y aunque ello solo pueda ser aceptado como recurso explicativo o descriptivo, se ha intentado reconducir la naturaleza jurídica de los FCI a una comunidad de bienes o propiedad indivisa del estilo de la comunidad en mano común germánica. Para ello, se parte de la hipótesis de que la propiedad del haber de los FCI corresponde a los participantes o cuotapartistas, y se considera a prevalencia absoluta del interés del grupo sobre el interés individual, la imposibilidad de reclamar la división de la comunión o de obtener la liquidación en especie mientras dure la comunidad, y la independencia del haber del fondo respecto de los acreedores individuales. De esta manera, se explica la existencia de un patrimonio separado con un objeto o destino específico, que se desarrolla de manera independiente de los patrimonios de aquellos sujetos involucrados, en distintos roles, en la vida de los FCI.¹⁵²

3.2. Teoría del dominio fiduciario

Considerando la posibilidad efectiva de ejercer las facultades que corresponden al titular del derecho de dominio, la sociedad de gestión es la propietaria fiduciaria del FCI, vinculándose con los inversores mediante un contrato de mandato, y no existiendo, en consecuencia derecho real alguno en cabeza de los cuotapartistas. La titularidad no se

¹⁵¹ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 71.

¹⁵² *Ibid.*, Págs. 74-75.

atribuye a título de derecho subjetivo, sino funcionalmente, como instrumento esencial de la actividad que desarrolla la sociedad gerente o de gestión, en el interés primario de los suscriptores.¹⁵³

3.3. Teoría que considera al fondo como un sujeto de derecho, en tanto centro de imputación jurídica, pero sin personalidad jurídica

No han faltado opiniones de autores que, desencantados por las falencias más o menos notables de las teorías que asignan la propiedad de los bienes del FCI a los inversores o a la sociedad de gestión, han intentado un camino diferente, dotando al fondo de una subjetividad jurídica, aun sin reconocerle carácter de persona jurídica. Para ello, y partiendo de que la falta de personalidad jurídica no es un obstáculo para la atribución de subjetividad jurídica, se considera al FCI como un centro de imputación jurídica estructurado como una fundación o asociación no reconocida.¹⁵⁴

3.4. Teoría que considera al fondo como un patrimonio separado, sin sujeto o titular

Tomando en consideración que el haber del FCI constituye un patrimonio separado o independiente, cuya función o destino es primordial en la disciplina normativa, se puede afirmar que el FCI constituye un patrimonio sin sujeto, en el cual la propiedad es un concepto carente de relevancia que se reemplaza por el de administración. El activo del FCI carece entonces de titulares o dueños resultando un activo bajo administración de la sociedad de gestión o gerente, en interés de los inversores o cuotapartistas.¹⁵⁵

3.5. Teoría condominal

Esta teoría califica a los participantes del fondo comun de inversión como copropietarios del activo, lo que permite explicar y justificar la innegable necesidad práctica que el patrimonio del FCI no se confunda con el de la sociedad de gestión. Para esta orientación, quizás la más clásica explicación acerca de la naturaleza jurídica de los FCI, los

¹⁵³ *Ibid.*, Pág. 75.

¹⁵⁴ *Ibid.*, Pág. 76.

¹⁵⁵ *Loc. cit.*

cuotapartistas son, por una parte ideal, titulares del derecho de dominio sobre los activos del fondo. Este condómino está sujeto a una indivisión permanente en tanto el fondo no se liquide, y los cuotapartistas ejercen el derecho de disponer de su propiedad mediante el rescate o transmisión de sus cuotapartes.¹⁵⁶

En esta corriente doctrinal, señala Martín E. Paolantonio¹⁵⁷ citando a Thierry Bonneau, que aún reconociendo que los caracteres tipificantes del dominio no se verifican respecto de los cuotapartistas, se recurre a la afectación o destino de la cosa para justificar el carácter de copropietarios. Así, y partiendo de la idea de que las facultades que corresponde al titular del dominio de una cosa se limitan por su afectación o destino, como ocurre en otros supuestos de indivisión (la indivisión sucesoria), la satisfacción del interés colectivo del grupo justifica la limitación de las facultades de los titulares de las cuotapartes; destacado además la existencia de supuestos (como el de los incapaces de hecho) en los que es posible adquirir el dominio, sin que puedan ejercer por sí los derechos a él inherentes. De esta manera, el FCI, en cuanto *universitas iuris* destinado a una particular función económica, adquiere carácter indivisible, pudiendo su gestión adquirir características variadas conforme a su destino económico. La recepción por la doctrina de la teoría condominal ha sido unánime, y prácticamente sin observaciones ni críticas.

Agrega Martín E. Paolantonio¹⁵⁸ que dentro de éste modelo condominial, se encuadran a las legislaciones que organizan a los fondos de inversión como patrimonio o conjuntos de activos, carentes de personalidad jurídica. En esta orientación, se puede citar a los siguientes países:

- **Reino de España:** que define a los fondos de inversión mobiliarios como patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, administrados por una sociedad gestora a quien atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del fondo, con el curso de un depositario.
- **República de Italia:** donde los fondos comunes constituyen patrimonios distintos a todos

¹⁵⁶ *Ibid.*, Págs. 73-74.

¹⁵⁷ *Ibid.*, Pág. 74.

¹⁵⁸ *Ibid.*, Págs. 71-72.

los efectos del patrimonio de la sociedad de gestión y de los participantes, así como de cualquier otro fondo gestionado por la misma sociedad de gestión. Sobre el fondo no se admiten acciones de acreedores de la sociedad gestora. Las acciones de los acreedores de los participantes son admitidas solamente sobre las cuotas de participación de los mismos.

- **República Francesa:** en la cual los FCI no tienen personalidad jurídica, y es una copropiedad de valores mobiliarios en la que las partes son emitidas y rescatadas a demanda de los portadores, a su valor de liquidación, incrementado o disminuido, según el caso, por los gastos y comisiones. Las disposiciones del Código Civil de la República Francesa relativas a la indivisión no se aplican a los fondos.
- **República de Argentina:** en donde se considera FCI al patrimonio integrado por valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivadas de operaciones de futuro y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero, pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuota partes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.
- **República de Chile:** donde fondo mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los partícipes o aportaciones.

Por último, indica Martín E. Paolantonio¹⁵⁹ que el modelo condominal como naturaleza jurídica de los FCI, parte de tres consideraciones básicas, la cuales son:

- La falta de un marco legal adecuado o su lisa y llana incompatibilidad con la larga figura del *trust* anglosajón.
- La necesidad de que los activos del FCI sean inmunes a los acreedores de las personas que actúan como sus órganos (la sociedad gerente y la sociedad depositaria), formando

¹⁵⁹ *Ibid.*, Págs. 77-78.

en todos los casos un patrimonio separado o de afectación.

- La necesidad (que es en rigor una condición de viabilidad económica) de que el FCI sea, desde el punto de vista fiscal, un sujeto exento o neutro, evitándose así una doble tributación.

Estas consideraciones, que aún sin la necesaria integración han sido percibidas por la doctrina, permiten sentar las bases sobre la naturaleza jurídica del FCI.

4. Elementos

Según Emilio Radresa¹⁶⁰, en los FCI se pueden distinguir cuatro elementos básicos:

- **La emisión de cuotapartes:** como valores mobiliarios que representan la propiedad del patrimonio común, integrado por los aportes de los cuotapartistas, a quienes corresponden los beneficios en forma proporcional a su inversión.
- **La diversificación de la cartera:** con el objeto de racionalizar los riesgos, optimizar los rendimientos y mantener un grado técnico de liquidez en las inversiones para aprovechar las diversas alternativas que presenta el mercado.
- **La conducción profesional de la inversión de los recursos:** como elemento esencial que garantice la obtención de rendimientos razonables, protegiendo el capital confiado a su administración.
- **La independencia funcional entre la sociedad gerente y la sociedad depositaria:** como elemento de garantía de la disposición de los FCI.

5. Sociedades gerente y depositaria

En relación a la sociedad gerente o gestora usualmente es una sociedad anónima,

¹⁶⁰ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Págs. 267-268.

habilitada para tal gestión, es decir, tiene a su cargo la dirección y administración del fondo. La forma jurídica de sociedad anónima debe ser obligatoria y ésta debe tener un patrimonio mínimo establecido por la ley de cada país. La sociedad ejercerá la representación colectiva de los cuotapartistas en lo que se refiere al resguardo de sus intereses, tanto en lo que concierne a la propia gestión como frente a terceros. La constitución de la sociedad gerente en los aspectos relativos a su personería, es competencia de cada autoridad nacional y por su naturaleza debe estar sujeta a fiscalización estatal permanente.¹⁶¹

Por su cuenta, Martín E. Paolantonio¹⁶² señala que la sociedad depositaria, además del control de la actuación de la sociedad gerente, tiene las funciones de depósito y custodia de los bienes que integran el haber del fondo. Como es habitual en la mayoría de legislaciones se separan las funciones de administración del fondo de las custodias y depósitos, por lo que la buena marcha de la gestión exige una coordinación de tareas y funciones y la especificación de los órganos del fondo. Para ello, así para determinar la política de inversiones y los derechos y obligaciones de los cuotapartistas, y como paso previo a la operación del fondo, la sociedad gerente y la depositaria acuerdan los términos del reglamento de gestión, el cual establece las normas contractuales que regirán las relaciones entre las nombradas y los copropietarios indivisos.

6. Reglamento de gestión

Debe existir un reglamento de gestión, que tenga por finalidad regular las relaciones contractuales entre las sociedades de gestión y depositario, el cual debe ser concertado entre estas, así como regular las relaciones con los cuotapartistas. El reglamento de gestión debe definir, sin dejar lugar a dudas, los objetivos de inversión, los cuales, además, tienen que ser descritos cuidadosamente en el prospecto de emisión.¹⁶³

Dicho documento por consiguiente debe ser dado a conocer fehacientemente al inversor, entregándosele una copia, y debe de contener por lo menos lo siguiente:¹⁶⁴

¹⁶¹ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Pág. 268.

¹⁶² Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 91.

¹⁶³ *Ibid.*, Pág. 270.

¹⁶⁴ *Loc. cit.*

- La planificación de la inversión.

- Las limitaciones a la inversión por cada clase de activo.

- Los montos máximos a percibir por las sociedades gerente y depositaria en concepto de gastos, comisiones y honorarios.

- El término de duración del estado de indivisión, o si éste es indeterminado.

- Forma de distribución, si corresponde, entre los cuotapartistas, de los beneficios devengados durante la existencia del fondo.

- Las causas de liquidación.

- La forma de distribución en caso de liquidación.

Por su parte, Martín E. Paolantonio¹⁶⁵ indica que en los FCI organizados bajo el modelo condominial, el reglamento de gestión cumple la función que corresponde a la legislación en materia societaria y al estatuto social en el modelo societario: regular el funcionamiento y la liquidación de la comunidad de inversión. Desde una perspectiva práctica, el reglamento de gestión se presenta como el producto del acuerdo de creación del FCI, entre la sociedad gerente y la depositaria, al cual –por la suscripción de las cuotapartes –se consideran incorporados de pleno derecho los inversores. El reglamento de gestión se integra en el marco del derecho contractual. Para ello se indican las dos características del reglamento de gestión que –por sus consecuencias normativas- se consideran más relevantes:

- **El reglamento de gestión y su inserción en el derecho contractual:** la primera característica que se debe considerar para encuadrar el reglamento de gestión en el marco normativo contractual, es su carácter plurilateral, en tanto el acuerdo de voluntades no gira en torno de la composición de intereses de dos centros de

¹⁶⁵ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Págs. 97-100.

imputación (sujetos), sino de una pluralidad indefinida. Así, el reglamento de gestión, visto desde una perspectiva contractual, refleja el consenso o consentimiento de la sociedad gerente, la sociedad depositaria y –en la medida de su incorporación a la comunidad de inversión- de los cuotapartistas.

- **Considerando el reglamento de gestión desde la perspectiva de la modalidad de la formación del consentimiento:** para los inversores el reglamento de gestión es un contrato por adhesión, lo que tiene su importancia en materia de interpretación y protección jurídica.

7. Certificados representativos de copropiedad indivisas y los derechos de sus titulares

Como consecuencia de la suscripción de las cuotapartes de un FCI, el inversor no solo se incorpora de pleno al reglamento de gestión, sino que también adquiere –en la medida de la suscripción- el derecho real a una parte indivisa del patrimonio del FCI y –en los términos del reglamento de gestión- el derecho de crédito respecto de los beneficios eventuales derivados de ese patrimonio. Los certificados son títulos representativos de una cuotaparte en un condominio; y, desde este punto de vista, al constituir la certificación de un derecho complejo consistente en la calidad de miembro de un condominio, entrarían, juntamente con las acciones de las sociedades anónimas, en la categoría denominada como “títulos de participación”. Los títulos de participación, confieren a su titular una posición o status determinado, del cual derivan una serie de derechos y facultades distintos, y eventualmente hasta obligaciones o cargas.¹⁶⁶

Señala Martín E. Paolantonio¹⁶⁷ que ello se advierte con claridad en materia de FCI, donde las cuotapartes ponen de manifiesto la calidad de participante del FCI, el condominio sobre los bienes que integran el activo del fondo, la posibilidad de participar de los beneficios de esos bienes, y –eventualmente, la obligación de concurrir hasta el agotamiento de su porción indivisa, a sufragar los gastos de la gestión, en sentido lato, del patrimonio colectivo. Precizando la afirmación de que los certificados representativos

¹⁶⁶ *Ibid.*, Págs. 135-136.

¹⁶⁷ *Ibid.*, Pág. 136.

constituyen títulos-valores mobiliarios, categoría que en la clasificación doctrinal identifica a los títulos emitidos en masa o en serie, que tienen las mismas características y otorgan los mismos derechos dentro de su clase, ofreciéndose en forma genérica e individualizándose en el momento de cumplirse o ejecutarse el contrato respectivo.

Agrega Martín E. Paolantonio¹⁶⁸ que completando la inserción de las cuotapartes en el marco de la doctrina general de los títulos-valores, se puede decir:

- Que se trata de los títulos causales, lo que explica la exigencia legal de que en los certificados consten los derechos del titular de la copropiedad.
- Que, desde el punto de vista de su ley de circulación, los certificados pueden emitirse al portador o ser nominativos.
- Que los derechos que corresponden a los cuotapartistas pueden no ser materializados en certificados, al permitirse la emisión de cuotapartes escriturales.
- Que, desde la perspectiva del contenido del derecho cartular, las cuotapartes pueden calificar como “títulos complejos”, en tanto el legitimado puede ejercitar una pluralidad de pretensiones que corresponde a la satisfacción de intereses diversos.

La calificación de los certificados o cuotapartes como títulos-valores se apoya fundamentalmente en su aptitud circulatoria, y refleja adecuadamente la posición jurídica de los inversores respecto del patrimonio colectivo constituido por el haber del FCI, mediante el mecanismo jurídico típico de los títulos-valores: la incorporación. Ello, permite aplicando la disciplina y principios propios de los AF:¹⁶⁹

- La posibilidad de adquirir certificados *a non domino*, y la aplicación del principio de exclusión de excepciones que tutela las adquisiciones de títulos-valores.

¹⁶⁸ *Ibid.*, Págs. 136-137.

¹⁶⁹ *Ibid.*, Págs. 137-138.

- La aplicación de las normas propias de los títulos-valores a los casos de pérdida, destrucción o robo de los certificados.
- Las formalidades que debe cumplir el poseedor del certificado para ejercer sus derechos, simplificadas al máximo en virtud del principio de la legitimación que caracteriza a los títulos-valores, y que permite básicamente prescindir de la prueba de la adquisición de la propiedad (titularidad) como condición para el ejercicio de los derechos cartulares.

Aun cuando los FCI tienen asegurada su liquidez mediante el rescate obligatorio que los caracteriza, lo que no torna necesaria la existencia de un mercado secundario, no existe inconvenientes para que los derechos representados por los certificados o, en su caso, los representados por las inscripciones correspondientes a las cuotapartes escriturales, se transmitan por las vías generales previstas por el derecho (cesión, fusión, transmisión, *mortis causa*, etc.) o por las específicas que se establecidas con su ley de circulación, en su carácter de título-valor. Los derechos de los inversores pueden representarse cartularmente y en este caso los certificados ser al portador o nominativos o de manera escritural. Los certificados al portador se transmiten por la simple tradición del título. Los certificados nominativos, en cambio, requieren como condición de eficacia de la transmisión la notificación por escrito a la sociedad depositaria y su consecuencia de la emisión de los certificados, lleve la sociedad depositaria. Las cuotapartes escriturales están sujetas a la misma ley de circulación que los certificados nominativos. El reglamento de gestión no puede prohibir la transmisión de las cuotapartes, dado que la ley de circulación deriva de una expresa disposición legal, que no da margen para que opere la autonomía de la voluntad.¹⁷⁰

Señala Martín E. Paolantonio¹⁷¹ que la calidad de titular o legítimo portador de un certificado o cuotaparte de un FCI, tiene como consecuencia directa la posibilidad de ejercicio de una pluralidad de derechos en cabeza de los inversores o cuotapartistas. Estos derechos surgen de lo dispuesto en el reglamento de gestión, o en su defecto, de la legislación específica en la materia, y comprenden básicamente:

¹⁷⁰ *Ibid.*, Pág. 141.

¹⁷¹ *Ibid.*, Págs. 142-145.

- **Derecho de copropiedad indivisa:** el patrimonio del FCI constituye un patrimonio colectivo sujeto a un derecho de condominio de parte de los autopartistas, que se representa mediante el certificado.

- **Derecho al rescate de la cuotaparte:** el inversor puede en cualquier momento solicitar el rescate de sus cuotapartes –lo que equivale a una rescisión parcial del contrato plurilateral plasmado en el reglamento de gestión-, desvinculándose así de la comunidad de inversión. El reglamento de gestión podrá prever épocas para pedir los respectivos rescates o fijar plazo más prolongados. El derecho de rescate no importa, desde un punto de vista estrictamente jurídico, una división del condominio en tanto no existe una adjudicación de parte de la propiedad indivisa al inversor saliente. El rescate debe ser pagado en efectivo, no pudiendo el cuotapartista exigir la entrega proporcional de los bienes que integran el activo del FCI.

- **Derecho a las utilidades:** una consecuencia lógica del régimen condominial es el derecho de los inversores a participar proporcionalmente a sus tenencias en los beneficios o utilidades provenientes de los activos del FCI.

- **Derecho al producido de la liquidación del fondo común de inversión:** también deriva del régimen de copropiedad indivisa el derecho de los inversores a participar en proporción a sus tenencias en la liquidación del fondo, cuyas modalidades deben estar incorporadas al reglamento de gestión.

- **Derecho a reclamar las indemnizaciones por infracciones cometidas por los órganos del fondo, administradores, gerentes y miembros de las sindicaturas.**

- **Derecho a la información sobre el desarrollo de las actividades del fondo:** el acceso y obtención de la información permite el seguimiento de la actividad que desarrolla el FCI, habilitando al cuotapartista la adopción de medidas que tengan una correspondencia económica, es decir nuevas suscripciones o rescates, con la información suministrada.

- **Derecho a transmitir las cuotas partes y a efectuar actos de disposición sobre ellas:** la calificación de la cuota parte como título-valor, habilita al inversor a transferir las cuotas partes conforme a la ley de circulación que corresponda (títulos nominativos o al portador). Por otra parte, la incorporación –característica de los títulos-valores- permite al inversor realizar la más variada serie de actos jurídicos de disposición sobre las cuotas partes.
- **Derecho a denunciar ante las autoridades correspondientes:** aun con el amplio margen que el concepto de “interés legítimo” deja abierto a la discusión, resulta indudable que los cuotapartistas encuadran en esta categoría, por lo que están legitimados para denunciar la existencia de infracciones a las normas que regulan la actividad de los FCI.

La incorporación y objetivación del derecho en el título-valor, así como la operatividad de la legitimación cartular, exigen la posesión, exhibición y restitución del título como condición básica y primaria. En tanto el título exista, su posesión y exhibición son necesarias para el ejercicio de los derechos incorporados. En el caso de títulos desmaterializados (las cuotas partes escriturales), las anotaciones registrales suplen la función de legitimación que corresponde, en el caso de los certificados, a la detención material del documento. Asimismo, en los supuestos en que por circunstancia tales como la pérdida, robo o destrucción la conexión entre derecho y documento desaparece, es necesario que la ley de cada país, prevea un mecanismo por el cual se restituya la legitimación a quien acredite su carácter de portador legítimo afectado por la ausencia de la posesión del documento.¹⁷²

Por último, indica Martín E. Paolantonio¹⁷³ que el precio o valuación de la cuota parte en los FCI abiertos se relaciona siempre con el valor del activo del fondo. Básicamente, existen dos sistemas para proceder a determinar el valor de la cuota parte en relación al activo del fondo: el valor futuro (*forward pricing* o próxima valuación) o histórico (*historic pricing* o valuación precedente).

¹⁷² *Ibid.*, Págs. 146-147.

¹⁷³ *Ibid.*, Pág. 147.

8. Carácter jurídico del patrimonio del fondo común de inversión

El FCI es un patrimonio sin personalidad propia y cuya normativa no deberá regirse por las normas del condominio. Los FCI legalmente no pueden constituir una sociedad y por ende carecen de personalidad jurídica, es una figura *sui géneris*. Es más, un copropietario indiviso no podría solicitar el cese de la indivisión. A lo único que tendría derecho el cuotapartista es al valor del rescate. Los cuotapartistas tampoco tienen facultades para tomar decisiones respecto de la gestión del FCI.¹⁷⁴

Su naturaleza jurídica es la de cuotapartista de un FCI. Y la legislación que lo rige es la específica. Las cuotapartes son representadas por certificados de copropiedad, que pueden ser extendidos nominativamente o al portador. Deben estar firmados por representantes autorizados de ambas sociedades intervinientes, la sociedad gestora y la depositaria. Para los efectos de las suscripciones y los rescates hay que efectuar valuaciones del patrimonio neto del FCI, sobre la base de los promedios registrados al cierre de operaciones del día en que se los solicite.¹⁷⁵

9. Organización jurídica

Los temas que se han desarrollado con anterioridad, dan una idea bastante amplia de la organización jurídica de los FCI, la que presenta las siguientes características:¹⁷⁶

- **Creación del fondo común de inversión:** a iniciativa conjunta de las sociedades gerente y depositaria, mediante la actuación de sus órganos de administración.
- **Vinculación de los inversores:** mediante la suscripción de cuotapartes, lo que implica la adhesión de pleno derecho al reglamento de gestión acordado por las sociedades gerente y depositaria y la adquisición del carácter de condómino sobre los activos del fondo.
- **Desarrollo y gestión del fondo común de inversión:** la sociedad gerente se encarga

¹⁷⁴ *Ibid.*, Pág. 271.

¹⁷⁵ *Loc. cit.*

¹⁷⁶ *Ibid.*, Pág. 94.

de la administración del fondo, y la depositaria del control de la gestión y de los activos del FCI, siempre bajo la fiscalización de la autoridad competente.

Por su parte, indica Luis Javier Cortés¹⁷⁷ que usualmente, la constitución de las entidades de IC está sujeta a autorización previa por parte del órgano respectivo en cada país y de acuerdo con los requisitos legales o reglamentariamente exigidos para la constitución de la institución de que se trate. Obtenida la respectiva autorización, podrá constituirse el fondo de inversión mediante una o varias aportaciones iniciales, lo que se documentará en un contrato o escritura pública entre la sociedad gestora y el depositario, entidades que también podrán llevar a cabo una suscripción pública de participaciones. Tras ello, el fondo de inversión tendrá que inscribirse en el registro o entidad administrativa respectiva de cada país. Ninguna persona o entidad podrá desarrollar las actividades propias de las instituciones de IC sin haber obtenido previamente la autorización respectiva y sin hallarse debidamente registrada.

Agrega, Luis Javier Cortés¹⁷⁸ que el actuar de las instituciones de IC, se fundamenta en un principio general de libertad en la definición de la política de inversión; sin embargo, estas entidades deben responder a la función que, institucionalmente se les asigna, y que aquella libertad respete, en consecuencia, los principios que la aseguran y que deben presidir las inversiones de estas instituciones, que son los siguientes:

- **Principio de liquidez:** las instituciones de IC deben tener liquidez suficiente, según la naturaleza de la institución del partícipe o accionista y de los activos en que se invierta, para atender el derecho de reembolso que corresponde, en los términos legales y reglamentarios establecidos, a partícipes y accionistas.
- **Principio de diversificación del riesgo:** apunta a un doble nivel, a la diversificación de la inversión en sí misma considerada, y a la limitación de la concentración de los riesgos de contrapartida u operativos.
- **Principio de previa definición del perfil de inversión:** la definición del perfil de

¹⁷⁷ Cortés, Luis Javier. *Op. cit.*, Pág. 362.

¹⁷⁸ *Loc. cit.*

inversión es también de una gran importancia, pues permite concretar las características de las acciones o participaciones que ofrecen como objeto de inversión al público que las suscribe.

Por último, indica Luis Javier Cortés¹⁷⁹ que los propietarios del fondo de inversión son, en efecto, sus partícipes, las personas que han invertido o colocado allí recursos. Como ocurre generalmente con los socios de las entidades mercantiles, no responden de las deudas del fondo de inversión, sino hasta el límite de lo aportado (responsabilidad limitada) y gozan de ciertos derechos mínimos, en concreto:

- Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones. Las participaciones se reembolsaran (y emitirán) por la sociedad gestora a solicitud de cualquier partícipe, en los términos que se establezcan reglamentariamente.
- Solicitar y obtener el traspaso de su inversión a otra institución de IC.
- Obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el fondo de inversión, el valor de las participaciones y la posición del partícipe en el fondo de inversión.
- Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones.

10. Clases

De acuerdo a Martín E. Paolantonio¹⁸⁰, los FCI, pueden ser clasificados desde perspectivas diferentes:

10.1. Según la estructura jurídica bajo la cual se organizan:

- **Tipo societario o estatutario:** en el cual la vinculación de los inversores con el administrador y depositario y de los inversores entre sí, se verifica mediante la

¹⁷⁹ *Ibid.*, Pág. 363.

¹⁸⁰ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Págs. 26-31.

existencia de una sociedad anónima o por acciones, que sin perjuicio de reglas especiales, está sujeta a las disposiciones generales en materia societaria, lo que incluye la consideración del inversor en el status de socio.

- **Tipo contractual:** en el cual los inversores no forman parte de sociedad alguna, resultando el marco regulatorio de naturaleza contractual, sea mediante la conformación de un condominio indiviso con los activos del fondo (modelo condominial) regido por un reglamento; o mediante la creación de un fideicomiso (*trust*) y la consecuente transmisión del dominio, que nosotros calificaríamos como dominio fiduciario de los activos del fondo del fideicomisario (*trustee*).

10.2. Según el medio para dar liquidez a las inversiones y la posibilidad de incorporar permanentemente nuevas inversiones, cabe distinguir:

- **Fondos abiertos:** en los cuales la sociedad o el administrador, según sea el acaso, se obligan a rescatar o recomprar por su valor patrimonial neto las acciones o certificados de los inversores, admitiendo además la libre suscripción de nuevas acciones o certificados. Es éste caso, por ejemplo, de los FCI en la República de Argentina, los “*mutual funds*” estadounidenses, los “*fonds de placement*” franceses y las sociedades de inversión de capital variable reguladas, entre otros países, en el Reino de España, República Francesa y República Italiana.
- **Fondos cerrados:** en éstos la liquidez de las inversiones no se sigue de la obligación de la sociedad o el administrador de recomprar las acciones, sino de la cotización u oferta pública de las acciones o certificados. En este supuesto, el precio de compra no se relaciona necesariamente con el valor patrimonial neto, sino que corresponde al equilibrio entre la demanda y oferta de los títulos en el mercado. Por otra parte, y considerando el ingreso de nuevas inversiones, ello está vedado o al menos limitado a procedimientos especiales. Dentro de la categoría de fondos cerrados, podemos mencionar a los fondos comunes cerrados de créditos de la República de Argentina; su similar francés, “*fonds communs créances*”; a las sociedades de inversión de capital fijo reguladas en el Reino de España y República Francesa; y, los “*closed-end investment companies*” estadounidenses.

10.3. Según la naturaleza general del objeto del fondo común de inversión, pueden ser:

- **Fondos mobiliarios:** la actividad de inversión de estos fondos se concentra en AF, tradicionalmente valores mobiliarios, y que representa el ejemplo clásico y difundido de manera general del FCI.
- **Fondos inmobiliarios:** el activo del FCI se integra con inmuebles, sus rentas o con títulos representativos de derechos crediticios inmobiliarios. Estos fondos, aunque menos difundidos que los mobiliarios, cuentan con normativas propias en los Estados Unidos de América ("*Real Estate Investment Trusts REIT*"), Reino de España (Fondos de Inversión Inmobiliaria) y República Federal de Alemania (*Immobilienfonds*). Generalmente en los países en que existe este tipo de fondos inmobiliarios se conecta con planes gubernamentales de promoción de la vivienda.

10.4. Según la naturaleza particular de los AF en los que se invierte el fondo común de inversión, cabe distinguir entre:

- **Fondos accionarios.**
- **Fondos obligacionales o de renta.**
- **Fondos balanceados o globales.**
- **Fondos de opciones y futuros.**
- **Fondos de activos del mercado monetario.**

Los fondos accionarios, obligacionales o de renta y de opciones y futuros se les denominan fondos especializados, los cuales deben invertir en diferentes tipos de activos, y variar libremente la composición de sus portafolios de inversión según las condiciones del mercado. Los fondos de activos del mercado monetario corresponde a aquellos fondos que

invierten en activos de alta liquidez y corto plazo, como los “*money market funds*” estadounidenses y los fondos de inversión en activos del mercado monetario españoles.

10.5. Según el carácter local o extranjero de los activos que componen el patrimonio del fondo común de inversión, cabe distinguir entre:

- **Fondos internacionales:** que invierten en activos extranjeros. Estos fondos pueden además ser internacionales pero concentrados en un país particular (fondos país) o en una región o área geográfica determinada.
- **Fondos locales:** que limitan sus inversiones relevantes a activos nacionales.
- **Fondos mixtos:** sus inversiones comprenden tanto activos locales como extranjeros.

10.6. Según la composición del portafolio de inversión del fondo común de inversión que refleja de manera precisa sus objetivos, pueden ser:

- **Fondos de crecimiento agresivo (*aggressive growth funds*):** que persiguen la obtención de ganancias máximas de capital, sin que los dividendos actuales sean relevantes. Estos fondos operan con activos de renta variable e AF derivados (opciones y futuros). En el mercado accionario, sus operaciones se centran en industrias nuevas o emergentes, empresas en dificultades financieras o empresas nuevas.
- **Fondos de crecimiento (*growth funds*):** los cuales tienen como objetivo primario el aumento de su capital; aunque destinan sus inversiones a compañías más estables.
- **Fondos de renta (*income funds*):** que privilegian el cobro de dividendos por sobre la apreciación del capital, por lo que sus inversiones se concentran en acciones con un historial acorde de pago de dividendos (*income equity funds*), en títulos de renta fija (*income bond funds*) o en una combinación de ambos (*income mixed funds*).

11. Ventajas

Por último, y de conformidad con lo antes expuesto se finaliza el presente capítulo con las ventajas que ofrecen los FCI, al pequeño inversor que pretenda rentabilizar sus ahorros, mediante la compra y venta de títulos-valores con cotización en bolsa. La enciclopedia Práctica de la Banca¹⁸¹, Martín E. Paolantonio¹⁸² y Emilio Radresa¹⁸³ coinciden en las ventajas siguientes:

- **Asesoramiento de expertos:** los FCI están gestionados por un grupo de expertos bursátiles, cuyos conocimientos sobre qué clases de títulos han de adquirirse en cada momento, cuáles de ellos ofrecen mayor seguridad o rentabilidad, así como la marcha de cada sociedad que cotiza en el MB, son muy superiores a los que pueden tener el pequeño inversor. Éste, en general, no dispone de tiempo ni de preparación suficiente para adoptar en cada momento las decisiones más adecuadas respecto a la compra y venta de valores.
- **Economía de escala:** debido a que los volúmenes manejados por un FCI son mayores que los operados por un inversor promedio, se obtiene una reducción en los costos de transacción en favor de los cuotapartistas.
- **Liquidez inmediata:** los FCI están obligados a aceptar todas las órdenes de reembolso que reciban de los partícipes, y convertirlas en efectivo en un plazo razonable. Para ello han de disponer, de parte de sus activos en líquido, en una cuenta a nombre de la entidad depositaria.
- **Diversificación del riesgo:** la posibilidad de invertir en toda clase de títulos ofrece a los FCI una buena garantía a los inversionistas. En efecto, el riesgo que supone invertir en valores mobiliarios queda lo suficientemente diluido como para hacer atractivo este tipo

¹⁸¹ *Ibid.*, Pág. 307.

¹⁸² Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 24.

¹⁸³ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Pág. 273.

de inversiones. En cambio, un solo inversor no dispone generalmente del capital necesario para poder adquirir una gama de títulos-valores que le proporcione esa misma seguridad.

- **Protecciones adicionales al inversor:** toda legislación sobre FCI debe establecer unas salvaguardas de transparencia y control de estas entidades, con el propósito de custodiar los intereses de los pequeños ahorradores.

Por su parte, Martín E. Paolantonio¹⁸⁴ y Emilio Radresa¹⁸⁵, coinciden en otras ventajas, las cuales son:

- **Facilidades de acceso para los pequeños ahorristas:** permitiendo a pequeños ahorristas el acceso al MF sin necesidad de invertir sumas de dinero considerables.
- **Beneficios fiscales:** a ello, y aun cuando esto no es una característica universal de los FCI, se agrega generalmente un tratamiento impositivo beneficioso o al menos neutro.

Habiendo finalizado el análisis doctrinal de los FCI, en el cual se ha explicado su origen, historia, concepto, así como sus características, elementos, tipos y ventajas, es procedente efectuar ahora el análisis de los mismos, pero a la luz del ordenamiento jurídico de la República de Guatemala (en adelante también denominado simplemente como “OJRG”), haciendo referencia del sector de la economía en la cual se desarrollan, es decir, el SF, MC y BV, así como de las instituciones financieras que sirven de vehículos en la transmisión de financiación por medio de los FCI, lo cual será el tema de estudio del próximo capítulo del presente trabajo.

¹⁸⁴ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 24.

¹⁸⁵ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Pág. 273.

Capítulo VI

Los fondos comunes de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala

En el presente trabajo se ha analizado: (i) los conceptos económicos y financieros relacionados con los FCI, específicamente el MC en donde se desarrollan los mismos; (ii) los conceptos jurídicos enmarcados en el campo financiero relativos a la inversión indirecta y colectiva, a la cual pertenece los FCI; y, (iii) la doctrina jurídica sobre los mismos; por lo que ahora es oportuno analizarlos, de conformidad con el OJRG.

1. Mercado financiero

El **MF** de la República de Guatemala, está constituido por el conjunto de instituciones que mediante distintos mecanismos actúan en la intermediación de fondos, a través de la transferencia de AF. La función primaria del MF, es la transferencia de recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias; los FCI se desarrollan en éste mercado.

Desde la perspectiva del vencimiento de los activos negociados, el MF se divide en **mercado de dinero y mercado de capitales**.

El **MD** caracterizado por la oferta y la demanda de AF de corto plazo, alta liquidez y bajo riesgo, tiene como intermediarios por excelencia a las entidades financieras que se encuentran reguladas, su autorización es de carácter estatal y están sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Bancos¹⁸⁶, órgano facultado para tal fin de conformidad con el artículo 1 de la Ley de Supervisión Financiera –decreto número 18-2002 del Congreso de la República de Guatemala-. Este sector abarca un sistema bancario y uno

¹⁸⁶ Ver el artículo 1 de la Ley de Supervisión Financiera –decreto número 18-2002 del Congreso de la República de Guatemala-, que establece que la Superintendencia de Bancos ejerce la vigilancia e inspección del Banco de Guatemala, bancos, sociedades financieras, instituciones de crédito, entidades afianzadoras, de seguros, almacenes generales de depósito, casas de cambio, grupos financieros y empresas controladoras de grupos financieros y las demás entidades que otras leyes dispongan.

no bancario. El sistema bancario incluye a los bancos comerciales¹⁸⁷ y a las sociedades financieras.¹⁸⁸

Por su parte, el sistema no bancario se rige por leyes específicas y está conformado por los almacenes generales de depósito¹⁸⁹, compañías de seguros¹⁹⁰, casas de cambio¹⁹¹; el Instituto de Fomento Municipal (INFOM)¹⁹², el Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA)¹⁹³, organizaciones no gubernamentales (ONG's)¹⁹⁴ y cooperativas de ahorro y crédito¹⁹⁵.

Existen otras instituciones que realizan la actividad de intermediación financiera cuya creación se fundamenta en una ley general, siendo en el presente caso, el Código de Comercio de la República de Guatemala -decreto número 2-70 del Congreso de la República de Guatemala-, y que no se encuentran bajo la vigilancia y supervisión de la Superintendencia de Bancos. Los intermediarios financieros institucionales que conforman este sector, proporcionan los servicios que por virtud de la ley, le es prohibido prestar a las entidades reguladas por el Estado, entre las cuales se pueden mencionarse a las sociedades fuera de plaza (*off-shore*), asociaciones de crédito, compañías emisoras y operadoras de tarjetas de crédito y débito.

Por su cuenta, el **MC** ofrece y demanda AF de mediano y largo plazo. El MV y la BV son

¹⁸⁷ Ver el artículo 3 de la Ley de Bancos y Grupos Financieros –decreto número 19-2002 del Congreso de la República de Guatemala, que regula lo relativo a que los bancos autorizados podrán realizar intermediación financiera.

¹⁸⁸ Ver artículo 1 de la Ley de Sociedades Financieras Privadas –decreto-ley 208 del Jefe del Gobierno de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a la intermediación de las sociedades financieras.

¹⁸⁹ Ver el artículo 1 de la Ley de Almacenes Generales de Depósito –decreto número 1746 del Congreso de la República de Guatemala- que regula lo relativo a los almacenes generales de depósito.

¹⁹⁰ Ver la Ley de la Actividad Asegurada –decreto número 25-2010 del Congreso de la República de Guatemala- en sus artículos 1, 2, 3 y 4 que regulan lo relativo a las aseguradoras y reaseguradoras.

¹⁹¹ Ver el artículo 3 de la Ley de Libre Negociación de Divisas –decreto número 94-2000 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a las casas de cambio.

¹⁹² Ver la Ley Orgánica del Instituto de Fomento Municipal –decreto legislativo número 1132- en el cual se regula la relación del instituto con las Municipales y establece entre sus funciones, proporcionar financiamiento a las mismas.

¹⁹³ Ver los artículos 1 y 3 de la Ley del Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas –decreto número 1448-, en los que se regula lo relativo al Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas.

¹⁹⁴ Ver los artículos 1, 2 y 3 de Ley de Organizaciones No Gubernamentales para el Desarrollo -decreto número 02-2003 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a la constitución y funcionamiento de las Organizaciones No Gubernamentales u ONG's.

¹⁹⁵ Ver los artículos 1, 2 y 5 de Ley General de Cooperativas -decreto número 82-78 del Congreso de la República de Guatemala-, preceptúa en sus artículos 1, 2 y 5, que establece lo relativo a las organizaciones cooperativas y la facultad de las mismas a llevar a cabo actividades de de crédito.

las instituciones de éste mercado.

De conformidad con los artículos 1 -literal b)- y 80 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- (en adelante también denominada simplemente como la “Ley”)¹⁹⁶, el control y fiscalización de la oferta pública de AF, mercancías y contratos del MC, a través de la BV es competencia exclusiva del Registro.

Es importante resaltar que de conformidad con lo establecido en los artículos 3, - numeral 3-¹⁹⁷, 34¹⁹⁸, 35¹⁹⁹, 36²⁰⁰ y 52²⁰¹ de dicho cuerpo legal, el Estado, sus entidades autónomas y descentralizadas, Municipalidades, el Banco de Guatemala y las instituciones o entidades financieras fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos, pueden participar en el MC emitiendo AF, ofertas públicas que se registrarán por las propias disposiciones legales de cada una de las instituciones referidas, las cuales no quedarán sujetas al cumplimiento de los requisitos establecidos en la Ley; además, los bancos y sociedades financieras privadas fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos también pueden actuar en el MC como integrantes del mercado abierto o extrabursátil, así como agentes de bolsa, tal y como se deriva de la interpretación de los artículos 1, 7, 41, 42 y 77 de la Ley.

En virtud de lo anterior, no debe entenderse que el MD es exclusivo para el Estado, sus instituciones, entidades bancarias y financieras, y el MC es exclusivo para inversores institucionales privados y particulares, sino en ambos mercados, pueden interactuar y comparecer todas las instituciones mencionadas, de conformidad con sus necesidades y políticas de financiamiento, cumpliendo para tal efecto los requisitos establecidos en la ley.

¹⁹⁶ Ver los artículos 1 y 80 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- que preceptúan el marco jurídico del mercado de valores y la competencia del Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

¹⁹⁷ Ver el numeral 3. del artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a la oferta pública, oferta privada y oferta de entidades específicas en el MV.

¹⁹⁸ Ver el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que establece lo relativo a las ofertas públicas del Banco de Guatemala en las bolsas de comercio.

¹⁹⁹ Ver el artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a las ofertas públicas del Estado, de sus entidades y las de las municipalidades.

²⁰⁰ Ver el artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a las ofertas públicas de instituciones sujetas a fiscalización de la Superintendencia de Bancos.

²⁰¹ Ver el artículo 52 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que regula lo relativo a las anotaciones en cuenta.

2. Mercado de capitales

Es en la estructura del **MC**, en donde se desarrollan y actúan fundamentalmente los FCI. En este mercado, mediante la emisión de valores negociables las empresas obtienen financiación al mediano y largo plazo, de inversionistas institucionales o de particulares.

El MC es regulado en la República de Guatemala, mediante la Ley²⁰², cuya creación obedeció al principio garantizado constitucionalmente, por virtud del cual, es obligación fundamental del Estado, promover el desarrollo económico de la nación, así como proteger la formación del capital, el ahorro y la inversión y crear las condiciones adecuadas para la promoción de la inversión de capitales nacionales y extranjeros.²⁰³ En ese orden de ideas fue promulgada la Ley, la cual cobró vigencia el día 23 de diciembre de 1996.

El objetivo de la Ley es establecer normas para el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del MV. En particular, se establece el siguiente marco jurídico:

- Del mercado de valores, bursátil y extrabursátil.
- De la oferta pública en bolsas de comercio de valores, de mercancías, de contratos sobre éstas y contratos, singulares o uniformes.
- De las personas que en tales mercados actúan.
- De la calificación de valores y de las empresas dedicadas a esta actividad.

Asimismo, mediante el Acuerdo Gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía, de fecha 23 de julio de 1997, se creó y aprobó el Reglamento del Registro del Mercado de Valores y Mercancías -acuerdo gubernativo número 557-97 del Ministerio de

²⁰² Publicado en el Diario Oficial No. 23, tomo CCLIV, páginas 753-761, el 24 de junio de 1996.

²⁰³ Ver el artículo 119 de la Constitución Política de la República de Guatemala –aprobada por la Asamblea Nacional Constituyente, el 31 de mayo de 1985, la cual entró en vigencia el 14 de enero de 1986-, en el cual se establece la obligación del Estado de promover el desarrollo económico de la Nación y proteger la formación de capital, el ahorro y la inversión.

Economía- (en adelante también denominado simplemente como el “Reglamento”), en el cual se desarrollan las disposiciones reglamentarias que permitan el adecuado, eficiente, ágil y seguro funcionamiento del Registro, para la aplicación y funcionamiento de la Ley.

Por lo tanto, el marco jurídico del mercado de capitales en la República de Guatemala, se encuentra regulado en la Ley y en el Reglamento.

3. Mercado de valores

Una vez definido la estructura y marco jurídico del MC es oportuno continuar con el análisis del MV, iniciando con la clasificación del mismo, que tiene relación directa con los FCI.

De acuerdo a las características de los activos negociados, el MV se divide en **mercado primario** y **mercado secundario**, clasificación que encuentra su sustento en la Ley, al regularse la emisión y negociación de títulos mediante la oferta de valores mobiliarios, en sus artículos 1, 2 y 3.

Por su cuenta, el Reglamento Interno de la entidad Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima (única BV que actualmente opera en la República de Guatemala y en adelante también denominada simplemente como la “Bolsa”), en su artículo 3²⁰⁴, establece que el mercado primario consiste en la primera negociación de cualquier valor inscrito para oferta pública, y el mercado secundario se refiere a las negociaciones de valores que han sido previamente adquiridos en un mercado primario, subsiguientes a su adquisición.

Por otro lado, si se considera el ámbito y la naturaleza de los títulos negociados, el MV se divide en **mercado bursátil** y **mercado extrabursátil**.

La Ley establece como marco jurídico de la misma, entre otros, al MV, MB, y OTC, y al definir la oferta pública como la invitación que el emisor o cualquier otra persona, individual o jurídica, hace abiertamente al público, por sí o por intermedio de tercero, mediante una

²⁰⁴ Ver el artículo 3 del Reglamento Interno de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, en el cual se define el mercado primario y secundario.

BV o cualquier medio de comunicación masiva o difusión social, para la negociación de valores, mercancías o contratos, así como también la colocación sistemática de valores por otros medios distintos de los mencionados; se constituye en el fundamento legal de la clasificación del MV, en MB y OTC.

En ese orden de ideas, la Ley preceptúa en su artículo 6²⁰⁵, que las bolsas de comercio son instituciones de derecho mercantil que tienen por objeto la prestación de servicios para facilitar las operaciones bursátiles. Asimismo, el artículo 2 del Reglamento Interno de la Bolsa, establece que el objeto fundamental de la misma es ofrecer al público inversionista y a los agentes de la Bolsa, los mecanismos e instrumentos técnicos, materiales, o de sistemas (electrónicos e informáticos) para la negociación de valores, contratos y cualquier otro tipo de instrumento de tráfico lícito susceptible de oferta pública ya sea referente a valores o a mercancías. Igualmente la Bolsa tiene por objeto garantizar la efectividad, realidad, veracidad y transparencia de las operaciones bursátiles que se realicen en su seno, así como prestar los servicios de liquidación de las mismas, de custodia de valores o cualquier otro conexo con los anteriores; proporcionando información objetiva y completa al público inversionista y a los agentes de bolsa, dando publicidad a los precios de mercado, fortaleciendo el mercado primario de valores y la liquidez del mercado secundario de estos mismos.

Las actividades que de conformidad con el artículo 18 de la Ley pueden realizar las bolsas de comercio son las siguientes:

- Adecuar locales e instalaciones y establecer mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre oferentes y demandantes de valores, mercancías o contratos y la realización de cualquier negocio de naturaleza bursátil.
- Inscribir las ofertas públicas de valores que hubieren sido registradas en el Registro y cumplan con los requisitos de las disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general de las bolsas de comercio en que se habrá de realizar la oferta pública y del Registro en que habrá de realizar la oferta pública.

²⁰⁵ Ver el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, que establece lo relativo a las bolsas de comercio.

- Divulgar e informar masivamente, así como proporcionar y mantener a disposición del público, información amplia y relevante sobre las emisiones de valores y la negociación de mercancías y contratos que hayan inscrito o autorizado, así como sobre los emisores de valores y sobre otras operaciones que en ellas se realicen; inclusive sobre la calificación de riesgo y sus actualizaciones obtenida por un emisor o por una emisión de valores en alguna de las empresas calificadoras de riesgo, inscritas para operar en el país o por empresas calificadoras de riesgo internacionales, reconocidas por la Comisión de Valores de los Estados Unidos de América denominada “*Securities and Exchange Commission (SEC)*”.
- Difundir y poner a disposición de manera masiva al público, informaciones y publicaciones periódicas sobre los aspectos a que se refiere el numeral anterior.
- Velar porque las actuaciones de sus agentes y emisores se ajusten a las disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general de las bolsas de comercio y del Registro.
- Expedir, a solicitud de parte interesada y conforme sus disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general, certificaciones de las cotizaciones de valores o de las negociaciones de mercancías o contratos en ellas realizadas.
- Proporcionar por sí, o a través de terceros, servicios de depósito de valores conforme a lo establecido en la Ley.
- Pedir a juez competente de primera instancia del ramo civil, en la vía incidental, la intervención de sociedades emisoras y agentes de bolsa, o casas de bolsa, que hubieren transgredido disposiciones legales, disposiciones normativas o reglamentarias de carácter general, de la BV de comercio respectiva, cuando a su juicio amerite dicha medida. La intervención surtirá los efectos previstos en el artículo 661 del Código de Comercio de la República Guatemala -decreto número 2-70 del Congreso de la República de Guatemala- y a partir de la fecha de la notificación de la resolución que decrete dicha medida; la enajenación de aquellos activos que no constituyan el giro

ordinario de la empresa sólo podrá efectuarse con autorización judicial. La intervención podrá decretarse sin audiencia previa a la parte afectada, en vista de circunstancias graves que lo justifiquen, a juicio del juez.

- Realizar cualesquiera otros actos y contratos necesarios para el desarrollo de la actividad bursátil, que no les estuvieren vedados por la ley.

Por otro lado, y de conformidad con lo preceptuado en el artículo 8²⁰⁶ de la Ley y 3²⁰⁷ del Reglamento, el Registro es una institución de carácter estrictamente técnico con competencia en todo el territorio de la República de Guatemala. Es un órgano perteneciente al Ministerio de Economía, el cual es rector de la oferta pública, además de ser la autoridad de control en materia societaria de las sociedades anónimas que efectúan oferta pública de sus AF y en general su objetivo es el control de la juridicidad y registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados de capitales.

En ese sentido, al Registro le corresponde no solamente una labor registral sino que además, dentro del ámbito de su competencia, debe cumplir y hacer que se cumplan las disposiciones establecidas en la Ley, así como emitir disposiciones reglamentarias de carácter general con relación a la oferta pública extrabursátil de valores.

Las funciones del Registro en términos generales son las siguientes:

- **Registral:** es la función más importante y que se realizará luego de un examen minucioso y exhaustivo de la documentación que se presente al momento de solicitarse determinada inscripción, verificando que se cumplan con todos los requisitos exigidos por la Ley y al respecto, serán objeto de inscripción registral:

a. Bolsas de comercio.

²⁰⁶ Ver el artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, en el cual se establece la creación del Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

²⁰⁷ Ver el artículo 3 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -acuerdo gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía-, que regula lo relativo al Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

- b. Agentes de bolsa.
 - c. Agentes de valores.
 - d. Ofertas públicas de valores.
 - e. Contratos de fondos de inversión.
 - f. Contratos de fideicomiso de inversión.
 - g. Certificados de fondos de inversión.
 - h. Calificadoras de riesgo.
- **Normativa o de reglamentación:** esto en virtud que de conformidad con la Ley, el Registro debe emitir los reglamentos sobre su organización administrativa y de funcionamiento, así como las normas a las cuales se deberán regir las personas que actúen dentro del OTC.
 - **Vigilancia y fiscalización:** la cual se verifica mediante el control de la juridicidad de los actos y contratos realizados o celebrados por las bolsas de comercio, los agentes e instituciones auxiliares del MV. Para tal efecto, el Registro puede emitir:
 - a. Apercibimientos.
 - b. Sanciones y multas.
 - c. Suspensión de inscripciones.
 - d. Solicitud de medidas cautelares.

e. Solicitud de cancelación de inscripción.

Finalmente, las **instituciones de depósito colectivo** reguladas en el artículo 79²⁰⁸ de la Ley, las cuales también se denominan caja de valores y son importantes en el MV, toda vez que otorgan seguridad en las transacciones que se realizan en el mismo. La legislación guatemalteca primariamente faculta a las bolsas de comercio para recibir en calidad de depósito colectivo los valores que en ellas se negocien, quien a su vez puede designar a una tercera, como sociedad depositaria. En éste orden de ideas, de acuerdo con el artículo 3²⁰⁹ del Reglamento Interno de la Bolsa, la caja de valores y liquidaciones es el departamento de dicha entidad, que ofrece los servicios de depósito regular y colectivo de valores, de liquidaciones y cualquier otro servicio conexo, para facilitar la liquidación de operaciones bursátiles a los agentes de bolsa.

En virtud de lo anterior, la estructura del MC de la República de Guatemala, está compuesta por los MV, BV, OTC, el Registro y las instituciones de depósito colectivo de valores.

4. Activos financieros

La Ley establece en su artículo 2, literales a) y b) que se entiende por valores todos aquellos documentos, títulos o certificados, acciones, títulos de crédito típicos o atípicos, que incorporen o representen, según sea el caso, derechos de propiedad, de crédito o de participación.

Asimismo, en su artículo 1, literal b), la Ley establece como marco jurídico de la misma, la oferta pública en bolsas de comercio, de valores, mercancías, contratos sobre éstas y contratos singulares o uniformes.

La función económica de los AF se encuentra regulada en la Ley, en su artículo 2, literal f), al establecer que la intermediación con valores es la realización habitual y profesional de

²⁰⁸ Ver el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- que regula lo relativo al contrato de depósito colectivo de valores.

²⁰⁹ Ver el artículo 3 del Reglamento Interno de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, en el cual se preceptúa lo relativo a la caja de valores y liquidaciones.

cualquiera de las actividades que a continuación se indican:

- Actos para poner en contacto oferta y demanda de valores.
- Celebración de operaciones con valores por cuenta de terceros, como comisionista, mandatario o con cualquier otro carácter, facultado para intervenir en los actos jurídicos en representación de terceros.
- Negociación de valores por cuenta propia con el público en general o con otros.
- Intermediarios que actúen de la misma forma o por cuenta de terceros.

5. Inversión colectiva

La **IC** se encuentra contemplada en la Ley, en su artículo 3, numeral 2, sub-numeral 2.2, al considerar como inversionistas institucionales a las entidades, vehículos o mecanismos de IC.

La IC imperativamente se realiza por medio de las entidades denominadas **FCI** y **sociedades de inversión**. Junto a ellas existen otros dos tipos de entidades que las sirven y complementan, las **sociedades gestoras** y las **sociedades depositarias**.

Dichas entidades se encuentran reguladas en la Ley de la manera siguiente:

- **FCI**: institución que es objeto del presente estudio, cuyo contrato se encuentra regulado en los artículos 74 y 75 de la Ley y en el artículo 10 del Reglamento y será analizado más adelante.
- **Sociedades de inversión**: las cuales se encuentran reguladas en el artículo 73 de la Ley, en el cual se establece que son aquellas sociedades mercantiles que tienen por objeto:
 - a. La adquisición, transmisión o negociación de valores de los previstos por el artículo

2 literal a) de la Ley.

- b. La adquisición, transmisión o negociación de valores emitidos en serie o en masa, inscritos o no para oferta pública.
- c. La gestión e inversión de recursos en efectivo, bienes, derechos de crédito, documentados o no, negociados mediante contratos e instrumentos de los previstos por el artículo 2 literales b) y c) de la Ley, incluyendo aquellos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas.

Todo lo anterior, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, por medio de ofertas públicas debidamente inscritas.

- **Sociedad gestora:** la cual se encuentra regulada también en el artículo 73 de la Ley y únicamente para el caso de las sociedades de inversión, en el cual se dispone que esta sociedad podrá en su escritura social disponer que la administración de la sociedad se ejerza, por decisión de la asamblea general ordinaria de accionistas o por la del órgano de administración, por una sociedad gestora, fijándose con precisión, en cualquier caso, sus emolumentos o la forma de determinarlos. Se entiende por sociedad gestora, aquella sociedad anónima cuyo único objeto social es la administración de los fondos de las sociedades de inversión.
- **Sociedad depositaria:** de conformidad con el artículo 79 de la Ley, es aquella entidad que presta servicios de depósito de valores.

Es importante resaltar, que tanto en la doctrina como en el derecho comparado en la estructura y organización jurídica de los FCI, la sociedad depositaria, es un elemento de garantía indispensable en la implementación de los mismos; sin embargo, de acuerdo con lo preceptuado en la Ley, no forma parte de dicha estructura y organización jurídica, lo que constituye una diferencia importante que será objeto de análisis en el último capítulo del presente trabajo.

6. Contrato de fondo común de inversión

El contrato de fondo común de inversión (en adelante también denominado simplemente como “CFCI”) si se encuentra regulado en el OJRG, y específicamente en el artículo 74 de la Ley se le **denomina** “*contrato de fondo de inversión*”. A pesar que la denominación del contrato no es igual a la utilizada en la doctrina y derecho comparado, dicha circunstancia no afecta el fondo, desarrollo e implementación del mismo.

La Ley **conceptualiza** al contrato de fondo de inversión como aquel por medio del cual un agente recibe dinero de terceras personas con el objeto de invertirlo por cuenta de éstas, de manera sistemática y profesional, en valores inscritos para oferta pública y al vencimiento, durante el plazo pactado o la terminación del contrato, según sus propias disposiciones, se obliga condicional o incondicionalmente, a devolver el capital recibido con sus frutos, cargando una comisión cuyo monto y características se definen en el propio contrato (artículo 74 de la Ley).

Por su parte, la doctrina²¹⁰ conceptualiza a los FCI como las organizaciones que captan recursos de múltiples sujetos con el objeto de invertirlos en AF sobre la base de criterios de profesionalidad y diversificación de riesgos.

Por lo tanto, el concepto legal del contrato de fondo común de inversión no riñe con el concepto doctrinal de los FCI, coincidiendo ambas definiciones, especialmente en los siguientes **elementos**: (i) una institución de IC es quien administra el FCI; (ii) los inversores, son una multiplicidad de sujetos y usualmente son ahorristas que desconocen el funcionamiento y criterios de inversión en el MV; (iii) su objeto, es la captación de recursos para invertirlos en AF del MC; (iv) los recursos se invierten bajo el principio de diversificación de la cartera; y, (v) existe una conducción profesional de la inversión de los recursos.

Asimismo, la **función económica** de los FCI, de conformidad con la doctrina consiste en la posibilidad de los pequeños ahorristas de invertir en el MV, llevando a cabo para tal efecto, una política de inversión adecuada, bajos los principios de división, limitación y

²¹⁰ Paolantonio, Martín E. *Op. cit.*, Pág. 24.

repartición de riesgos y de diversificación de inversiones, tal y como lo hacen las grandes fortunas capitalistas. Al establecer el concepto legal que el contrato de fondo de inversión es aquel por medio del cual un agente recibe dinero de terceras personas con el objeto de invertirlo por cuenta de éstas, de manera sistemática y profesional, se plasmó la función económica de los FCI, toda vez que un agente recibe dinero de terceras personas, quienes son los inversionistas y quienes pueden ser pequeños ahorristas, teniendo dicho agente la obligación de invertir el dinero de una manera sensata y eficaz y mediante una gestión especializada.

Lo anterior se integra con lo preceptuado en los artículos 75 de la Ley y 10 y 11, numeral 5, del Reglamento, toda vez que establecen que el texto del contrato de fondo de inversión debe incluir cláusulas que se refieran al nombre del fondo, el perfil de los valores en que piensa invertirse, el porcentaje de diversificación de la inversión y si existe o no un monto mínimo garantizado al inversionista. Con ello se evidencia que el OJRG obliga al agente a diversificar las inversiones y a establecer de una manera profesional los perfiles de los AF a invertir en el MV.

Con relación al **patrimonio** del FCI, el artículo 75 de la Ley, establece que el mismo está formado por los aportes de dinero de los inversores. El dinero recibido por el agente, ni los valores que con él adquiera por cuenta de los inversores se mezclan con su patrimonio, ni puede emplearlos sino para los fines expresamente indicados en el contrato. Los fondos recibidos deberán contabilizarse debidamente, separados de las cuentas propias del agente.

En cuanto a los cuatro **elementos** de los FCI, que Emilio Radresa²¹¹ ha propuesto, al efectuar el análisis de los mismos en el OJRG, se encuentran presentes únicamente tres elementos, siendo éstos, la emisión de cuotas partes, la diversificación de la cartera y la conducción profesional de la inversión de los recursos; y, el cuarto el elemento, que es la independencia funcional entre la sociedad gerente y la sociedad depositaria, no se encuentra presente en la figura legal del contrato de fondo común de inversión, toda vez que la legislación no reguló dentro de la estructura del mismo, a la sociedad depositaria.

²¹¹ Radresa, Emilio. *Op. cit.*, Págs. 267-268.

En cuanto a la organización jurídica del contrato de fondo de inversión, de conformidad con el OJRG se presentan las **características** siguientes:

- **Creación del FCI:** es a iniciativa de un agente, que de conformidad con lo preceptuado en el artículo 7 de la Ley, es una persona jurídica que se dedica a la intermediación con valores, mercancías o contratos conforme a las disposiciones de la misma Ley.
- **Vinculación de los inversores:** son los certificados que acreditan la inversión de cada inversor, los cuales pueden ser emitidos al portador o nominativos. Mediante la suscripción de los mismos, los inversores se vinculan al FCI (artículo 10 del Reglamento).
- **Administración:** el agente se encarga de la administración del fondo, bajo la fiscalización de la autoridad competente (artículos 80, 81 y 82 de la Ley).
- **Registro:** para que el contrato de fondo de inversión pueda surtir los efectos previstos en la Ley deberá inscribirse en el Registro y deberá registrarse el texto de los mismos, las condiciones generales uniformes sobre el manejo de cada fondo y el texto de los certificados que acrediten la inversión a extenderse a cada inversionista del mismo (artículos 75 de la Ley y 10 y 11 del Reglamento).

Según el artículo 74 de la Ley, la **prestación** del contrato de fondo de inversión es onerosa y representa una obligación de dinero o flujos de efectivo a futuro a favor de los inversores por parte del agente, consistente en los frutos del capital o aporte, menos la comisión del agente, y más el valor de rescate de la inversión -capital recibido-.

Con relación a las **obligaciones de los agentes**, de conformidad con lo preceptuado por los artículos 75 de la Ley y 10 del Reglamento, son las siguientes:

- Presentar mensualmente al Registro, dentro de los tres días hábiles siguientes al vencimiento del mes respectivo, un informe que indique el número, monto, tipo y fecha de certificados colocados y redimidos en ese mes; el fondo de inversión al que

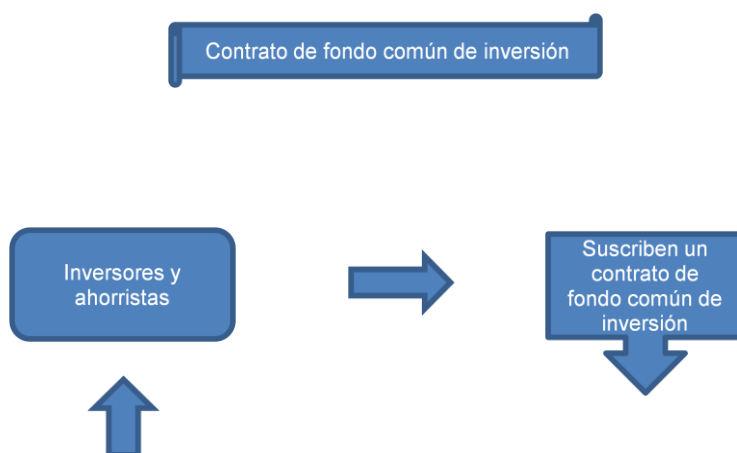
pertenecen; y, los valores en que se invirtieron los recursos de cada fondo de inversión.

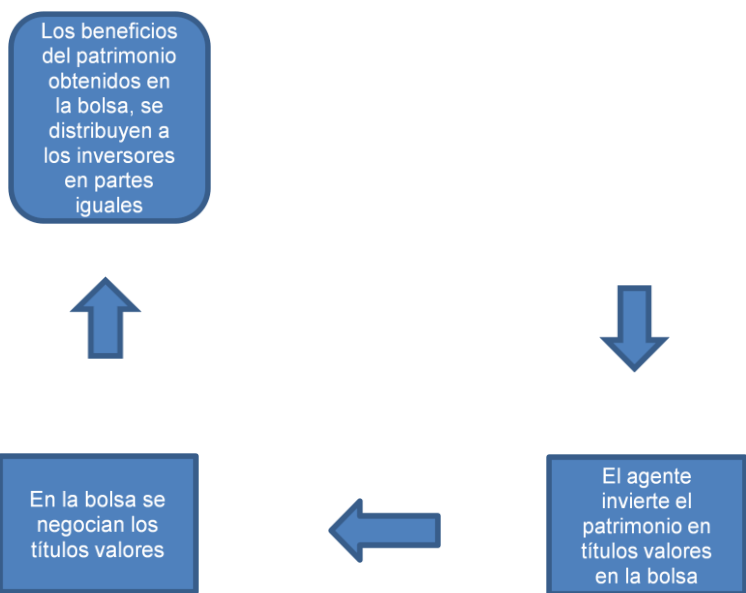
- Los valores que el agente adquiriera por cuenta de los inversores, que no fueran al portador, podrán emitirse en forma nominativa o a la orden del agente, quien queda obligado a remitir mensualmente a los inversores un estado de cuenta en el que aparezca en detalle la cantidad y especie de los valores que conforman la cartera de cada uno de ellos.
- En relación a los valores que se describan en el estado de cuenta, el agente podrá ejercitar las facultades que confiere el endoso en procuración; y en lo que a las acciones emitidas por sociedades mercantiles se refiere, ejercerá por cuenta de los titulares los derechos que de las mismas se deriven, conforme a su leal saber y entender.

Por último y como una ventaja del contrato de fondo de inversión, se encuentra el **beneficio fiscal**, el cual con excepción de los documentos que los agentes expidan como consecuencia de las comisiones que carguen, los demás relacionados con la ejecución de un contrato de fondo de inversión no estarán afectos a impuesto alguno, de acuerdo a lo indicado en el artículo 75 de la Ley.

Tomando en consideración la regulación legal del contrato de fondo de inversión, y para finalizar el presente capítulo, en el esquema siguiente se detalla la estructura del mismo en el MC:

Gráfico 12





Capítulo VII

Presentación, discusión y análisis de resultados

En la presente investigación se ha determinado que el contrato de fondo común de inversión se encuentra regulado en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala y es aplicable en el mercado de capitales; sin embargo, en la práctica no se ha dado un desarrollo notable de los fondos comunes de inversión, como si ha ocurrido en países y comunidades cuya economía es desarrollada o emergente, tales como Estados Unidos de América, la Unión Europea y en América Latina, se puede citar a los Estados Unidos Mexicanos, República de Argentina, República Federal de Brasil, República de Chile y República de Colombia, constituyéndose en un importante instrumento financiero de inversión colectiva, que les ha permitido canalizar el ahorro de pequeños y medianos inversores a finalidades productivas, aumentando los recursos financieros disponibles para el sector público y privado.

También se determinó que los factores por los cuales en el mercado de capitales de la República de Guatemala, aún no se han desarrollado los fondos comunes de inversión, son entre otros, los siguientes:

- El mismo hecho que la economía del país no es desarrollada o de primer orden, situación que ha provocado la falta de prosperidad y bienestar en la mayoría de la población. El desarrollo de los fondos comunes de inversión es el reflejo del nivel del desarrollo económico de un país y el auge de los mismos es la señal que se está frente a una economía emergente o en crecimiento, dado el aumento de la producción de bienes y servicios y su consecuente aumento de ingresos y ahorros de las personas.
- Los ahorristas e inversores desconocen las ventajas que ofrecen los fondos comunes de inversión.
- Las instituciones de inversión colectiva no han sido creativas en la promoción e

implementación de los fondos comunes de inversión.

- No existe beneficios fiscales para las instituciones de inversión colectiva, que representen un valor agregado e incentivo, para que éstas promuevan los fondos comunes de inversión, toda vez que la Ley del Mercado de Valores y Mercancías - decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- únicamente exime de cualquier impuesto a los inversores.
- El desconocimiento de muchas empresas del sector privado de poder obtener financiación en el mercado bursátil.
- La falta de confianza de los inversores en el mercado financiero, por las diferentes estafas, fraudes y quiebras en que han incurrido ciertas instituciones financieras.
- La falta de una adecuada regulación legal de la estructura y organización de los fondos comunes de inversión, que proteja debidamente los intereses de los ahorristas.
- La falta de interés y actuación del Estado en la promoción y desarrollo de los fondos comunes de inversión.

Para solucionar dicha problemática, se debe iniciar con la inclusión en las políticas públicas en materia de desarrollo económico y financiero, con carácter de interés nacional, la creación y promoción de las condiciones necesarias para la implementación y desarrollo de los fondos comunes de inversión, dada la importancia que representarían los mismos para la economía del país y la oportunidad para la población en general de invertir sus ahorros en **el MV**. Tal inicio es bueno para la población y muy conveniente para la economía de la República de Guatemala.

Asimismo, un adecuado marco jurídico es otra de las soluciones para el desarrollo de los fondos comunes de inversión, ya que impone las reglas del juego en forma clara y precisa, establece una debida protección a los ahorristas y crea los incentivos necesarios para promover la participación e inversión en los mismos. En ese orden de ideas, el objetivo de la presente investigación fue el estudio doctrinal y legal del contrato de fondo común de

inversión, así como de las instituciones financieras y económicas en las cuales se desarrollan los mismos, para determinar su debida aplicabilidad, funcionamiento y desarrollo en el mercado de capitales.

Para cumplir dicho objetivo, en el presente trabajo se analizaron:

- Los conceptos económicos y financieros relacionados con los fondos comunes de inversión, especialmente el sistema financiero, el mercado de valores, el mercado bursátil y la bolsa de valores, en donde se desarrollan los mismos.
- Los conceptos jurídicos enmarcados en el campo financiero relativos a la inversión indirecta y colectiva, a la cual pertenece los fondos comunes de inversión.
- La doctrina jurídica sobre los fondos comunes de inversión.
- Los fondos comunes de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala.

Derivado de dicho estudio, tal y como se indicó con anterioridad, se determinó que el contrato de fondo común de inversión de conformidad con lo preceptuado en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, es aplicable en el mercado de capitales; sin embargo, para su debida implementación debe de existir un marco jurídico adecuado, como un factor que coadyuve al desarrollo de los fondos comunes de inversión, por lo que es necesario modificar su regulación legal con el propósito de brindar seguridad y certeza jurídica en las relaciones que emanan de la intermediación de recursos, principalmente a los pequeños y medianos ahorristas.

En la mayoría de países desarrollados y emergentes, los fondos comunes de inversión, constituyen una de las alternativas más importantes y eficientes para canalizar el ahorro en actividades productivas de la economía. Para ello, han creado las condiciones e incentivos necesarios para la implementación y desarrollo de los fondos comunes de inversión, tanto en el marco del sistema financiero como jurídico. Entre ellas cabe destacar:

- **Beneficios fiscales:** Tanto para los ahorristas como para las instituciones de inversión colectiva, que ha generado un incentivo atractivo para la constitución y un crecimiento rápido de los fondos comunes de inversión. Por ejemplo, la República Italiana y el Reino de Bélgica otorgaron un fuerte estímulo fiscal para los participantes de los fondos comunes de inversión, exonerando los mismos del Impuesto Sobre la Renta.
- **Políticas de inversión:** Es obligación de los administradores de los fondos comunes de inversión incluir y especificar en los estatutos de los mismos, la política y normas para la selección de los valores que integrarán los fondos comunes de inversión, lo que permite una mejor fiscalización y control por parte de las autoridades y la limitación de las facultades arbitrarias por parte de los administradores que podrían causar un grave e irreparable daño a los ahorristas.
- **Protección al inversor:** Se han establecido salvaguardias de transparencia y control de las entidades que administran los fondos comunes de inversión con el objeto de custodiar los intereses de los pequeños y medianos ahorradores, así como proveer un trato igualitario a los mismos y promover el ejercicio de su derecho de información plena.
- **Fiscalización y promoción:** Los Estados a través de sus instituciones administrativas respectivas, han ejercido una labor eficiente de fiscalización y control de las instituciones de inversión colectiva, y de información legal a los ahorristas e inversionistas, relativa a los fondos comunes de inversión.

Sin embargo, para el caso de la República de Guatemala, la regulación legal no tiende a crear las condiciones e incentivos necesarios para el fomento y desarrollo de los fondos comunes de inversión. Existen consistentes diferencias con la doctrina jurídica y derecho comparado en cuanto a dicha regulación, las cuales son los motivos por los que no existe el marco jurídico adecuado para su debida implementación.

Para el desarrollo de los fondos comunes de inversión, básicamente se debe de tener la estructura del *trust* anglosajón, tal y como ha sucedido en países y regiones como Estados Unidos de América, la Unión Europea, Reino de España, la República de Argentina, entre

otros, en los cuales han tenido un gran auge y por ende sus economías se han visto beneficiadas del flujo de ahorros hacia las actividades productivas de las mismas. Dicha estructura radica en cuatro elementos de suma importancia, que son el gestor del fondo, la entidad depositaria, el reglamento de gestión y el patrimonio, los cuales se discutirán y analizarán a continuación:

- **Gestor del fondo**

La sociedad gestora administra el fondo común de inversión y está conformada por expertos bursátiles. En el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, la administración del fondo común de inversión compete al agente, quien ejerce la representación de los inversores en lo que se refiere al resguardo de sus intereses, en lo que concierne a la propia gestión como frente a terceros.

La Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- al establecer que el agente es quien administra y gestiona el fondo común de inversión, se distancia de la doctrina y derecho comparado, ya que la inspiración para que una sociedad gestora administre los fondos comunes de inversión, es que sea una entidad especializada quien lo haga, limitando su objeto social únicamente a ello, no pudiendo dedicarse a otras actividades bursátiles y mercantiles. En el caso de la República de Guatemala, el agente puede dedicarse a cualquier tipo de intermediación y asesoría financiera y bursátil, lo cual riñe con las características de especialización y concentración de actividades que debe de prevalecer en la gestión y administración de los fondos comunes de inversión.

Otro aspecto que es importante señalar, es que la sociedad de gestión como tal es regulada en la Ley de Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- únicamente para el caso de las sociedades de inversión, que básicamente su estructura financiera y legal es igual a la de los fondos comunes de inversión, y su única diferencia consiste en la vinculación de los inversores a la institución de inversión colectiva. En la sociedad de inversión, el inversionista se vincula a la misma mediante la suscripción y pago de acciones y en los fondos comunes de inversión mediante la suscripción de los certificados de participación.

Es evidente que el legislador al regular la sociedad de inversión, incorporó en la misma el elemento de la estructura del *trust* anglosajón, de la sociedad gestora, no así para el caso del fondo común de inversión, lo cual era procedente hacerlo de acuerdo a la doctrina relativa a la inversión colectiva, establece que cualquiera que sea la naturaleza de la misma, ha de realizar imperativamente por medio de una sociedad de inversión o un fondo común de inversión. Por tanto, no es congruente que en el ordenamiento jurídico guatemalteco se haya regulado con una estructura y organización legal tan diferente, a las dos instituciones de inversión colectiva primordiales, cuya naturaleza, principios, características y elementos son muy similares. De tal cuenta, el legislador también debió de prever para la regulación del contrato de fondo común de inversión, la existencia de la sociedad gestora, con el objeto que en el desarrollo e implementación del mismo se basara en las características de especialización y concentración que deben inspirar las instituciones de inversión colectiva.

- **Entidad depositaria**

En la doctrina jurídica y mayoría de legislaciones ha sido del criterio unánime que en la estructura y organización jurídica de los fondos comunes de inversión, la sociedad depositaria constituye un elemento de garantía indispensable en la implementación de los mismos.

La sociedad depositaria, además de la labor de depósito y custodia de los bienes que integran el haber del fondo común de inversión, tiene la función de llevar a cabo la fiscalización y el control de la actuación de la sociedad gestora, así como el cumplimiento por parte de ésta del reglamento de gestión. Se separan las funciones de administración del fondo común de inversión de las custodias y depósitos, y las sociedades que cumplen con dichas actividades se controlan y fiscalizan entre ellas en forma recíproca, lo cual ha permitido un control de pesos y contrapesos, en beneficio de la transparencia y eficiencia del fondo común de inversión y la confianza por parte de los ahorristas.

Sin embargo, la entidad depositaria no se encuentra regulada en la Ley de Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- ni el Reglamento de la Ley de Mercado de Valores y Mercancías el -Acuerdo Gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía, de fecha 23 de julio de 1997- como parte de la estructura y organización jurídica de los fondos comunes de inversión. La Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- regula la figura de las instituciones de depósito colectivo, que también se les denomina caja de valores, y son aquellas entidades que prestan servicios de depósito de valores. La legislación guatemalteca primariamente faculta a las bolsas de comercio para recibir en calidad de depósito colectivo los valores que en ellas se negocian, quien a su vez puede designar a una tercera entidad, como sociedad depositaria. Dentro de las facultades legales de las instituciones de depósito colectivo no se encuentra las de fiscalizar y controlar la actuación de otra sociedad financiera o institución de inversión colectiva. Por lo tanto, por la naturaleza de la misma, dicha figura no puede ser aplicable a la estructura y organización del contrato de fondo común de inversión, para el cumplimiento de la función de fiscalización y control de la actuación de la sociedad gestora, por parte de la sociedad depositaria.

Es importante que la sociedad depositaria forme parte de la organización y estructura legal del contrato de fondo común de inversión, ya que ello permite la separación de la administración y gestión del fondo, con la custodia de los valores del mismo, en dos sociedades que no tendrían relación alguna entre ellas o participación una en la otra, y que a su vez se fiscalizarían y controlarían entre sí. Además, ambas sociedades serían objeto de fiscalización por parte del Registro de Valores y Mercancías, lo que indudablemente conllevaría a mejores controles y transparencia en el desarrollo de los fondos comunes de inversión, en beneficio de los ahorristas y se podría anticipar y evitar cualquier daño o perjuicio en contra de los mismos.

Por tales motivos, es procedente que en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, se establezca como elemento del contrato de fondo común de inversión, la participación en el mismo de la sociedad depositaria.

- **Reglamento de gestión**

El ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, tampoco regula el reglamento de gestión en la estructura del fondo común de inversión, situación que se debe al mismo hecho que la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- tampoco regula la participación de las sociedades gestora y depositaria.

El reglamento de gestión es el producto del acuerdo entre las sociedades gestora y depositaria de la creación del fondo común de inversión, cumple funciones muy importantes, ya que determina la política de inversiones, los derechos y obligaciones de los cuotapartistas, establece las normas contractuales que regirán las relaciones entre dichas sociedades y los cuotapartistas, la suscripción y rescate de las cuotapartes, el procedimiento de modificación y rescisión del mismo reglamento, las causas y procedimientos de liquidación del fondo común de inversión y todos aquellos demás términos que acuerden las sociedades gestora y depositaria, siempre y cuando no sea prohibido por la ley.

En consecuencia, se puede tipificar que el reglamento de gestión se integra en el marco del derecho contractual, con carácter plurilateral, en tanto que el acuerdo de voluntades no gira en torno de la composición de intereses de dos sujetos, sino de una pluralidad indefinida. De conformidad con lo preceptuado en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-, el contrato de fondo común de inversión, gira únicamente en torno de la voluntad del agente y del inversor que suscribe el mismo, y no atiende a la naturaleza del condómino del patrimonio que se forma como consecuencia de la suscripción de las cuotapartes por parte de todos los inversores. Dicha situación provocaría en la práctica problemas de la aplicación de la normativa legal en cuanto a la bilateralidad o plurilateralidad de la relación contractual. En tal sentido, si atendemos la bilateralidad de la relación contractual, ésta se limita a las partes originarias, en cambio la plurilateralidad permite el ingreso de nuevas partes a la relación contractual y el retiro de las originarias. De acuerdo a la regulación legal del contrato de fondo común de inversión y atendiendo a su bilateralidad, no podría incorporarse más inversores al mismo, más que el inversor que primariamente suscribió el contrato o tipificarse que existen tantas relaciones contractuales como cuotapartistas

existan del fondo común de inversión.

Otro inconveniente que se evidencia de conformidad a la regulación del contrato de fondo común de inversión, es el caso de la modificación del mismo, ya que si atendemos a la bilateralidad de la relación contractual, se debe de suscribir la modificación con cada uno de los inversores; en cambio, si existiese un reglamento de gestión del fondo común de inversión, dicha modificación podría otorgarse mediante consulta a los inversores, lo cual sería un procedimiento más práctico y se respetaría el principio de protección de los ahorristas.

Asimismo, por virtud de la suscripción de las cuotapartes, se consideran incorporados de pleno derecho los inversores al reglamento de gestión. Para los inversores el reglamento de gestión es un contrato por adhesión, lo que tiene su importancia en materia de interpretación y protección jurídica, de acuerdo a lo establecido en el artículo 672 del Código de Comercio de la República de Guatemala -decreto número 2-70 del Congreso de la República de Guatemala-.

En virtud de lo anterior, para los ahorristas es más conveniente a sus intereses, que en la estructura y organización legal de los fondos comunes de inversión, la gestión de los mismos sea regulada y establecida en un reglamento y no mediante un contrato elaborado únicamente por un agente, que atiende a la bilateralidad de la relación contractual y no al carácter plurilateral de múltiples intereses que emanan de la creación y desarrollo del fondo común de inversión.

▪ **Patrimonio**

La vinculación de los inversores al fondo común de inversión es mediante la suscripción de cuotapartes, lo que implica la adquisición del carácter de condómino sobre los activos del fondo común de inversión. Los participantes del fondo común de inversión son copropietarios del activo del mismo, lo que permite explicar y justificar la innegable necesidad práctica que el patrimonio del fondo común de inversión no se confunda con el de las sociedades de gestión y depositaria. Este condómino está sujeto a una indivisión permanente en tanto el fondo común de inversión no se liquide, y los cuotapartistas ejercen

el derecho de disponer de su propiedad mediante el rescate o transmisión de sus cuotapartes.

La tipificación del patrimonio de los fondos comunes de inversión del condómino coincide con los principios básicos de las instituciones de inversión colectiva: la responsabilidad limitada de los inversores, quienes no arriesgan más que su inversión y la independencia del patrimonio gestionado de la suerte individual de las sociedades gestora y depositaria. Por tanto, los fondos comunes de inversión no son objeto de una copropiedad de derecho común, sino que ha de calificarse como un patrimonio separado y más precisamente colectivo. En la regulación legal del contrato de fondo de inversión establecida en la Ley de Mercado de Valores y Mercancías -decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala- se reconoce la independencia del patrimonio del fondo común de inversión, con relación al patrimonio del agente, pero no se regula la calificación jurídica del patrimonio del fondo común de inversión como colectivo y de carácter indivisible.

Además, en la regulación legal de los fondos comunes de inversión se omite establecer que el patrimonio está formado por una comunidad de bienes y se divide en participaciones iguales que pertenecen a los inversores que han aportado los capitales, es decir, no se reconoce a los inversores un derecho de condominio o copropiedad respecto del haber del fondo común de inversión. Tampoco se regula sobre la emisión de cuotapartes, tipificadas como valores mobiliarios que representan la propiedad del patrimonio común, integrado por los aportes de los cuotapartistas, a quienes corresponden los beneficios en forma proporcional a su inversión.

En tal sentido, es procedente incorporar en la regulación legal del contrato de fondo común de inversión la calificación jurídica de su patrimonio, como colectivo y de carácter indivisible.

Todos los elementos de la estructura del *trust* anglosajón, antes analizados y discutidos se encuentran relacionados estrechamente entre sí, ya que sin uno de ellos, la estructura de los fondos comunes de inversión no puede operar debidamente y no se cumpliría con los objetivos de eficiencia y transparencia en su desempeño. De tal manera, que sin la

sociedad gestora, no hay un motivo financiero y legal para la existencia de la sociedad depositaria, así también, sin ambas sociedades no existen, no se podría elaborar un reglamento de gestión, en el cual se determine las mejores y más eficientes políticas de inversión y diversificación, así como los derechos de los cuotapartistas y sin dicho reglamento de gestión no se podría tipificar por mandato legal la naturaleza jurídica del patrimonio que se conforma como consecuencia de la creación del fondo común de inversión.

De conformidad con la ley guatemalteca cada una de las funciones que le corresponde a los elementos de la estructura del *trust* anglosajón, le competen al agente, lo que significa que las facultades y atribuciones de los agentes en el desarrollo de los fondos comunes de inversión son amplias y discrecionales, sujetas únicamente a la fiscalización del Registro de Valores y Mercancías, eliminando cualquier posibilidad de prever y evitar anticipadamente cualquier daño o perjuicio en contra de los ahorristas.

En otro orden de ideas, como uno de los resultados más importantes de la presente investigación, se debe hacer notar que la labor de fiscalización y control del Estado en el desarrollo del mercado de capitales, es de suma importancia para fomentar y proteger el ahorro en la economía, y en el caso que nos ocupa de los fondos comunes de inversión, como el instrumento más idóneo y eficaz para la transferencia de recursos para la actividad productiva del país. Si dicha labor del Estado de fiscalización y control es eficiente, brindará confianza y seguridad a los ahorristas para invertir en los fondos comunes de inversión. De tal cuenta, para regular dicha labor, es necesario emitir la normativa reglamentaria correspondiente, cuyo propósito sea asegurar y proteger los intereses de los ahorristas y establecer los procedimientos de fiscalización y control de las instituciones de inversión colectiva.

Asimismo, para que las instituciones de inversión colectiva y los ahorristas tengan un interés adicional para constituir fondos comunes de inversión y participar en ellos, el Estado debe de promover los incentivos para ello y la única forma de hacerlo es mediante el otorgamiento de beneficios fiscales. En tal sentido, se ha concluido que para efectos que los fondos comunes de inversión tengan un gran auge, crecimiento y desarrollo en la República de Guatemala, el Estado debe exonerar a las instituciones de inversión colectiva,

de todos los impuestos sobre sus rentas, ingresos y utilidades y sobre los actos jurídicos que celebren relacionados con los fondos comunes de inversión; y, en el caso de los ahorristas, además de exonerar de todos los impuestos relativos a los beneficios obtenidos de los fondos comunes de inversión, que el 100% de los aportes que efectúen a los mismos, sean deducibles de la base imponible para efectos del pago del Impuesto Sobre la Renta.

Con base en los resultados, análisis y discusión anteriores, se ha determinado que es necesaria e indispensable la modificación de la regulación legal del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, en el sentido que en su estructura y organización se incluyan los elementos siguientes:

- Las sociedades gestora y depositaria.
- El reglamento de gestión.
- La naturaleza jurídica del patrimonio como colectivo, de carácter indivisible y que constituye una comunidad de bienes, que se divide en participaciones iguales que pertenecen a los inversores que han aportado los capitales.
- Una reglamentación específica de protección al ahorrista.
- Beneficios fiscales para los inversores y las instituciones de inversión colectiva que representen un verdadero incentivo.

El objetivo de la modificación del orden jurídico de la República de Guatemala, es otorgar una mayor seguridad y certeza jurídica a los ahorristas para invertir en dicha institución, lo cual constituirá un elemento importante para el desarrollo de los fondos comunes de inversión en el mercado de capitales de la República de Guatemala.

Es importante señalar como parte de los resultados de la presente investigación, que la figura de los fondos comunes de inversión debe ser claramente diferenciada de otras instituciones que son similares, con el objeto que el pequeño y mediano ahorrista no se

confunda y tenga los parámetros necesarios para optar por la inversión que más le convenga a sus intereses. Estas entidades son los fondos de pensiones y las sociedades de inversión.

Los fondos de pensiones, son creados y desarrollados por instituciones financieras que fungen como mediadoras del mercado de dinero, y que no están sujetas a la fiscalización de Superintendencia de Bancos. En dichos fondos se invierte el patrimonio en activos financieros del mercado monetario, por lo que el margen de utilidad o rendimiento de la inversión es estrecho, y en todo caso, menor al del mercado de capitales, por la imposibilidad de diversificar la inversión en títulos de mediano y largo plazo. Asimismo, al invertir en el fondo de pensiones, las sociedades que administran el mismo, no emiten certificados de participación que puedan ser negociados en el mercado secundario, lo que limita la liquidez del mercado financiero.

Por su parte, las sociedades de inversión, los inversionistas de las mismas, tienen acciones integrantes del capital, los inversores de los fondos comunes de inversión poseen participaciones. Un inversor que desee invertir en una sociedad de inversión, tendrá que adquirir acciones en una ampliación de capital o a los accionistas actuales. En cambio, para invertir en un fondo común de inversión se han de comprar participaciones a la entidad gestora del mismo. En una sociedad de inversión, el inversor corre la suerte de los resultados de las operaciones obtenidos por la misma, y el pago de sus dividendos es después del pago a acreedores e impuestos, en cambio, en un fondo común de inversión el rendimiento del mismo, es pagado por el gestor antes de impuestos.

Asimismo, se ha señalado en el presente trabajo de investigación, que el pequeño y mediano ahorrista desconoce las ventajas que representa invertir en los fondos comunes de inversión, por tal motivo, es importante resaltarlas: asesoramiento de expertos, economía de escala, liquidez inmediata, diversificación del riesgo, protección adicional al inversor, facilidades de acceso y beneficios fiscales.

Por último, los fondos comunes de inversión pueden ser los vehículos financieros que coadyuven a la problemática social de falta de vivienda y tierras para su explotación y apoyo a las personas de escasos recursos; en tal sentido el Estado en forma conjunta con

el sector privado podrían promover la creación de un fondo común de inversión inmobiliario que combinándolo con la figura jurídica del arrendamiento con opción a compra, tenga como objetivo financiar la construcción y adquisición de dichas viviendas y fincas. Asimismo, también de esa forma, se podría promover y fomentar la creación de empresas y el crecimiento de pequeñas y medianas empresas, mediante un fondo común de inversión mixto, compuestos por valores inmobiliarios y mobiliarios, y combinándolos con las figuras jurídicas del arrendamiento con o sin opción a compra y compraventa a plazos, tenga como objetivo que los pequeños y medianos empresarios puedan adquirir inmuebles, bienes de capital, maquinaria, vehículos, herramientas y materia prima para llevar a cabo sus operaciones, sujetos a la fiscalización de sus operaciones, lo que generaría nuevas fuentes de trabajo y sería un factor para el crecimiento de la economía del país.

En virtud de la anterior discusión y análisis, podemos afirmar que en la presente investigación se alcanzaron los objetivos de la misma, toda vez que se realizó el estudio doctrinal y legal de los fondos comunes de inversión y de todas aquellas instituciones financieras y legales en las cuales se desarrollan y participan los mismos, de tal cuenta, que el lector ha podido comprender a plenitud su estructura, organización, funcionamiento, aplicabilidad en el mercado de capitales y principalmente las múltiples ventajas que conlleva a los ahorristas participar en los mismos. También se puede afirmar que se respondió la pregunta de investigación, toda vez que se determinó que el contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala es aplicable en el mercado de capitales, y para su debida implementación debe de existir un marco jurídico adecuado, como un factor que coadyuve al desarrollo de los fondos comunes de inversión, por lo que es necesario modificar su regulación legal en los términos ya anteriormente indicados, con el propósito de brindar seguridad y certeza jurídica en las relaciones que emanan de la intermediación de recursos en los fondos comunes de inversión, principalmente a los pequeños y medianos ahorristas.

Conclusiones

1. En la República de Guatemala el pequeño y mediano ahorrista, no tiene opciones para invertir en activos financieros tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales, que representen por lo menos un rendimiento mayor a la tasa de inflación del quetzal; y, desconocen las ventajas que ofrecen los fondos comunes de inversión, consistentes en el asesoramiento de expertos, economía de escala, liquidez inmediata, diversificación del riesgo, protección adicional al inversor, facilidades de acceso y beneficios fiscales.
2. El ahorrista al invertir en un fondo común de inversión obtendría un rendimiento mayor al del mercado de dinero; asimismo, las empresas del sector privado podrían obtener financiamiento en el mercado bursátil a un costo financiero menor que en el sistema bancario.
3. Unos de los factores primordiales que ha impedido el surgimiento y desarrollo de los fondos comunes de inversión en la República de Guatemala, es el desconocimiento de muchas empresas del sector privado de poder obtener financiación en el mercado bursátil; así como la falta de confianza de los inversores en el mercado financiero, dada las estafas, fraudes y quiebras en que han incurrido ciertas instituciones financieras.
4. Una de las medidas a implementarse para que se desarrolle la bolsa de valores de comercio en la República de Guatemala, es la regulación de la participación en la composición accionaria de la misma, por parte de instituciones del sistema bancario o de cualquier persona o entidad que tenga relación directa o indirecta con ellas, tales como compañías matrices, subsidiarias, sucursales, controladas o que de cualquier forma pertenezcan al mismo grupo empresarial, dada la circunstancia, que existe un claro conflicto de intereses, ya que la instituciones bancarias y bursátiles compiten en el mercado financiero, como intermediarios de la financiación de recursos, y pudiese ser que un sistema influya en el otro, para evitar el desarrollo del mismo.
5. Los fondos comunes de inversión podrían constituir en la República de Guatemala, el

instrumento financiero más importante para canalizar el ahorro a finalidades productivas, lo cual no ha sido posible por la falta de desarrollo del mercado de capitales, y como un factor que coadyuve para dicho desarrollo es necesaria la modificación de la regulación legal de los fondos comunes de inversión.

6. Los fondos comunes de inversión podrían ser los medios o vehículos para que el Gobierno de la República de Guatemala, promueva políticas de acceso a viviendas y fincas para su explotación por parte de personas y comunidades de escasos recursos económicos.
7. La regulación del contrato de fondo común de inversión en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, no establece como parte de la estructura y organización legal del mismo, a las sociedades gestora y depositaria ni el reglamento de gestión del fondo; tampoco se regula y establece la naturaleza jurídica del patrimonio que nace como consecuencia de la constitución del fondo común de inversión; motivos, por los cuales es procedente la modificación de su regulación legal, en el sentido de incluir los elementos antes relacionados de los fondos comunes de inversión, para otorgar una mayor seguridad y certeza jurídica a los inversionistas y protección a los mismos.

Recomendaciones

1. Se recomienda incluir en las políticas públicas en materia de desarrollo económico y financiero, con carácter de interés nacional, la creación y promoción de las condiciones necesarias para la implementación y desarrollo de los fondos comunes de inversión, dada la importancia que representarían los mismos para la economía del país y la oportunidad para la población en general de invertir sus ahorros en el mercado de valores.
2. Se recomienda dar una notable promoción de los fondos comunes de inversión, por parte del Estado y de las instituciones que actúan en el mercado de valores dando a conocer las ventajas y beneficios que conlleva invertir en los mismos.
3. Se recomienda que el Estado y las organizaciones empresariales promuevan y capaciten a las empresas para obtener financiamiento a través del mercado bursátil, el cual tiene un costo financiero menor que el del sistema bancario.
4. Se recomienda que el Registro del Mercado de Valores y Mercancías implemente una labor eficiente de control, supervisión de cumplimiento de la normativa legal y fiscalización preventiva de las instituciones que actúan en el mercado de valores como unidades receptoras de recursos, tales como la bolsa de valores, agentes, intermediarios e instituciones de inversión colectiva, con el objeto de asegurar la transparencia de los fondos comunes de inversión.
5. Se recomienda incorporar en la regulación legal del contrato de fondo común de inversión la calificación jurídica de su patrimonio, como colectivo y de carácter indivisible.
6. Se recomienda que en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, se establezca como elemento del contrato de fondo común de inversión, la participación en el mismo de la sociedad depositaria, ya que ello permitiría la separación de la administración y gestión del fondo, con la custodia de los valores del mismo, en dos

sociedades que no tienen relación alguna entre ellas o participación una en la otra, y que a su vez se fiscalizarían y controlarían entre sí.

7. Con el objeto de proteger y garantizar debidamente la inversión de los ahorristas en los fondos comunes de inversión; se recomienda brindar seguridad y certeza jurídica en el mercado bursátil; generar confianza en dichas inversiones; promover el desarrollo de los mismos; así como modificar su regulación en el ordenamiento jurídico de la República de Guatemala, en el sentido que en su estructura y organización jurídica se incluyan los elementos siguientes: (i) las sociedades gestora y depositaria; (ii) el reglamento de gestión; (iii) la naturaleza jurídica del patrimonio como colectivo, de carácter indivisible y que constituye una comunidad de bienes, que se divide en participaciones iguales que pertenecen a los inversores que han aportado los capitales; (iv) una reglamentación específica de protección al ahorrista; y, (v) beneficios fiscales tanto para los inversores como las instituciones de inversión colectiva que representen un verdadero incentivo.
8. Se recomienda la creación en forma conjunta entre el Estado y el sector privado de los fondos comunes siguientes: (i) un fondo común de inversión inmobiliario que combinándolo con la figura jurídica del arrendamiento con opción a compra, tenga como objetivo financiar la construcción y adquisición de viviendas y fincas comunales para su explotación por parte de personas y comunidades de escasos recursos; lo que ayudaría a solventar los problemas sociales de falta de vivienda y tierras para producir; y, (ii) un fondo común de inversión mixto, compuestos por valores inmobiliarios y mobiliarios, y combinándolos con las figuras jurídicas del arrendamiento con o sin opción a compra y compraventa a plazos, tenga como objetivo que los pequeños y medianos empresarios puedan adquirir inmuebles, bienes de capital, maquinaria, vehículos, herramientas y materia prima para llevar a cabo sus operaciones, sujetas a fiscalización; lo que generaría nuevas fuentes de trabajo y sería un factor para el crecimiento de la economía del país.
9. Se recomienda que con el objeto de fomentar el ahorro e inversión, las asociaciones, cooperativas, sindicatos y grupos gremiales, promuevan entre sus miembros la inversión en fondos comunes de inversión, lo que permitiría la creación de un gran patrimonio común, lo cual les otorgaría un gran poder de negociación con las

instituciones de inversión colectiva.

- 10.** Dada la actual globalización del sistema financiero, se recomienda la integración del mercado de capitales centroamericano y la unificación de su regulación legal, con el objeto aumentar la amplitud, profundidad y flexibilidad del mismo, y las oportunidades de inversión, y desarrollo de los fondos comunes de inversión.

Referencias

1. Referencias bibliográficas

- Case, Karl E. y Fair, Ray C. *Fundamentos de Economía*. Estados Unidos Mexicanos, México: Prentice-Hall Hispanoamericana, S. A. 1993. 2ª edición.
- Cortés, Luis Javier. *Lecciones de Contratos y Mercados Financieros*. Reino de España, Madrid: Civitas Ediciones, S. L. 2004.
- Editorial Planeta, S. A. *Enciclopedia Práctica de la Banca, Planeta*. Tomos I y IV. Reino de España, Barcelona: Editorial Planeta, S. A. 1989.
- Fabozzi, Frank J. y otros. *Mercados e instituciones financieras*. Estados Unidos Mexicanos, México: Prentice-Hall Hispanoamericana, S. A. 1996.
- Heyne, Paul. *Conceptos de Economía. El mundo según los economistas*. Reino de España, Madrid: Prentice-Hall. 1998. 8ª edición.
- Jáuregui, María de los Ángeles. *Tratado sobre activos financieros derivados*. República de Argentina, Buenos Aires: La Ley. 2003.
- Nieto Carol, Ubaldo. *El mercado de valores. Organización y funcionamiento*. Reino de España, Madrid: Civitas. 1993.
- Paolantonio, Martín E. *FCI*. República de Argentina, Buenos Aires: Ediciones Depalma. 1994.
- Radresa, Emilio. *Bolsas y contratos bursátiles*. República de Argentina, Buenos Aires: Ediciones Depalma. 1995.
- Villegas, Carlos Gilberto. *Contratos mercantiles y bancarios*. Tomo II. Contratos

bancarios. República de Argentina, Buenos Aires: Edición del Autor. 2005.

2. Referencias normativas

- Asamblea Nacional Constituyente. Constitución Política de la República de Guatemala – aprobada el 31 de mayo de 1985, la cual entró en vigencia el 14 de enero de 1986-.
- Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima. Reglamento de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima.
- Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima. Reglamento de Casas de Bolsa.
- Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima. Reglamento de Inscripción de Valores.
- Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima. Reglamento para la Emisión e Inscripción de Valores Representados por medio de Anotaciones en Cuenta.
- Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima. Reglamento sobre Divulgación y Actualización de Información de Entidades Emisoras.
- Congreso de la República de Guatemala. Código de Comercio de la República de Guatemala -decreto número 2-70 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Supervisión Financiera –decreto número 18-2002 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Bancos y Grupos Financieros –decreto número 19-2002 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Sociedades Financieras Privadas – decreto-ley 208 del Jefe del Gobierno de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Almacenes Generales de Depósito –

decreto número 1746 del Congreso de la República de Guatemala-

- Congreso de la República de Guatemala. Ley de la Actividad Asegurada –decreto número 25-2010 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Libre Negociación de Divisas –decreto número 94-2000 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley de Organizaciones No Gubernamentales para el Desarrollo -decreto número 02-2003 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley del Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas –decreto número 1448-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley del Mercado de Valores y Mercancías - decreto número 34-96 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley General de Cooperativas -decreto número 82-78 del Congreso de la República de Guatemala-.
- Congreso de la República de Guatemala. Ley Orgánica del Instituto de Fomento Municipal –decreto legislativo número 1132-.
- Jefe de Gobierno de la República de Guatemala. Código Civil -decreto ley número ciento seis.
- Ministerio de Economía de la República de Guatemala. Reglamento del Registro del Mercado de Valores y Mercancías -Acuerdo Gubernativo número 557-97 del Ministerio de Economía-.

3. Referencias electrónicas

- Bolsa de Valores Nacional Guatemala. Bolsa de Valores Nacional, S. A. *¿En qué invertir?* República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. http://www.bvnsa.com.gt/bvnsa/bolsa_en_que_invertir.php Fecha de consulta: el 29 de junio de 2011 a las 12:10:18 horas.

- García Santillán, Arturo. *Sistema financiero mexicano y el mercado de derivados*. Estados Unidos Mexicanos: Universidad Cristóbal Colón, Centro de Investigación del Área Económico- Administrativo, serie libros y manuales: finanzas, contaduría y administración unidad multidisciplinaria. 2007. <http://www.eumed.net/libros/2007b /289/ indice.htm> Fecha de consulta: el 21 de mayo de 2011, a las 13:43.25 horas.

- Rebelión. Zacharie, Arnaud y Jean Pierre Avermaete. *Los mercados financieros*. Traducción de Maite Onco Barella. República Francesa. 2004. <http://www.rebelion.org/docs/ 5713.pdf> Pág. 3. Fecha de consulta: el 26 de junio de 2011 a las 10:27:51 horas.

4. Otras referencias

- Aldana Dardón, José Emilio. *El mercado de capitales de Estados Unidos de Norte América como una opción de inversión para individuos y empresas guatemaltecas*. República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. 1988. Tesis de la carrera de Administración de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Francisco Marroquín.

- Cuevas Penedo, Eduardo José. *Acceso a los mercados financieros a través de internet, una opción para las personas y empresas guatemaltecas*. República de Guatemala, Ciudad de la Nueva Guatemala de la Asunción. 2001. Tesis de la carrera de Administración de Empresas con especialización de finanzas, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Francisco Marroquín.