AAG2063

TESIS
IF 2002
M6

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

NUEVAS ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN: EL APORTE DE LOS FONDOS MUTUALES AL MERCADO FINANCIERO ACTUAL

AUTOR:
ELIO HERNÁNDEZ MONASTERIOS C. I. 6.135.185
PROFESOR: ECON. JOSÉ REQUENA UNDA

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO
PARA OPTAR AL TITULO DE
ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

CARACAS, JULIO 2.002.

INDICE

	Pág.
1.- Introducción	**4**
2.- Objetivo del trabajo y metodología a utilizar:	**5**
2.1.- Objetivo General.	5
2.2.- Objetivos Específicos.	5
2.3.- Limitaciones encontradas.	5
3.- Marco Teórico:	**6**
3.1.- Introducción a los Fondos Mutuales.	6
3.1.1.- ¿En que consiste un Fondo Mutual?.	6
3.1.2.- ¿Cómo ganar dinero en un Fondo Mutual?.	7
3.1.3- Los Fondos como alternativa de inversión.	8
3.2.- Contexto Legal:	9
3.2.1.- Normas de regulación y control en Venezuela.	9
4.- Desarrollo del trabajo:	**14**
4.1.- Los Fondos Mutuales en el mundo:	14
4.1.1.- Antecedentes Históricos:	14
4.1.1.1.- Origen y surgimiento.	21
4.1.2.- Organización interna:	22
4.1.2.1.- Gerencia de Riesgos y Asignación de Activos.	22
4.1.2.2.- Técnicas de Inversión.	28
4.1.2.3.- Experiencias y estilos comparados.	31
4.1.3.- Clasificación:	36
4.1.3.1.- Fondos de Acciones.	36
4.1.3.2.- Fondos de Bonos.	37
4.1.3.3.- Fondos del Mercado Monetario.	41
4.1.3.4.- Otros fondos.	41
4.2.- Los Fondos Mutuales en Venezuela	43
4.2.1.- Breve reseña histórica.	43
4.2.2.- Evolución reciente.	46
4.2.3.- Organización y funcionamiento.	47
4.2.4.- Clasificación de los Fondos Mutuales:	48
4.2.4.1.- Por la política y los métodos gestión de cartera.	48
4.2.4.2.- Por su naturaleza jurídica.	48
4.2.4.3.- Según la integración del capital.	48
4.2.4.4.- Por su política de ventas.	48
4.2.4.5.- Por la política de inversión.	49
4.2.4.6.- Grado de especialización.	49
4.2.4.7.- Comparación años 1.999-2.000.	49
4.2.4.8.- Impacto de los Fondos Mutuales en Venezuela:	49
4.2.4.9.- Comparación por tipos.	50
4.2.4.- Opinión de los expertos.	52
5.- Conclusiones.	53
6.- Anexos.	54
7.- Bibliografía utilizada.	64
8.- Glosario de términos.	65

1.- INTRODUCCIÓN

El presente trabajo forma parte de los requisitos para obtener el título de Especialista en Instituciones Financieras, Mención Finanzas Internacionales y en el cual se aborda la temática de los Fondos Mutuales.

Si algo caracteriza nuestro entorno, es su nivel creciente de incertidumbre, interrelación e innovación. Estos elementos se presentan en todas las áreas del acontecer humano en la actualidad y son de gran relevancia en el área económica y en el área financiera, tenemos: la creciente relación de los mercados financieros internacionales, ya que vamos hacia la aldea global, no sólo en las comunicaciones, sino también en la economía; la reducción de los intermediarios financieros, las fusiones entre instituciones y la consolidación de los Bancos Universales, en un mercado cada día más cambiante, donde sólo los fuertes sobreviven y los más pequeños se fusionan para poder sobrevivir. Ante esta panorámica, surgen una serie de instituciones e instrumentos que cada vez más se adaptan a las necesidades de los usuarios, creando incluso nuevas necesidades y haciendo atractiva la inversión, en época de crisis.

Dentro de esta panorámica, surgen los fondos mutuales, que aunque no son nuevos como instrumentos, ya que su origen se remonta al siglo pasado, es después de los años 70, que su presencia en los mercados financieros es significativa. La base teórica de los Fondos Mutuales, se encuentra en las innovaciones post-keynesianas sobre la demanda especulativa de dinero y en especial el Tratamiento al Riesgo de Harry Markowitz (1952), el Análisis de la Preferencia por la Liquidez y la Teoría de la Conformación de James Tobin (1958). Desde entonces se han hecho valiosos aportes teóricos por autores como Sharpe, Treynor, Litner, Mossin y Black.

En general, las Teorías de Portafolio, se preocupan de la toma de decisiones que envuelven resultados que no pueden predecirse con toda certeza y por lo general, son planteados en términos normativos. El mecanismo por excelencia para la generación de un portafolio o cartera diversificada, es acudir al mercado de capitales y en última instancia, el objetivo es establecer un nivel de riesgo apropiado a los niveles de retomo deseado.

Pero ¿qué son los Fondos Mutuales?, según los define el Art. 65 de la Ley de Mercado de Capitales, son Sociedades Anónimas que tienen por objeto la inversión en títulos valores con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permite su control económico y financiero. El hecho de que un tipo de institución permita que pequeños inversionistas accedan al mercado de capitales y que por otra parte, constituyan una fuente de ingresos en el mercado, constituyen razones suficientes para profundizar en su estudio.

El trabajo está dividido en tres partes: el Marco Teórico-Metodológico, el Cuerpo o Contenido y las Conclusiones/Recomendaciones.

2.- OBJETIVOS DEL TRABAJO Y METODOLOGíA UTILIZADA

El objeto del trabajo, es acercarnos a las ventajas y desventajas que instrumentos como los Fondos Mutuales, pueden aportar en países como el nuestro.

En el mismo, se busca dar una visión general sobre la forma en que opera el sector de los Fondos Mutuales, en los mercados internacionales y hacer referencia, al mercado venezolano, mostrando la forma como se pueden usar estos mercados como alternativa de inversión. Para esto, se evaluarán necesidades, limitaciones y oportunidades de desarrollo de dicho mercado en Venezuela, sustentando que los fondos mutuales son una alternativa de ahorro, conociendo los riesgos y beneficios, los pro y los en contra, de dichas inversiones.

Objetivo General: observar la forma como se desenvuelven los Fondos Mutuales, a nivel internacional, teniéndolos como patrón de referencia, finalizando entonces, con una breve reseña sobre los fondos mutuales nacionales, vistos como una rentable alternativa de inversión y diversificación del riesgo.

Objetivos Específicos:

- ✓ Presentar una diferente forma de acceder a los instrumentos de inversión.
- ✓ Establecer algunos de los pasos necesarios para acceder a los mercados de capitales.
- ✓ Enumerar alguna de las etapas para estimular la participación de los inversionistas, en instrumentos no tradicionales de ahorro.

Limitaciones encontradas:

- ✓ Poca y desactualizada bibliografía en el sector de los Fondos Mutuales nacionales, no así en el área internacional.
- ✓ Poca información disponible, en cuanto a la historia, evolución y perspectivas del mercado de fondos nacionales.
- ✓ Falta de especialistas en el área, lo cual puede haber afectado negativamente en la recolección e interpretación de la información utilizada para elaborar el presente trabajo.

3.- MARCO TEORICO:

3.1. INTRODUCCION A LOS FONDOS MUTUALES

En esta sección se plantearán los fundamentos iniciales acerca de los conceptos básicos de los Fondos Mutuales como alternativa para pequeños y medianos inversionistas. Se definirá conceptualmente el tema, los beneficios que aportan los Fondos Mutuales al inversionista y cómo obtienen ganancia dichos fondos.

3.1.1. ¿EN QUÉ CONSISTE UN FONDO MUTUAL?

El término Fondo Mutual se refiere a una compañía anónima que se dedica al manejo profesional de los fondos de inversiones que poseen características y objetivos de inversión similares (1).

Dentro de la definición de compañías de inversión encontramos las siguientes: compañías de inversión abiertas y cerradas, fideicomisos de inversión y compañías de emisión de certificados de valor nominal. Los Fondos Mutuales se incluyen dentro de la primera categoría bajo la definición de compañías de inversión abiertas o cerradas. Son abiertas cuando emite títulos valores redimibles, que en este caso son las acciones del Fondo, a precio de mercado en el momento que el inversionista lo desee. Los accionistas de una compañía de inversión abierta pueden redimir sus acciones, (las cuales no tienen una cantidad limitada dentro del Fondo) y hacerlas efectivas a precio de mercado en el momento que lo deseen; mientras que los accionistas de una compañía de inversión cerrada, deben conseguir comprador para sus acciones ya que el número de ellas es fijo, limitado.

El precio de las acciones del fondo es determinado por el VAN o valor de los activos netos. El VAN es el valor total de mercado de los activos del Fondo dividido entre el número de acciones que lo conforman. Puede calcularse diariamente y para facilitar esta tarea se requiere que por lo menos el 85% de los activos del Fondo (y hasta el 90% para el caso de los Fondos de Mercado Monetario) se encuentren invertidos en títulos valores líquidos con cotización diaria en el mercado. Dentro de las limitaciones de las compañías de inversión abierta encontramos la capacidad de incurrir en deudas. Dada la facultad de redención de este vehículo de inversión, solo podrá emitir títulos valores junior, es decir, aquellos que no ofrecen garantías ni prioridades al momento de la quiebra de una compañía (por ejemplo las acciones comunes). También se encuentran regulados el porcentaje de los activos invertidos por el Fondo en una compañía determinada y la participación de la banca dentro de la administración, custodia y asesoramiento de los Fondos.

A diferencia de las compañías de inversión abierta, las cerradas tienen la facultad de emitir títulos de deuda y acciones preferidas bajo ciertas condiciones y no se encuentran sujetas a los requerimientos de liquidez de las compañías de inversión abierta necesarios por la condición de redención de sus acciones

(1) Sary Levy, 1.996, pp.122.

3.1.2. ¿CÓMO GANAR DINERO EN UN FONDO MUTUAL?

Los fondos mutuales tienen la capacidad de generar dinero de dos formas:

- **Ingresos**: Un fondo recibe dividendos e intereses de las inversiones de cartera que posea, en acciones y en instrumentos de renta fija, respectivamente.

- **Revalorización**: Los fondos también pueden ganar dinero a través del crecimiento, o la apreciación del capital. El crecimiento ocurre cuando hay un alza en el precio de mercado de las inversiones de la cartera.

Los inversionistas de los fondos mutuales ganan su dinero en los fondos mutuales de las siguientes formas:

- **Dividendos:** Un fondo mutual puede repartir dividendos a sus inversionistas, como una porción de los ingresos y ganancias por la revalorización efectivamente realizada dentro del ejercicio económico. Se puede recibir estos dividendos en un cheque, abono en cuentas bancarias o puede reinvertirlas en acciones adicionales del fondo mutual. Algunos fondos mutuales no reparten dividendos y los capitalizan automáticamente reflejándolos en el precio.

- **Crecimiento**: Los inversionistas también pueden ganar dinero a través del crecimiento, o la apreciación del capital. El crecimiento ocurre cuando hay un alza en el valor de las inversiones, aumentando el precio de la acción del fondo.

- **Compra y venta de acciones**: Los inversionistas al vender sus acciones pueden tener utilidades o pérdidas: si el accionista vende a un precio mas alto del cual pagó originalmente pueden realizar ganancias de capital, pero si él vende las acciones a un precio mas bajo del cual pagó, pierde una porción del dinero invertido, es decir, sufre una pérdida del capital.

Veamos un ejemplo para un Fondo Mutual venezolano denominado en Bolívares:

Distribución de los Dividendos

Las ganancias de los dividendos del fondo son distribuidas al inversionista.

Ganancias acción del fondo	Número de acciones (unidades inversión)	Distribución del dividendo recibido por el inversionista
Bs. 1,00	250	Bs. 250,00

Ganancia de Capital

Asumamos que el precio de la acción del fondo creció a través de los años de Bs.100,00 a Bs. 110,00. En el momento que el inversionista venda sus acciones, realizará una utilidad o ganancia de capital.

Aumento del VUI	Número de acciones (unidades de inversión)	Ganancia del inversionista
Bs.10,00	250	Bs.2.500,00

Ganancia Total

Si el inversionista originalmente hubiera comprado 250 acciones, invirtiendo Bs.25.000,00 en un fondo mutual y hubiera vendido todas sus acciones, luego de recibir el dividendo la ganancia total hubiera sido de Bs.2.750,00 por acción.

Inversión inicial	Distribución del Dividendo	Ganancia sobre el Capital	Ganancia total
Bs.25.000,00	Bs. 250,00	Bs.2.500,00	2.750,00

Por supuesto, no hay ninguna garantía de que el precio de la acción del fondo aumente en valor a través del tiempo, o que pagará dividendos. El valor de las acciones del fondo puede bajar, reduciendo el valor de su inversión.

3.1.3.- LOS FONDOS COMO ALTERNATIVA DE INVERSIÓN.

Los fondos mutuales se han vuelto instrumentos muy populares porque ofrecen una forma simple y eficaz de invertir en los complejos mercados financieros de hoy. Los beneficios principales de inversión en fondos mutuales son los siguientes (2):

Administración profesional: Los fondos mutuales están administrados por profesionales expertos en el área de inversión quienes entienden el dinamismo de los mercados financieros. El gerente de cartera y equipo de investigación conformado por especialistas tienen como objetivo el estudio de los títulos valores que lucen atractivos para la inversión en el mercado. Ellos realizan un análisis cuidadoso de las empresas emisoras revisando sus estados financieros, hablando con la gerencia y coordinando personalmente visitas. Después de este proceso de análisis de mercados y definición de estrategias, el gerente de cartera selecciona los valores que cree, contribuirán mayormente para el logro de los objetivos de inversión.

Diversificación: Los fondos mutuales invierten en un gran número de valores, tales como acciones y bonos. Por ejemplo, un fondo mutual cuyo objetivo financiero es de crecimiento a largo plazo invertiría en acciones de las empresas más importantes inscritas en las Bolsa de Valores del mundo. Los Fondos Mutuales están diversificados al invertir en valores que pertenecen a una amplia gama de industrias, tales como, telecomunicaciones, energía, finanzas y materiales de construcción. Esta diversificación permite que aumente la posibilidad de lograr el rendimiento esperado y que se reduzca el riesgo.

Acceso fácil al dinero: Se pueden vender acciones (unidades de inversión) de fondos mutuales cualquier día laborable al precio correspondiente al día de su solicitud. Cabe destacar, que los Fondos Mutuales de Inversión publican regularmente el precio de sus acciones (unidades de inversión) en diversos diarios de circulación a nivel mundial o nacional, según sea el caso. También se puede transferir el dinero de un fondo mutual a otro de la misma familia de fondos, usualmente sin costos o comisiones adicionales por estas transacciones.

Baja inversión inicial: Los fondos mutuales hacen fácil y accesible la primera inversión al tener la flexibilidad de poder invertir a partir de montos realmente bajos.

Facilidad de inversión: A través del agente de distribución, oficina bancaria o corredor público de títulos valores es posible abrir una cuenta de fondos mutuales.

Información oportuna y transparente: Los clientes de los Fondos Mutuales reciben trimestralmente (en la mayoría de los casos), estados de cuenta que contienen información detallada sobre su inversión.

(2) Sary Levy, 1.996, pp. 130.

3.2.- CONTEXTO LEGAL:
3.2.1.- NORMAS DE REGULACIÓN Y CONTROL EN VENEZUELA.

En Venezuela, los Fondos Mutuales se encuentran regulados, vigilados y fiscalizados por la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV), organismo adscrito al Misterio de Hacienda. Entre algunas de sus atribuciones y deberes tenemos: la autorización de oferta pública de acciones y títulos valores, así como la supervisión de las personas que se propongan constituir sociedades por suscripción pública y dictar normas que regulen ese proceso y la autorización de la publicidad, prospectos de las emisiones de acciones y otros valores (3).

Entre las regulaciones que controlan el funcionamiento de los Fondos Mutuales en Venezuela encontramos las Normas Relativas a la Organización y Funcionamiento de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales de Inversión decretadas en 1981. Según esta normativa, las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales de Inversión son aquellas que tienen por objeto administrar el patrimonio de los Fondos Mutuales de Inversión y representar a los mismos de acuerdo con los términos del contrato de administración que celebren al respecto (4). Sus objetivos principales son: la representación y administración del patrimonio de los Fondos Mutuales de Inversión, así como las actividades relacionadas con las operaciones propias del Fondo (5).

Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales de Inversión no podrán prestar servicios a más de un Fondo Mutual si sus objetivos de inversión son del mismo tipo (6), solo podrán obtener préstamos para financiar operaciones relacionadas con el cumplimiento de sus obligaciones (7), no podrán obtener préstamos de los Fondos que administren (8), así como tampoco podrá realizar operaciones de crédito, constituir fianzas, avales o garantías con los miembros del personal ejecutivo (9).

Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales de Inversión deben entregar trimestralmente a cada accionista, la descripción y el monto de sus operaciones, así como el saldo en cuenta (10) y anualmente el Extracto del informe de la junta directiva del Fondo a sus accionistas, Estado de Activos y Pasivos, Estado de Operaciones, Estado de Cambios en el Activo Neto y Estado de la Cartera de Inversiones (11).

También en 1981 se decretan las Normas Relativas a la Inscripción en el Registro Nacional de Valores, a la Organización y Funcionamiento de los Fondos Mutuales de Inversión de Capital Variable y a la Determinación del Valor de Recompra de sus Acciones, donde se definen los Fondos Mutuales de Inversión como:

> "Son Fondos Mutuales de Inversión las sociedades anónimas que tienen por objeto la inversión en títulos valores con arreglo al principio de distribución de riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero" (12).

---

(3) Art. 2° Ley de Mercado de Capitales (1.975)
(4) Art. 10°.
(5) Art. 1° de las Normas Relativas a la Organización y Funcionamiento de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales de Inversión (1.981).
(6) Art. 2°.
(7) Art. 7°.
(8) Art. 20°.
(9) Art. 21°.
(10) Art. 22°.
(11) Art. 28°.
(12) Art. 29°.

Según el artículo 5 de las mismas normas, se consideran Fondos Mutuales de Inversión de Capital Variable aquellos Fondos susceptibles de aumento de capital por aportaciones de los socios o de nuevos accionistas y de disminución por retiro total o parcial de las aportaciones, sin necesidad de convocar a una Asamblea de Accionistas (13). Estos Fondos podrán administrar directamente su patrimonio o contratar los servicios de una Sociedad Administradora de Fondos Mutuales de Inversión (14). Estas últimas, deberán entre otras cosas: invertir los recursos del Fondo, evaluar las compañías en las cuales invierta el Fondo, supervisar diariamente la cartera de inversiones, preparar el prospecto del Fondo, rescatar las aciones emitidas, calcular el valor del activo neto y llevar los libros y registros del Fondo (15). Para facilitar las operaciones nombradas anteriormente, la Sociedad Administradora de Fondos Mutuales podrá delegar a otros parte de sus funciones (16).

Los Fondos podrán contratar los servicios de un agente de traspaso para llevar el libro de accionistas y emitir los certificados de acciones del Fondo (17). La distribución y venta de los fondos, puede realizarse a través de una filial de la Sociedad Administradora, Sociedades Financieras y Corredores Públicos de Títulos Valores (18). En cuanto a la estructura de patrimonio e inversiones, los Fondos Mutuales deber invertir sus activos en títulos valores inscritos en Bolsas de Valores y títulos de deuda pública, entre otros (19).

Al igual que las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales, los Fondos no podrán otorgar préstamos (20), pero si podrán recibirlos previa autorización de la CNV (21), deberán distribuir totalmente y en efectivo entre sus accionistas las utilidades netas de Fondo (22), a menos que el accionista solicite la reinversión de los mismos (23).

La diversificación de las inversiones así como la distribución de los activos de Fondo también se encuentran regulados por estas normas (24). El concepto del VAN del Fondo, se encuentran explicados en el artículo 100 de estas normas y se calcula de la siguiente forma:

> "El valor del activo neto corresponde a cada una de las acciones del Fondo en circulación, se calcula restando al valor de las inversiones y demás activos del Fondo, el Pasivo y los Gastos acumulados para la fecha del cálculo; la cifra obtenida se dividirá entre el número de acciones suscritas para ese día, hasta la hora de cierre de la rueda de la bolsa correspondiente al día del cálculo. Esta información deberá ser publicada en un diario de amplia circulación nacional y será la que determine el precio de rescate de las acciones del Fondo. El valor del activo neto total del Fondo equivaldrá a la suma del valor del activo neto de cada una de las acciones del Fondo" (25).

---

(13) Art. 2° de las Normas relativas a la Inscripción en el Registro Nacional de Valores, a la Organización y Funcionamiento de los Fondos Mutuales de Inversión de Capital Variable y a la Determinación del Valor de Recompra de sus Acciones (1.981).
(14) Art. 5°.
(15) Art. 7°.
(16) Art. 28°.
(17) Art. 29°.
(18) Art. 33°.
(19) Art. 41°.
(20) Art. 73°.
(21) Art. 87°.
(22) Art. 88°.
(23) Art. 89°.
(24) Art. 90°.
(25) Ver artículos 75 y 78.

El VAN deberá ser calculado por lo menos una vez por semana (26). Finalmente, para evitar conflictos de interés, las personas involucradas en el funcionamiento de un Fondo Mutual (27), no podrán adquirir o gravar títulos que formen parte de la cartera del Fondo (28).

Quince años después, en 1996 se decreta la Ley de Entidades de Inversión Colectiva que tiene como finalidad la regulación de las entidades de inversión colectiva y la oferta pública de sus unidades de inversión (29). En dicha ley se establecen las siguientes definiciones:

> "Entidades de Inversión Colectiva: son aquellas instituciones que canalizan los aportes de los inversionistas destinados a constituir un capital o patrimonio común, integrado por una cartera de títulos valores u otros activos. Las entidades de inversión colectiva podrán adoptar la forma de cualesquiera de las sociedades previstas en el Código de Comercio o constituir un patrimonio mediante un fideicomiso.
> Inversionistas: las personas naturales o jurídicas, titulares de las unidades de inversión emitidas por las entidades de inversión colectiva.
> Unidades de Inversión: los diferentes tipos de títulos valores que emiten las entidades de inversión colectiva, tales como, acciones, cuotas, participaciones u otros instrumentos que confieren derechos a los inversionistas respecto de la titularidad y rendimientos del capital o patrimonio de la respectiva entidad en proporción a su inversión" (30).

Las entidades de inversión colectiva podrán invertir en cualquier bien mueble o inmueble, título valor u otro derecho emitido por personas naturales o jurídicas, en cualquier moneda o país, así como en capital de riesgos (31) y contratar los servicios de una sociedad administradora previo consentimiento de la CNV (32). Se clasifican en dos tipos: de capital abierto y cerrado (33). El primero cumple con los siguientes requisitos:

> "Las unidades de inversión no serán transferibles, ni podrán inscribirse en la bolsas de valores, pudiendo la entidad emitir fracciones de unidades de inversión; El capital o patrimonio de la entidad de inversión colectiva será susceptible de aumento por aporte de los nuevos accionistas y de disminución por retiro parcial o total de los aporte, sin necesidad de convocar a una asamblea de accionistas; El capital o patrimonio mínimo para constituir esta modalidad de entidad de inversión colectiva es de cincuenta mil unidades tributarias (50.000 U. T.); La tenencia máxima por inversión es de un diez por ciento (10%) del patrimonio de la entidad. En caso de que la inversión hecha por un inversionista pase a representar más del diez por ciento (10%) del capital como consecuencia de retiros efectuados por otros inversionistas no está obligado a disminuir su participación en la entidad; Que distribuya en su totalidad los requerimientos netos de la entidad de inversión colectiva a los inversionistas, bien sea corno dividendos en efectivo o capitalizándolos y reflejándolos en el valor de las unidades de inversión" (34).

---

(26) Art. 104.
(27) Entre ellos: promotores, directores y empleados del Fondo.
(28) Art. 114.
(29) Art. 1° de la Ley de Entidades de Inversión Colectiva.
(30) Art. 2.°
(31) Art. 5°.
(32) Art. 6°.
(33) Art. 11°.
(34) Art. 12°.

Por otra parte, las entidades de inversión colectiva de capital cerrado debe cumplir con los siguientes requisitos en conformidad con la ley:

> "Las unidades de inversión deberán inscribirse en al menos una bolsa de valores; Los aumentos o disminuciones de su capital o patrimonio serán aprobados por las asambleas de inversionistas, las cuales se regirán por lo dispuesto en esta Ley, el Código de Comercio o en la Ley de Fideicomiso, según sea el caso.
> No podrán adquirir sus unidades de inversión a menos que ello estuviese expresamente previsto en sus estatutos y prospecto, aprobado por la asamblea de inversionistas y autorizado por la Comisión Nacional de Valores.
> El capital o patrimonio mínimo para constituir esta modalidad de entidades de inversión colectiva es de cien mil unidades tributarias (100.000 U. T.); que ningún inversionista sea titular de más del diez por ciento (10%) del capital de la entidad de inversión colectiva; deberán repartir entre sus inversionistas no menos de cincuenta por ciento (50%) de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico. En caso de que las entidades de inversión colectiva tengan déficit acumulado, de acuerdo a la certificación de auditores públicos externos, las utilidades, en primer término, deberán ser destinadas a la compensación de dicho déficit y el excedente de las utilidades será repartido. La Comisión Nacional de Valores podrá eximir de lo dispuesto en este numeral cuando la entidad de inversión colectiva presente un plan de inversión que requiera la sucesiva reinversión de las utilidades por un período no mayor de cinco (5) años" (35).

En el Capítulo III de la ley se tratan los aspectos de la oferta pública de las Unidades de Inversión. En el artículo 15 se encuentran algunos de los requerimientos del prospecto de la emisión de las Unidades de Inversión, entre las que tenemos: inclusión de información referente al personal y miembros de la entidad de inversión colectiva así como de las políticas de inversión y dividendos, análisis del mercado en el cual invertirá la entidad y otros datos como nombre y tipo de entidad. En el Título II encontramos dos artículos especialmente importantes sobre la protección de los inversionistas. El artículo 18 obliga a las entidades de inversión hacer pública cualquier tipo de información que pueda influir significativamente en el precio de las unidades de inversión. Si la información no fuese divulgada a tiempo, se considerará información privilegiada y su uso indebido se encuentra penalizado por el artículo 60 de estas Normas. Siguiendo el artículo 19, todo aquel miembro de la entidad de inversión de disponga de información privilegiada deberá abstenerse de:

> "Transmitir o facilitar dicha información a terceros antes de que la misma fuere divulgada en los términos del artículo 18; Actuar por sí o a través de otra persona en base a dicha información privilegiada para obtener para sí o para personas relacionadas o vinculadas en cualquier forma, cualquier tipo de beneficios incluyendo la disminución de pérdidas"

En función del objetivo de inversión, las entidades de inversión colectiva pueden constituirse como: Fondos Mutuales de inversión, entidades de inversión colectiva de capital de riesgo y entidades de inversión colectiva inmobiliaria (36).

Los Fondos Mutuales pueden ser de capital abierto o cerrado (37) y están autorizados para invertir en títulos valores cuya oferta pública haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores, inscritos en las bolsas de valores, emitidos o avalados por la Nación y otros (38).

---

(35) Art. 13.
(36) Art. 28.
(37) Art. 30.
(38) Art. 31.

Finalmente, el Título IV engloba las funciones, obligaciones y prohibiciones de las Sociedades Administradoras de Entidades de Inversión Colectiva, definidas en el artículo 42 como:

> "Aquellas que tienen por objeto exclusivo administrar el patrimonio de las sociedades de inversión, cualesquiera sea su tipo, y representar a los mismos de acuerdo con los términos del contrato de administración que celebren al efecto"

Estas sociedades administradoras no podrán prestar sus servicios a más de un Fondo cuyos objetivos de inversión sean similares (39), tampoco podrá invertir en las entidades administradas por ellas (40), ni invertir los recursos de los Fondos en nombre por cuenta de ellos (41).

Las sociedades administradoras cobrarán por sus servicios una comisión acordada entre ellas y la institución a la cual prestarán sus servicios (42). Entre las obligaciones tenemos (43):

> "Informar a los inversionistas de las entidades de inversión colectiva del estado y del comportamiento de los mercados, en la forma que se establezca en el prospecto de la entidad de inversión colectiva; Supervisar que a cada entidad de inversión colectiva administrada se le refleje en sus estados financieros la rentabilidad obtenida en la gestión de administración, descartando solamente los gastos y remuneraciones convenidas, en la forma establecida en el respectivo contrato de administración; y Ejercer en resguardo de los inversionistas de las entidades de inversión colectiva que administren, todos los derechos que la ley les confiere a los tenedores de los títulos valores y cualesquiera otros derechos que se deriven de los activos de las entidades de inversión colectiva"

Por último, entre las prohibiciones de las administradoras de entidades de inversión colectiva tenemos (44):

> "Garantizar un resultado, rendimiento o tasa de retorno específica; Dar o tomar dinero en préstamo de las sociedades de inversión colectiva que administren, o entregar los activos de las sociedades de inversión colectiva que administren para garantizar préstamos otorgados a la sociedad administradora; Mantener en custodia los instrumentos y títulos valores al portados de las sociedades de inversión colectiva que administren; Participar de manera alguna en la administración o dirección en aquellas compañías en que una entidad de inversión mantiene inversiones colectivas: Otorgar garantías personales o reales para asegurar obligaciones de terceros".

Finalmente, el artículo 62 de la ley antes citada, especifica la situación fiscal de las entidades de inversión colectiva. Según esta ley:

> "Las entidades de inversión colectiva actuarán con respecto a los inversionistas como un vehículo a través del cual acceden a una cartera de inversiones y obtienen utilidades, por lo tanto quedan exentos del pago de impuestos sobre la renta los enriquecimientos netos obtenidos por las entidades de inversión colectiva y del impuesto causado de acuerdo a lo previsto en la Ley de Impuesto al Activo Empresarial..."

---

(39) Art. 44.
(40) Art. 46.
(41) Art. 45.
(42) Art. 47.
(43) Art. 49.
(44) Art. 50.

4.- DESARROLLO DEL TRABAJO:

En esta sección se analizará la industria de los Fondos Mutuales en los Estados Unidos (país líder a nivel mundial en el mercado de Fondos Mutuales), su funcionamiento y alcance, así como la plataforma y organización de los mismos. Se clasificarán los Fondos en cuatro grandes grupos: los Fondos de Acciones, Bonos, Mercado Monetario y otro donde se incluyen Fondos Mixtos, Convertibles y de Indices. Posteriormente se estudiará la plataforma organizativa de los Fondos Mutuales, las partes que lo conforman y su funcionamiento. Finalmente se tratarán los desarrollos recientes y las tendencias del mercado de los Fondos Mutuales.

4.1.- LOS FONDOS MUTUALES EN EL MUNDO.

Los Fondos Mutuales, son definidos como Sociedades que tienen por objeto, la inversión en títulos valores con arreglo al principio de la diversificación de los riesgos, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero. De ahí, que los Fondos Mutuales sean instituciones que captan ahorro de un sin número de individuos, sin modificar sustancialmente las inclinaciones y propensiones que les son habituales y los invierten en diversas empresas, títulos valores, etc., compensando el riesgo y el rendimiento.

El objetivo de un Fondo Mutual, es darle cabida a los pequeños inversionistas que no tienen capacidad económica para realizar importantes compras o ventas de títulos valores y que no pueden asumir el costo de una Asesoría, en el área de inversión apropiada, ya que seguramente este costo absorbería la suma destinada a la inversión, ni sería recomendable que invirtieran sin la correcta asesoría, ya que en este caso sí asumirían un riesgo importante.

A su vez, los Fondos Mutuales, logran reunir inversores que no tienen suficientes conocimientos en materia financiera y bursátil, ni tiempo disponible para administrar su cartera personal.

En relación con la seguridad que otorga al inversionista, la misma se fundamenta en la base teórica de su comportamiento, el cual lo encontramos en las teorías de conformación de portafolios o carteras, las cuales permiten la diversificación y minimización de riesgos. Además, los Fondos Mutuales, están limitados y supervisados por la Ley.

4.1.1.- ANTECENDENTES HISTORICOS.

A continuación se expondrá brevemente lo que ha sido la historia de los Fondos Mutuales desde sus comienzos. El primer período que analizaremos abarca desde la creación del primer Fondo Mutual hasta el crash de 1929. El Fondo Mutual tiene su más remoto origen en Escocia, creación del librero Robert Fleming, quien a pesar de ser considerado por algunos como el padre de los Fondos Mutuales al crear el Scottish American Investment Trust en el año 1873, no fue quien logró el reconocimiento por este descubrimiento. En 1924, cincuenta y un años después, en Boston, Massachusetts se estructuró el Massachusetts Investment Trust considerado el primer Fondo Mutual moderno. Ese mismo año también se formó el State Street Investment Corporation y un año después, en 1925, se creó el Incorporated Investors en la misma ciudad.

Pero para comprender mejor el origen y desarrollo de los Fondos Mutuales, debemos ambientarnos en Boston, Massachusetts, a finales del siglo diecinueve, donde guardar el dinero de los demás cobrando por el servicio una comisión anual, se reconocía como una profesión muy respetada. La idea de los trustees o fiduciarios no era exclusiva de Boston, ya en Nueva York y Filadelfia existían este tipo de instrumentos de inversión pero la diferencia con los bostonianos se la daba el que estos últimos eran administrados por individuos independientes, en cambio los primeros se manejaban a través de instituciones financieras. Los fiduciarios bostonianos, a pesar de ser sumamente conservadores manejaban términos como el riesgo y la rentabilidad, y estaban conscientes que para obtener mayores ganancias era necesario arriesgarse.

En Inglaterra también existían diversos fideicomisos a través de los cuales inversionistas adquirían acciones simplemente colocando dinero en ellos. Muchos de estos fideicomisos invertían sus activos en los Estados Unidos, lo que los hacía más vulnerables a los movimiento de esa economía y por lo tanto más volátiles que cualquier otro fideicomiso que no invirtiese en ese país. Prueba de ello, fue la crisis económica norteamericana de 1893 que sumada a la mala administración de los Fondos y la corrupción en las instituciones financieras británicas, logró que muchos de estos Fondos colapsaran. Pero después de la crisis, en 1897 la situación mejoró. El clima económico era óptimo para el negocio de los Fondos: los Estados Unidos se encontraba saliendo de la recesión, aumentaba su comercio con Europa, el precio de los commodities (los cuales pueden ser traducidos como: bienes homogéneos, ofrecidos en Bolsas de Valores), se incrementaba y al mismo tiempo surgían nuevas empresas. Este conjunto de factores logró impulsar la industria de los fideicomisos de inversión que para 1907 contaba con decenas de ellos muy similares a los británicos que operaban como Fondos cerrados y que se financiaban a través de la emisión de deuda (bonos) y capital (acciones). Estas últimas se cotizaban como cualquier otra en el mercado de valores y la única forma que tenían los inversionistas de venderlas era consiguiendo un comprador dispuesto a comprarlas. El precio de las acciones dependía, entre otros factores, del numero de acreedores que poseía el fideicomiso y del desempeño del mismo a pesar de que su estructura era desconocida para sus inversionistas.

En 1924 ya se estudiaba en los Estados Unidos la idea de crear fideicomisos diferentes a los británicos en dos aspectos fundamentales: solo emitirían acciones comunes las cuales podrían ser redimidas a precio de mercado, en cualquier momento, dependiendo del valor del portafolio. Fue así como se constituyeron los primeros Fondos Mutuales modernos señalados al comienzo del capítulo: el State Street Investment Corporation y el Massachusetts Investment Trust creado por Edward G. Leffler, quien fue el primero en plantearse las verdaderas necesidades del inversionista norteamericano en esa etapa de expansión económica posterior a la Primera Guerra Mundial:

> "Un vehículo de inversión profesionalmente manejado y diversificado para reducir el riesgo, con una estructura de costos tolerable y formado por acciones redimibles en cualquier momento" (45).

El Massachusetts Investment Trust no poseía la ultima característica requerida por Leffler, que un año después, en 1925 formo el incorporated Investors cuyo objetivo era el de formar una organización preparada para invertir en acciones comunes con mayores ganancias y menos riesgo que la mayoría de las inversiones existentes en el momento.

(45) Sary Levy, 1.996, pp. 128.

Para damos una idea de la importancia que tomaron estos vehículos de inversión, analicemos algunas cifras: entre 1921 y 1924 se manejaban aproximadamente 75 millones de dólares en Fondos Mutuales, cifra que se multiplicó hasta alcanzar en 1929 los 3 millardos de dólares. El 1928, unas 55.000 personas eran poseedoras de acciones en algún Fondo Mutual y en 1929, tan solo un año después, el numero ascendía a 525.000. Si analizamos más específicamente los tres Fondos creados entre 1924 y 1925 encontraremos los siguientes resultados: el State Street Corporation creció en términos de activos manejados desde su creación hasta 1929 de 12 a 30 millones de dólares, comenzando con 280 accionistas y alcanzando cinco años después los 700.

El Massachusetts Investment Trust creció entre 1927 y 1929 de 6,5 millones de dólares en activos a mas de 18 millones, pasando de 1.600 accionistas a 2.500 en el mismo período. Finalmente, el Incorporated Investors para 1928 manejaba 25,6 millones de dólares y 3.800 accionistas y nueve meses después estas cifras alcanzaron los 70 millones y 10.000 accionistas.

Pero no todo fue siempre fácil para los Fondos Mutuales. Antes del crash de 1929 existían en el mercado numerosos Fondos con diversas características. La mayoría de ellos no ofrecían el derecho a voto a sus accionistas, algunos seguían financiándose con la emisión de bonos, los más respetables no revelaban las inversiones de su portafolio, lo que resultaba dudoso. Muchos de ellos ofrecían ganancias de capital cuando en realidad se encontraban quebrados. La falta de regulación y supervisión permitía a las compañías de inversión la venta de Fondos cuya estructura de activos y pasivos era inadecuada.

Antes de pasar al siguiente período, es importante conocer algunos de los factores que convergieron antes del crash de 1929 logrando que innumerables inversionistas colocaran su dinero en los Fondos Mutuales. La caída de las tasas de interés fue una de ellas, pero hubo otras. Tal vez el factor más importante fue la redención por parte del gobierno de los Liberty Bonds que habían sido vendidos para financiar la Primera Guerra Mundial. La compra de estos bonos se convirtió en el primer acercamiento al mercado de capitales para muchas personas que literalmente guardaban el dinero "debajo del colchón".

En 1924 las tasas de interés cayeron y con la redención de estos bonos que pagaban el 4,25% de interés existía en mercado una masa de dinero que había que poner en alguna parte. A raíz de esta situación, muchos inversionistas no especializados creyeron que todos los bonos (incluyendo los de baja calificación) eran iguales.

Otro factor que impulsó la fiebre de inversión en la década de los 20s fue simplemente el crecimiento de la riqueza de la clase media norteamericana. Los Estados Unidos se había convertido en una potencia agrícola e industrial, donde el ingreso de las clases medias se incrementaba con rapidez. A comienzos de la década el consumismo predominaba la gente compraba todo aquello que había deseado y que había tenido que posponer por culpa de la guerra. La venta de productos como carros, radios y cámaras fotográficas presentó un crecimiento explosivo.

Luego de haber satisfecho la demanda de bienes y servicios, la gente comenzó a preocuparse por sus años de retiro y fue a la inversión donde se dirigieron los excedentes de estas nuevas clases pudientes que temerosas del futuro, guardaban su dinero para contar con una vejez más placentera.

Finalmente, otro de los factores sobresalientes en este período fue el desarrollo aceptación de las compras por cuotas a plazo. Al comienzo este método se utilizaba para la compra de radios y automóviles pero luego se aplicó a la compra de acciones, bonos y fideicomisos de inversión. El sistema funcionaba como una compra al margen donde el inversionista pedía prestado dinero para comprar títulos valores que formarían parte de un portafolio que luego sería garantía contra nuevos préstamos. Este sistema no se consideraba riesgoso ya que por el contrario, permitía a pequeños inversionistas su incursión en el mercado de valores.

En menos de cinco años, los fideicomisos de inversión se habían convertido en el instrumento de moda, apoyados entre otras cosas, por numerosos profesores de reconocidas universidades entre los cuales se encontraba el economista de la Universidad de Yale, Iriving Fisher quien expuso en esa oportunidad, que el principio del fideicomiso de inversión actúa para reducir el riesgo utilizando el conocimiento especial de expertos consejeros de inversión, y diversificando las inversiones entre muchos tipos de acciones, comunes y preferidas, y bonos, extranjeros y domésticos. También operan para intercambiar riesgos de los que carecen de conocimientos de inversiones hacia aquellos que lo poseen. Como consecuencia normal, propiedades especulativas gravitan en las manos de esas habilidosas agencias mejor preparadas para estimar el verdadero valor futuro... Los fideicomisos de inversión compran cuando hay una real anticipación de suba, debido a causas fundamentales, y venden cuando hay una real anticipación de caída... Compran a precios por debajo del verdadero valor de los títulos adquiridos, tomando ventaja de su conocimiento superior de las condiciones industriales y de comercio.

Lo que no era cierto de la afirmación de Fisher era que el riesgo no se trasladaba del inversionista inexperto al experto, sino que por el contrario, permanecía con el primero. Además, los inversionistas de esa época no contaban con ninguna evidencia que les demostrase que el manejo de sus Fondos era en realidad profesional. Ya para 1929 la situación económica era delicada. Diferentes sectores económicos entre los cuales se encontraban la industria maderera, la construcción, la agricultura y la venta de automóviles se estaban debilitando. La Reserva Federal, preocupada por la ola de especulación que estaba tomando el mercado de las inversiones, subió las tasas de interés lo que haría menos atractivos los préstamos al margen y así disminuir la fiebre especulativa. También subieron el interés pagado por las cuentas de ahorro bancarias por encima del 5%. Pero todo esto no sirvió de nada. Los inversionistas continuaban apalancándose a tasas del 20% porque confiaban que sus inversiones tuviesen rendimientos anuales superiores.

El 29 de octubre de 1929 el Dow Jones cayó un 12% lo que significó la disminución del valor de las acciones transadas en 110 millardos de dólares. La situación de los Fondos Mutuales era igualmente crítica: cada acción del Incorporated Investors bajó de 78 dólares a 43 dólares, las del Massachusetts Investment Trust cayeron un 40% de precio y las del State Street un 50%. La primera desilusión con el manejo profesional de los Fondos vino poco después del crash cuando la gente conoció la forma en la que los gerentes reaccionaron ante la crisis. En lugar de comportarse como guardianes del patrimonio de las inversiones de sus Fondos, fueron los primeros en vender acciones que estaban en los portafolios de los Fondos antes de que estallara el conflicto y en lugar de utilizar las reservas de efectivo para estabilizar el mercado, las utilizaron para comprar acciones de sus propios Fondos para poder mantener los niveles precios. Por otro lado, el efecto de las compras al margen fue devastador. Al caer el mercado, los inversionistas debieron vender sus activos para poder cancelar los préstamos, situación que empeoró aún más las condiciones existentes.

Ya para 1932 surgían nuevas inquietudes relativas a la estructura de los Fondos Mutuales. Una de las dudas más comunes se centraba en tomo a la eficiencia de los Fondos abiertos y su capacidad de generar dinero fresco que pudiese contrarrestar redenciones masivas. Esto se logró por medio de una fuerza de ventas masiva y bien informada que lograse captar nuevos inversionistas que sustituyeran a los que vendían sus acciones.

Las secuelas del crash de 1929 todavía se sentían. Los Fondos Mutuales no se encontraban en condiciones de ofrecer ganancias de capital, por lo que surgió un nuevo concepto: el ingreso, el cual se conseguía a través del pago de dividendos bien sea en acciones del Fondo o en efectivo. En 1932 también se introdujo un nuevo tipo de Fondo, el balanceado, como consecuencia de la disminución del valor de las acciones en la bolsa de valores. Estos Fondos incluían en su portafolio bonos, efectivo y acciones preferidas para garantizar a los inversionistas alguna cobertura en contra de las fluctuaciones del valor de las acciones comunes. Estos nuevos conceptos junto con la apropiada publicidad, una fuerza de ventas bien definida y una estructura de comisiones competitiva consiguió que algunos de los Fondos se recuperaran.

No fue sino hasta 1933 cuando el presidente Franklin D. Roosevelt propuso al Congreso de los Estados Unidos el Securities Act of 1933 (que regula el mercado de capitales), obligando a todo aquel que vendiese títulos valores al público a exponer completamente sus estrategias de riesgo, distribución, características del título y demás información referente a la venta. Aquel individuo o institución que no cumpliese con esta ley sería llevado a tribunales. Ese mismo año se aprobó el Banking Act of 1933 que prohibía a la banca comercial captar depósitos y suscribir títulos valores al mismo tiempo.

En 1934 se aprobó también el Securities Exchange Act el cual creaba la Securities Exchange Comisión, el cual es un organismo equivalente en nuestro país, a la Comisión Nacional de Valores, que de ahora en adelante supervisaría la venta de los títulos valores. Ese mismo año se formaron los primeros Fondos Mutuales de renta fija que ofrecían desde bonos catalogados como de alta categoría hasta aquellos conocidos como bonos de alto rendimiento o bonos basura (junk bonds). En 1940 se creó el Investment Company Act de 1940 y el Investment Company Institute, institución que se encarga, entre otras cosas, de recopilar información acerca de los Fondos Mutuales, realizar estadísticas y mantener bases de datos de los Fondos Mutuales en los Estados Unidos.

Veinte años más tarde, pasamos al tercer período comprendido por la década de los 60s, con un panorama distinto: el mercado se encontraba regulado, los gerentes de inversión contaban con una mejor preparación académica, además de poseer el soporte tecnológico disponible para el momento, necesario para ofrecer un mejor servicio.

Al igual que en la década de los 20s, las condiciones que impulsaron el crecimiento de los Fondos Mutuales iban más allá del incremento de las tasas de interés. Se repetían luego de la Segunda Guerra Mundial las condiciones económicas de finales de la Primera Guerra Mundial. Los Estados Unidos volvía a ser potencia mundial en la industria y la agricultura, el consumismo explotó de nuevo empujado por un período de creación de riqueza que fue seguido por la misma preocupación sobre el futuro y los años de retiro, lo que se tradujo en una obsesión por la inversión.

El mercado de los títulos se había recuperado los últimos quince años, las acciones habían subido de precio y la política de los Fondos Mutuales era sumamente conservadora. Los inversionistas contaban con un historial de casi veinte años de

resultados positivos que lograban recuperar la confianza de las personas por este instrumento de inversión. El Massachusetts Investment Trust sobrepasaba los treinta millones de dólares en activos, el Incorporated Investors administraba unos treinta y siete millones de dólares y el State Street veintisiete. En esa misma época, el Congreso de los Estados Unidos creó la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), la Governrnent National Mortage Association (Ginnie Mae) y un año después la Federal Horne Loan Mortgage (Freddie Mae). A partir de estas asociaciones se crearon los primeros títulos valores de agencias federales garantizados por hipotecas. Una de las características que hicieron atractivos a los Fondos Mutuales desde el punto de vista de los vendedores, fue el 8,5% de comisión que se cargaba al momento de la cornpra lo que convirtió a la venta de Fondos Mutuales en un negocio muy rentable y que logró que para finales de la década de los 60, contara con 200.000 vendedores a tiernpo parcial y completo.

Años más tarde, algunos grandes Fondos abandonaron sus prácticas conservadoras para dedicarse a la especulación que logró recalentar el mercado a niveles de la década de los 20s. Entre las estrategias utilizadas, encontrarnos que ya no se utilizaba la diversificación de forma amplia, es decir, los gerentes de los Fondos concentraban sus inversiones entre un número pequeño de acciones de compañías en lugar de muchas de ellas en las cuales se podía invertir con la finalidad de realizar rnayores ganancias.

Otra de las estrategias favoritas era la de comprar grandes cantidades de Letter stock, que traducido significa "acciones carta", las cuales son acciones no registradas ernitidas por compañías que no las vendían a través del mercado de valores. Estas acciones estaban acompañadas por una carta que expresaba la prohibición de vender al público dichas acciones a menos que ciertos requerimientos fuesen cumplidos (usualmente, esperar de tres a cinco años).

La rutina era la siguiente: como no podían ser comerciadas, se compraban a descuento, pero el Fondos las colocaba en sus libros a valor nominal. Numerosos historiadores financieros apuntan el 20 de diciembre de 1968 como el fin de este período dorado de los Fondos Mutuales. En esa fecha muchos Fondos detuvieron la redención de sus acciones como consecuencia del exceso de "acciones carta" cuyo valor se desrnoronó al quebrar las compañías emisoras. Alrededor del 40% de los portafolios era líquido y los VAN de muchos Fondos eran irreales. El mercado cayó en 1969, pero las reacciones fueron diferentes a aquellas de 1929. Al comienzo, rnuchos inversionistas percibieron la oportunidad para lograr rnayores ganancias invirtiendo más en los Fondos, pero luego, redenciones masivas revelaron lo riesgoso de la situación.

El período siguiente que abarca la década de los 70, se caracteriza por la creación en 1972 del Fondo Mutual de Mercado Monetario. A principios de 1970 las tasas de interés subieron, pero los depositantes no conseguían tasas de interés mayores al 5,25% (reguladas como techo por las autoridades) para sus colocaciones. Las Letras del Tesoro subieron sus tasas al igual que sus denominaciones que pasaron de $1.000 a $10.000 con lo que el acceso a rnejores tasas se limitaba solo a algunos inversionistas.

Los Fondos de Mercado Monetario creados por la Reserva Federal tenían como características principales la inversión de su portafolio en bonos de alto grado bien sean Letras del Tesoro, aceptaciones bancarias, bonos corporativos y cualquier título de renta fija con plazo rnenor a 397 días y cuyo VAN siempre fuese de 1 dólar. El atractivo de estos Fondos lo proporcionaban rendimientos superiores a las cuentas y depósitos bancarios, y además superaban la tasa de inflación.

La segunda innovación que impulsó a los Fondos Mutuales fue la creación de las Individual Retirement Accounts (IRA), durante la administración del Presidente Nixon en 1.972. El propósito de estas cuentas era estimular el ahorro para que luego los trabajadores disfrutaran de un retiro más cómodo y seguro.

Un año después, en 1976 se creo la Tax Reform Act, que permitía a los Fondos Mutuales organizarse de forma tal que se encontraban exentos del pago de algunos impuestos. Para finalizar este recuento histórico, el ultimo período a estudiar es aquel que comienza en la década de los 80s hasta nuestros días. Uno de los descubrimientos de la época fue la titularización, que llegó a predominar sobre todas la ideas financieras: Se trataba de convertir hipotecas, préstamos bancarios y cualquier otro tipo de instrumento de crédito en un título valor negociable en el mercado de capitales. Gracias a éste nuevo instrumento, los adelantos tecnológicos de la época y la tendencia creciente a la desintermediación y globalización que comenzaba a reinar en el ambiente 68 fue posible que el número de Fondos Mutuales existentes en el mercado creciera de 564 en 1980 hasta alcanzar los 2.917 en 198.969 con un volumen de ventas que para 1989 alcanzaba los 1.500 millardos de dólares. Mas adelante se ampliarán ésta y otras tendencias del mercado financiero mundial.

En 1987 el monto de las titularizaciones en los Estados Unidos era de USD 10 millardos y para 1993 esta suma llegaba a los USD 500 millardos. Es así como la titularización logra acercar a prestamistas y prestatarios ya que no es necesaria la figura del intermediario tradicional, como la banca comercial, lo que trae como consecuencia la disminución de los costos de transacción para ambas partes convirtiendo la titularización en un instrumento más eficiente, líquido y de menor costo además de ofrecer al mercado financiero nuevos mecanismos de inversión.

Por su parte, la innovación tecnológica ha acelerado la disminución de los costos de transacción facilitando la transmisión de información, recolección de datos y permitiendo incrementar la velocidad y precisión de las transacciones. Con el uso de las computadoras ha sido posible la evaluación y administración del riesgo gracias al uso de programas de gerencia de riesgo, diversificación y asignación de activos. La creación de redes internacionales permiten realizar operaciones a cualquier hora del día así como el acceso a la información on line o en tiempo real. Gracias a estos avances se han logrado aprovechar más las economías de escala.

La globalización e integración de los mercados ha surgido como respuesta a las necesidades de ampliar el horizonte de inversión e incorporar nuevos inversionistas. Con ellas se han incrementado los flujos de capitales, el comercio, la inversión extranjera y las oportunidades de diversificación. Asimismo ha aumentado la competencia logrando así mayor eficiencia en los mercados financieros.

La desregulación favoreció principalmente a la banca comercial y a las entidades de ahorro y préstamo cuya estructura y funcionamiento altamente regulados no permitía la competencia con los nuevos instrumentos financieros que se apoderaban cada vez más del mercado. Entre los elementos que caracterizan la regulación del mercado financiero encontramos: topes máximos en las tasas de interés, restricción a la selección de cartera de la banca, incremento del encaje legal y fuerte presión tributaria sobre el sistema, restricciones a las transacciones financieras internacionales y barreras legales a la entrada de nuevos participantes al negocio bancario.

Como ejemplo de los nuevos instrumentos que entraron a competir en el mercado financiero tenemos a los Fondos Mutuales que ofrecen al inversionista el acceso a mayores rendimientos, diversificación de portafolio y liquidez.

4.1.1.1.- ORIGEN Y SURGIMIENTO.

La primera institución formal de esta índole (46), tiene su origen en Londres, en el año 1.868, cuando se funda la Foreign and Colonial Goverment Trust, cuyo propósito se traduciría en proporcionar a los pequeños ahorristas de esa época, las mismas ventajas que tenían los grandes inversores, en el sentido de disminuir el riesgo que se pudiera suscitar, tanto en inversiones participativas realizados en los negocios de las Colonias del Reino, como del extranjero, ampliando sus colocaciones a un número más extenso de empresas.

Robert Fleming, considerado como el padre de los Fondos Mutuales, recibió a mediados del siglo pasado, el encargo por parte de un grupo de amigos, invertir en los estados Unidos, en empresas petrolíferas y ferrocarrileras. Para facilitar las transacciones respectivas, le exigió a cada uno la cantidad de 1.000 libras esterlinas, formando una cartera común y con ella fundó en 1.873, una Asociación en Escocia. Fleming, llegó a influir la política de inversiones de alrededor de 56 Fondos (Trusts), con recursos por 114 millones de libras esterlinas.

La primera gran crisis de los trust ocurrió en 1.890, con el tropiezo de la Banca Baring, ocasionada por la insolvencia del gobierno de Argentina, que no honró sus obligaciones internacionales. En 1.893, se internacionaliza esta crisis y ese año quiebran 491 bancos ingleses.

El desarrollo de estos fondos, se vió favorecido por la Leyes de las Compañías por acciones de 1.862 y 1.867, en Inglaterra, las cuales definirían la forma jurídica de estas sociedades y que permitió la desaparición del límite de duración de los trusts, que en los primeros tiempos oscilaban entre 10 y 30 años. Entre los años de 1.930 y 1.940, se promulgaron en estados Unidos e Inglaterra, un conjunto de leyes que contribuyeron a su desarrollo, lo cual indujo a que las mismas se extendieran por todo el mundo. Los cambios acaecidos en el entorno internacional en el ámbito financiero, han generado un renovado interés por instituciones de inversión, entre ellas, los Fondos Mutuales.

(46) Sary Levy, 1.996, pp. 124.

4.1.2.- ORGANIZACIÓN INTERNA:

4.1.2.1.- GERENCIA DE RIESGO Y ASIGNACIÓN DE ACTIVOS:

Antes de comenzar la discusión de diversificación y manejo de portafolio, es conveniente realizar algunos supuestos simplificadores que, aunque puedan parecer estrictos y rígidos, son útiles para facilitar el análisis teórico y matemático posterior. Primero, suponemos que no existen costos de transacción en el mercados de títulos valores, es decir, no existen impuestos ni comisiones y las acciones pueden ser divididas en fracciones. Segundo, todos los inversionistas tienen acceso a la información existente en el mercado necesaria para toma de decisiones. Tercero, la información disponible es asimilada por los inversionistas de la misma forma, esto quiere decir, que los individuos analizan la información de la misma manera basándose en el mismo análisis y bajo los mismos supuestos y expectativas de riesgo y rendimiento. Cuarto, los inversionistas solo están interesados en la relación riesgo-rendimiento de los títulos. Los inversionistas se consideran adversos al riesgo, lo que quiere decir que están dispuestos a exponerse a un mayor riesgo si el rendimiento devengado por la inversión es mayor. Finalmente, todos los individuos tienen el mismo horizonte de tiempo, es decir, las mismas expectativas de vida y vencimiento de sus inversiones.

Un portafolio o cartera de inversiones puede definirse como el conjunto de títulos valores de diferentes características que posee un individuo en particular. Al estructurar un portafolio se persigue un objetivo fundamental: alcanzar el máximo retorno con el mínimo riesgo posible. A continuación, definiremos los conceptos de rendimiento y riesgo necesarios para el estudio de la diversificación, las teorías de portafolio y la asignación de activos.

Podemos definir el rendimiento de una inversión como la diferencia entre el valor final de una inversión y el valor de la misma al inicio del período evaluado. Existen diferentes cálculos del rendimiento de una inversión, en este trabajo utilizaremos los conceptos de riqueza relativa o wealth relative (WR) y rendimiento del período o holding period yield (HPY), ambas por sus siglas en inglés. Matemáticamente, la riqueza relativa se define como (47):

$$R = \frac{V_1 - V_0 + D_1}{V_0}$$

Donde: R = rendimiento del período
V_1 = valor final de la cartera
V_0 = valor de la cartera al comienzo del período
D_1 = dividendos generados durante el período

Por ejemplo, si se compra una acción al inicio del período por Bs. 880, durante el período de análisis pagó dividendos equivalentes a Bs. 60 y al finalizar el período el precio se encuentra en Bs. 900, la riqueza relativa de esta inversión es igual a:

$$WR = \frac{900 - 880 + 60}{880} = 0{,}0909$$

Si el valor resultante se encuentra por encima de la unidad, la inversión generó una ganancia, si el valor es menor a la unidad, generó una pérdida.

(47) Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1.996, pp.272.

El concepto de rendimiento del período, deriva de la fórmula anterior y consiste en expresar el resultado de la riqueza relativa en porcentajes de la siguiente forma:

$$HPY = (WR - 1) * 100$$

Siguiendo con el ejemplo anterior tenemos:

$$HPY = (1{,}0909 - 1) * 100 = 9{,}09\%$$

Es decir que la inversión rindió en el período analizado un 9,09%. Ahora bien, para poder comparar los rendimientos de las diferentes inversiones se utilizan los conceptos de WR y HPY anualizados cuyas fórmulas se escriben:

WR anualizado = WR (1/n)

HPY anualizado = (WR anualizado - 1) * 100

Donde: n = número de años que se mantiene la inversión

Continuando con nuestro ejemplo, la riqueza relativa anualizada y el rendimiento del período (suponiendo que éste sea un trimestre) son:

WR anualizado = 1,0909 (1/0,25) = 1,4162
HPY anualizado = (1,4162 - 1) * 100 41,62%

Lo que quiere a decir que la inversión rinde el equivalente a 41,62% anual. Cuando se estudia más de un período de tiempo, es útil calcular el rendimiento promedio de la riqueza de la inversión cuya fórmula es:

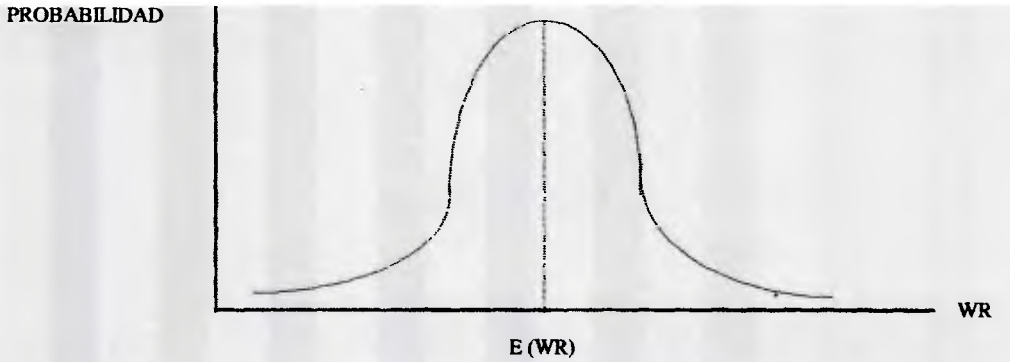
WR media = [WR1 * WR2 * WR,

Donde : WRI = riqueza relativa del año 1
WR2 = riqueza relativa del año 2
WR3 = riqueza relativa del año 3
n = número de años que se mantiene la inversión

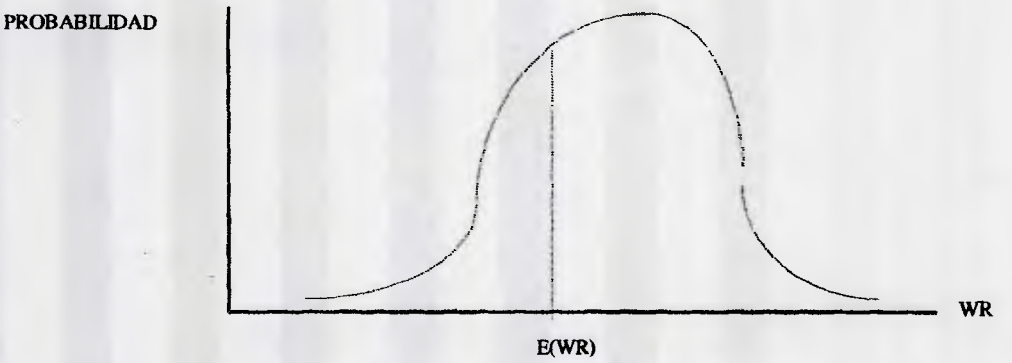
Ahora bien, cuando hablamos de "riesgo de la inversión" nos referimos al concepto estadístico que expresa la probabilidad de ganancia o pérdida de la misma. Existen diferentes tipos de riesgo, pero matemáticamente todos se expresan en términos de la varianza (2) y de la desviación estándar ( ). Estos términos indican la dispersión de los valores de la riqueza relativa o rendimiento respecto de su media.

Gráficamente podemos observar que la dispersión toma la siguiente forma, según se muestra en la página siguiente (48).

(48) Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1.996, pp.275.



DISTRIBUCION SIMETRICA



DISTRIBUCION SESGADA A LA DERECHA

Matemáticamente, la varianza se define como el valor esperado del cuadrado de la diferencia entre la riqueza relativa y la riqueza relativa promedio, es decir:

2 = E [WR - WR promedio]2

Una vez definidos los conceptos de riesgo y rendimiento de una inversión individual, es necesario trasladar estos conceptos al manejo de portafolio de inversión. Cuando calcularnos la riqueza relativa del portafolio, simplemente ponderamos cada uno de los rendimientos de los títulos valores por la proporción invertida en ellos de la siguiente manera:

WRc = PI*WRI + P2*WR2 + --- + Pn*WRn

Donde: WRc = riqueza relativa de la cartera
WRI = riqueza relativa del título 1
WR2 = riqueza relativa del título 2
WRn = riqueza relativa del título n
P, = proporción del título 1 en la cartera
P2 = proporción del título 2 en la cartera
Pn = proporción del título n en la cartera

El cálculo se complica cuando tratamos de hallar el riesgo de la cartera ya que no solo se consigue sumando y multiplicando la varianza de cada título por su proporción en la cartera. Es necesario incluir el concepto de covarianza que no es más que la relación o el grado de dependencia entre dos títulos valores, teniendo presente que:

- si el coeficiente de correlación es igual a 1, se dice que los títulos se encuentran perfectamente correlacionados, es decir, se mueven de igual forma ante variaciones en el mercado:
- Si el coeficiente de correlación es cero, ambos títulos son independientes, es decir, no existe relación alguna entre ellos.
- Si el coeficiente de correlación es positivo ambos títulos se mueven en la misma dirección y si por el contrario el coeficiente en negativo, los títulos se moverán en forma contraria.

Veamos como se realiza el cálculo:

$$Q12 = P12 * q1 * q2$$

Donde: Q12 = covarianza entre los títulos 1 y 2
P12 = coeficiente de correlación de los títulos 1 y 2

Con esta información: varianza, covarianza, coeficiente de correlación y proporciones, podemos construir la matriz de varianzas y covarianzas que permitirá hallar el riesgo del portafolio. Por ejemplo, si construimos un portafolio con dos acciones, la matriz tomará la siguiente forma (49):

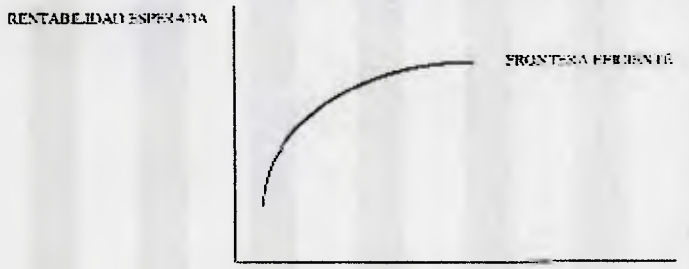
	ACCION 1	ACCION 2
ACCION 1	$P_1^2 * \sigma_1^2$	$P_1 * P_2 * \sigma_{12} = P_1 * P_2 * \rho_{12} * \sigma_1 * \sigma_2$
ACCION 2	$P_2 * P_1 * \sigma_{21} = P_2 * P_1 * \rho_{21} * \sigma_2 * \sigma_1$	$P_2^2 * \sigma_2^2$

Donde el cuadrante (1, 1) contiene el producto del cuadrado de la proporción del título 1 en la cartera por su varianza, los cuadrantes (1,2) y (2,1) el producto de las proporciones de ambos títulos multiplicadas por el coeficiente de correlación de ambos, y el cuadrante (2,2) el producto del cuadrado de la proporción del título 2 en la cartera por su varianza. Si sumamos las cuatro casillas que conforman la matriz obtendremos la varianza del portafolio.

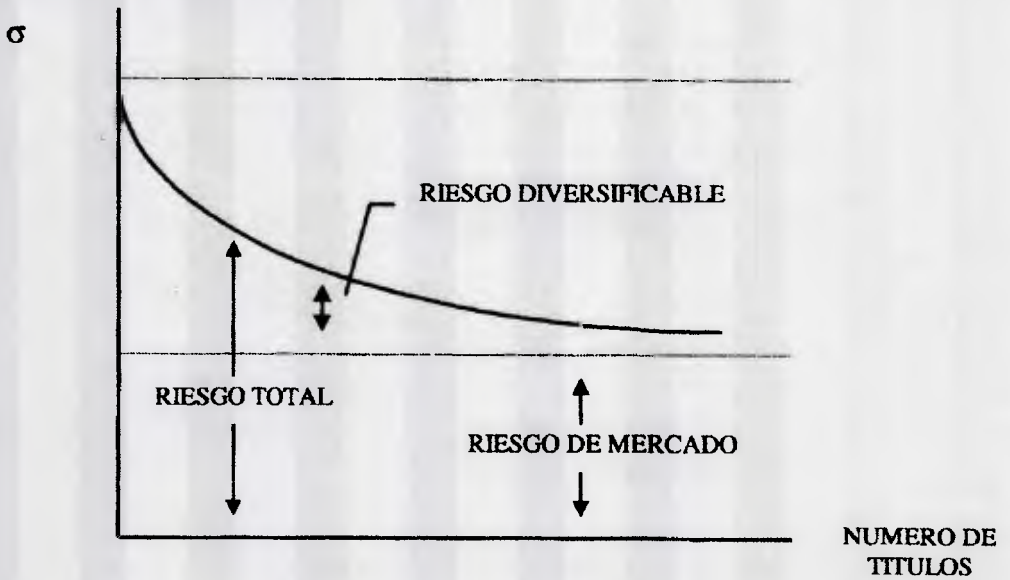
Centrándonos ahora en un concepto de diversificación, no fue sino hasta 1.952 cuando Harry Markowitz (50) en su artículo sobre selección de portafolio mostró que la desviación típica de una cartera podía disminuir seleccionando títulos valores con coeficientes de correlación negativos. Markowitz demostró que era posible incrementar el rendimiento de una cartera de inversiones disminuyendo el riesgo total siempre y cuando se combinaran títulos valores cuyo comportamiento ante movimientos en el mercado fuese inverso. La idea es muy sencilla, seleccionando este tipo de títulos se suavizan las fluctuaciones del valor del portafolio ya que, ante movimientos del mercado, una parte de los títulos del portafolio aumenta su valor mientras que otra parte lo disminuye.

(49) y (50) Slogan, Jhon. 1.997, pp. 256-ss.

Markowitz construyó lo que se conoce como la frontera eficiente formada por las carteras que maximizan su rendimiento con el menor riesgo posible.



La diversificación logra disminuir parcialmente el riesgo del portafolio. Si dividimos el riesgo total en riesgo diversificable (no sistemático, propio, el cual no es más que el riesgo propio de la compañía y depende del desempeño de la misma: ventas, ganancias) y riesgo no diversificable (sistemático o de mercado, el cual no depende de la empresa, se encuentra conformado por el riesgo del país o sector donde se encuentran establecidas las inversiones, riesgo político, económico y otros.), tenemos que a pesar de la diversificación, siempre existirá el riesgo de un mercado que permanece en todo portafolio a pesar del número de títulos que se incluyan en el mismo. Gráficamente tenemos (51) :



Podemos concluir entonces que el riesgo que nos interesa estudiar es el riesgo de mercado ya que no lo podemos evitar mediante la diversificación. A continuación, expresaremos matemáticamente algunas relaciones importantes del riesgo sistemático y no sistemático que servirán como introducción al concepto de la(beta) .

Como se apuntó anteriormente, el riesgo total se compone de:

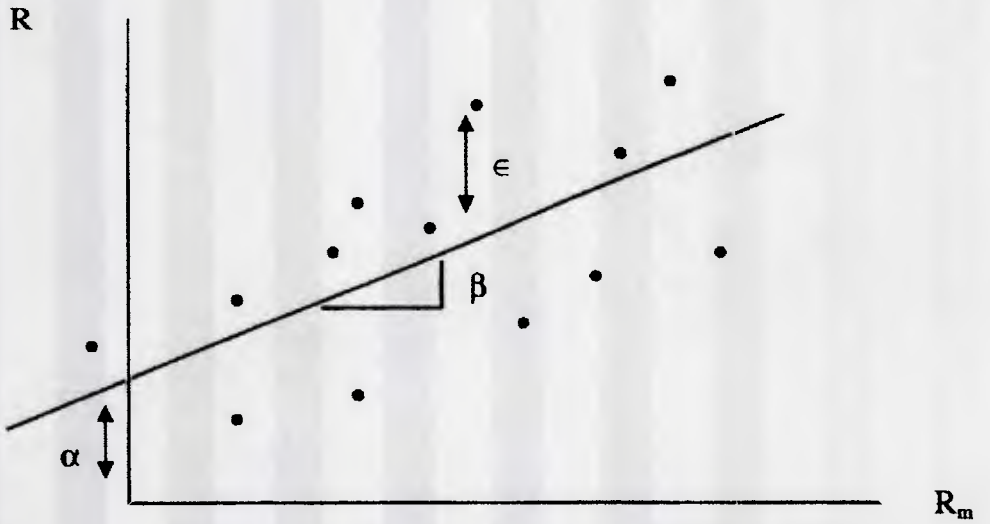
Riesgo Total = Riesgo Sistemático + Riesgo no Sistemático

(51) Fabozzi, Modigliani, Ferr, 1.996, pp. 279.

Como el riesgo sistemático se encuentra relacionado con el mercado, podemos expresarlo con el símbolo 0, que expresa la sensibilidad de un título específico ante movimientos del mercado, multiplicado por el rendimiento del mercado (R.) (52). El riesgo no sistemático (independiente del riesgo de mercado) se representa con la letra E = a + e donde a representa el promedio de los valores del riesgo no sistemático y e el término de perturbación. Así obtenemos la ecuación del rendimiento total (R) (53):

R = a + (beta)*Rm +

Gráficamente podemos representar esta ecuación como una línea recta que relaciona el rendimiento de mercado (Rm) con el rendimiento del título valor (R) de la siguiente forma:



Análogamente, el valor del riesgo total del portafolio puede expresarse mediante la siguiente ecuación:

Q= (beta) * Qm+ Qe

Donde: Q = desviación del título

(beta) Qm = riesgo sistemático

Qe = riesgo no sistemático

(52) Como indicador del rendimiento del mercado se utiliza el rendimiento de alguno de los índices más conocidos tales como el Dow Jones, S&P 500 y otros. Las estimaciones de este valor se obtienen mediante análisis estadísticos, específicamente con regresiones de los valores históricos de dichos índices.
(53) Fabozzi, Modigliani, Ferri (1996), pp. 281.

4.1.2.2.- TÉCNICAS DE INVERSIÓN:

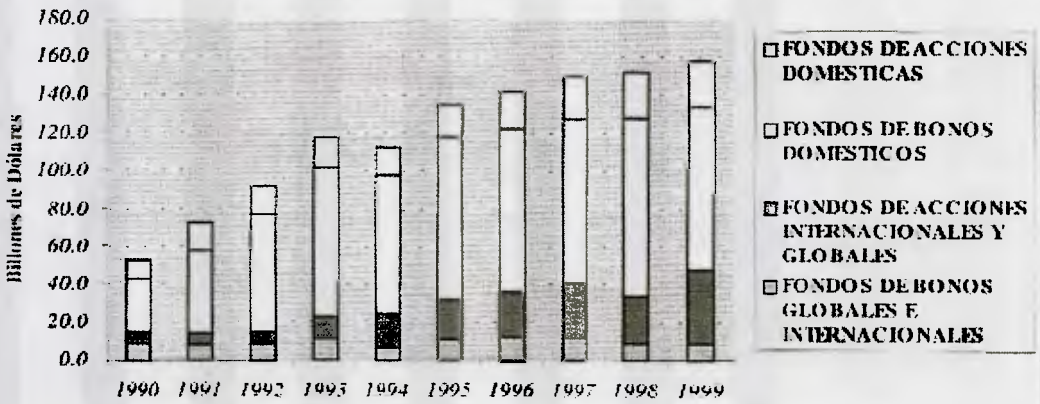
Ahora bien, una vez estudiada la teoría de portafolio y la diversificación, así como los principales modelos que expresan la relación entre riesgo y rendimiento, es momento de relacionar estos conceptos con la industria de los Fondos Mutuales.

Como se pudo contemplar, la diversificación consiste en la disminución del riesgo no sistemático de un portafolio de inversión mediante la combinación de diferentes activos financieros cuyas correlaciones negativas suavicen los efectos de los movimientos del mercado y de otros factores externos. Los Fondos Mutuales por definición, elaboran sus estrategias de inversión sujetos a este principio y demuestran ser un instrumento diversificador por excelencia, permitiendo al inversionista construir portafolios cuya estructuración ofrece mayores rendimientos esperados y menor riesgo. Gracias a los avances de la tecnología, la apertura de los mercados y la globalización, la industria de los Fondos Mutuales está en capacidad de brindar a los inversionistas el apoyo necesario para lograr el mayor rendimiento de su dinero sujeto al menor riesgo deseado. La versatilidad de los Fondos Mutuales permiten a cada individuo, seleccionar el Fondo que mejor se ajuste a sus preferencias de riesgo.

Los Fondos Mutuales pueden diversificar sus portafolios de cuatro formas distintas:

1. Por el número de títulos valores: diferentes leyes en los Estados Unidos, obligan a los Fondos Mutuales a cumplir con ciertos parámetros mínimos de diversificación, entre los que se encuentran el número de acciones y bonos de una compañía, títulos de gobiemo, opciones y otros que pueden formar parte de los activos de un Fondo. Dependiendo del objetivo del Fondo, estos requerimientos pueden variar.

2. Entre diferentes tipos de títulos valores: dependiendo del tipo de Fondo, los activos que forman parte de las carteras de inversión difieren e incluso existen fondos que combinan varios de ellos. La composición principal de los portafólios de los fondos de acciones, bonos y mixtos consiste en Acciones Comunes, Acciones Preferidas, Garantías y Derechos, Opciones, Bonos Municipales a Corto y Largo Plazo, Títulos Valores del Gobierno de Corto y Largo Plazo, Otros Títulos de Deuda Gravable y Activos Líquidos.



Fuente: ICI Fact Book 2000.

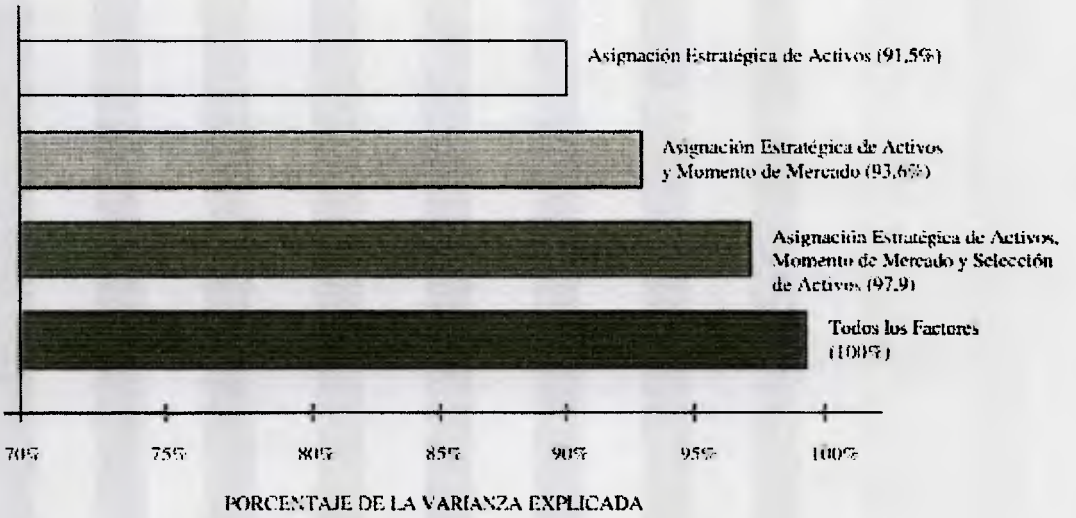
3. Entre industrias o mercados: los Fondos Mutuales se encuentran en la capacidad de invertir sus activos en diferentes sectores, no solo de un mismo país sino de países alrededor del mundo. Con este tipo de diversificación es posible disminuir la volatilidad de los sectores donde se realizan las inversiones, el riesgo político, cambiario, de tasas de interés y los ciclos económicos de los países donde se invierte.

4. Por vencimientos: los Fondos de Bonos y Mercado Monetario pueden combinar los diferentes títulos en función de las condiciones del mercado (por ejemplo, expectativas de tasas de interés) para así lograr el vencimiento promedio más eficiente y con ello un mejor rendimiento.

Las técnicas de inversión de los Fondos Mutuales son muy diversas, en este trabajo tomaremos como referencia las políticas de inversión de la compañía Fidelity, quienes a la fecha, son líderes en la industria de los Fondos Mutuales en los Estados Unidos. Según un informe de la Fidelity Investment Institutional Services Company, Inc. (1997), la técnica de inversión consiste, entre otros, en el análisis de desempeño del portafolio, el estudio de la relación riesgo-rendimiento mediante los conceptos de media y varianza y la utilización de bases de datos de índices y Fondos Mutuales alrededor del mundo.

Todos estos análisis permiten reducir la volatilidad del portafolio, ayudan a suavizar los efectos de las fluctuaciones del mercado en el portafolio y cumplir con los objetivos de maximización del rendimiento sujetos a la disminución de riesgo.

Por medio de la asignación eficiente de los activos, es posible disminuir la varianza del portafolio como, podemos observar en el siguiente gráfico:



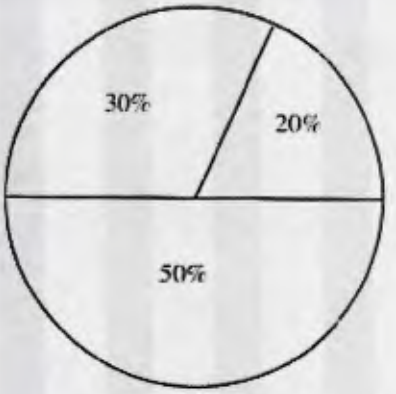
Fuente: FIISC, Inc. (1997).

El proceso de asignación de activos comienza con la selección de los activos, entre los que se encuentran: acciones, bonos e instrumentos de mercado monetario; a continuación se especifican las expectativas acerca del mercado de capitales en función de tres factores: análisis de escenarios, estimaciones económicas y

extrapolaciones históricas de riesgos, rendimientos y correlaciones. Posteriormente se construye la frontera eficiente de los Fondos en función de los activos seleccionados. A continuación se presenta una lista con algunas de las opciones a elegir:

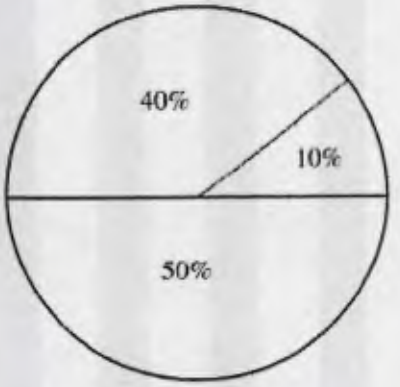
Período	Clase de Activo	Media Geométrica	Media Aritmética	Desviación Estándar
1926-1999	S&P 500	10,5%	12,5%	20.40%
1926-1999	Acciones de Baja Capitalizac.	12,5%	17,7%	34,4%
1926-1999	Bonos Corporativos	5.7%	6.0%	8,7%
1980-1999	Bonos Municipales	8.66%	9,14%	9.44%
1926-1999	Letras del Tesoro	3,7%	3,8%	3.3%
1972-1999	Bienes Raíces	9,27%	10.65%	15.98%
1969-1999	Oro	8.75%	11.43%	22.64%

Luego procedemos a seleccionar la mezcla apropiada en función de la tolerancia al riesgo del inversionista y la filosofía de inversión del Fondo. Aquí se presentan tres combinaciones de activos: acciones, bonos e instrumentos de mercado monetario para construir tres portafolios con objetivos diferentes:



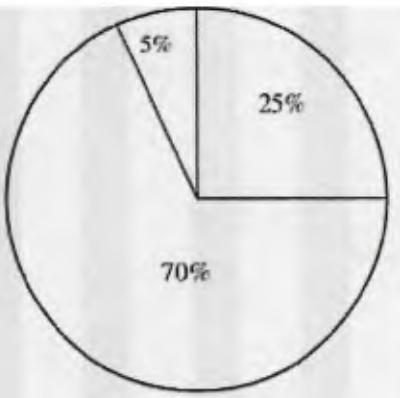
PRESERVACION DE CAPITAL

50% BONOS
30% MERCADO MONETARIO
20% ACCIONES



CRECIMIENTO MODERADO

50% ACCIONES
40% BONOS
10% MERCADO MONETARIO



CREACION DE RIQUEZA

70% ACCIONES
25% BONOS
5% MERCADO MONETARIO

4.1.2.3.- EXPERIENCIAS Y ESTILOS COMPARADOS:

Para finalizar este capítulo, se presentarán las técnicas y estilos de inversión de tres gerentes de Fondos Mutuales norteamericanos. Podrán apreciarse las diferentes formas del manejo de los fondos de cada uno de ellos, sus percepciones del mercado y tipo de trabajo que realizan.

William H. Gross: Presidente del Pacific Investment Management (PIMCO) a comienzos de la década de los 1970s percibió una gran oportunidad en el mercado de bonos en los Estados Unidos. Se concentró en los inversionistas institucionales, debido a que, entre otras cosas, era mucho más barato ya que los gastos en publicidad y mercadeo masivo eran casi nulos, la estrategia se centraba en la visita periódica de dichas empresas para intercambiar opiniones con la gerencia sobre las necesidades y objetivos de inversión. Entre sus clientes se encontraba AT&T, American Express y Philip Morris quienes a través de sus planes de pensiones incorporaban nuevos fondos al menor costo. Para la década de los 1960 y 1970, no se acostumbraban las transacciones de bonos (compra y venta), los bonos se mantenían hasta su vencimiento, lo que se presentaba como una oportunidad de generar ingresos con la compra-venta de los bonos cuando las condiciones y el precio lo permitiesen. A pesar de no contar con la ayuda de la tecnología utilizada hoy en día y el uso de conceptos como duration y convexidad, se comenzaron a gerenciar portafolios de bonos con la finalidad de combinar diferentes vencimientos y otras características que disminuyeran el riesgo de la inversión. Diez años después, en la década de los 1990s, el nicho de mercado permanece igual, pero sí se cuenta con la ayuda de la tecnología la cual, en las palabras de Gross: " Nos permite balancear, e inclusive eliminar, cada una de nuestras cuentas de acuerdo con los parámetros que queremos seguir. Por ejemplo, si queremos tener un portafolio con vencimiento promedio de seis años, tenemos computadoras que en dos segundos pueden indicamos qué cuentas tienen vencimientos promedios mayores y qué cuentas los tienen menores. Al final, sabremos cuales cuentas necesitan comprar algunos bonos y cuales venderlos"

Parte del éxito del manejo de este portafolio se debe a la asesoría externa que se utiliza. Anualmente se realizan reuniones con economistas tales como Milton y Benjamin Friedman con la finalidad de formarse una idea de las perspectivas económicas futuras, la situación de los mercados financieros y otros factores que influyan en la toma de decisiones.

La selección de los bonos que forman parte del portafolio se basa en cuatro criterios generales: el plazo, sector (gobierno, corporativo, internacional), cupón y calificación de riesgo. La más importante es el vencimiento ya que de él depende la sensibilidad del bono ante cambios en la tasa de interés. En segundo lugar se considera el sector al que pertenece el emisor del bono.

La táctica utilizada ante la variación de las tasas de interés depende de las expectativas en cuanto a la magnitud de dicho movimiento. Si las tasas solo aumentan, por ejemplo, en un 1 %, es conveniente esperar la reacción de los agentes económicos. Si por el contrario, el aumento es mayor, es necesario vender parte de los bonos del portafolio con la finalidad de disminuir el vencimiento promedio. También es conveniente mantener una porción de la cartera en efectivo como medida preventiva temporal.

En lo que respecta a los derivados, no se consideran inconvenientes, siempre y cuando el gerente del Fondo conozca el funcionamiento del instrumento y sobre todo que esté consciente del plazo en el cual se comprometió (este punto es muy importante especialmente para los Fondos de Mercado Monetario). Richard HoeY, gerente del portafolio del Dreyfus Growth & Income Fund: su filosofía de inversión se basa en la idea del "top down, bottom up", lo que podemos traducir como "de arriba hacia abajo, de abajo hacia arriba". Esta estrategia consiste en conocer primero el entorno macroeconómico de las acciones que se estudia, el país de origen, su economía, la industria a la que pertenece y finalmente la compañía que las emite, sus indicadores, proyecciones y otros. Comienza por plantearse dos o tres escenarios posibles, con diferentes niveles de inflación, tasas de interés y otros indicadores macroeconómicos. Luego se dedica al estudio del sector en el cual se encuentra interesado, las perspectivas de crecimiento, relación con los ciclos económicos y conexión con otros sectores. Finalmente se analiza la empresa, sus competidores, perspectivas de mercado, necesidades y limitaciones y otros factores.

Luego de todos estos estudios, se validan ambos enfoques para lograr la consistencia necesaria e invertir en las empresas indicadas. También opina que es favorable cambiar de sector agresivamente, es decir, no cree en el sistema de "closet indexing", esto quiere decir que una vez estructurado un portafolio de acciones con el cual se trata de competir contra algún índice no deben realizarse cambios bruscos que desvíen el portafolio lejos del comportamiento del índice.

Este gerente prefiere manejar el riesgo del portafolio de manera global, en conjunto, combinando diversos activos con niveles de riesgo diferentes, pero que en conjunto generen un nivel de rendimiento superior al de otros portafolios que se dedican a la selección de títulos con características similares. El método usado para medir el riesgo se concentra en el estudio de las betas así como la calificación de riesgo y el sector donde se desempeña el emisor de los títulos, siempre teniendo en cuenta las expectativas de rendimiento acordes con el riesgo asumido.

En lo que respecta a la asesoría económica, prefiere aquella conocida como economía institucional que se usa para entender como funciona la economía y los mercados financieros en la actualidad, en el mundo real, no como se supone que debería ser en la teoría. El equipo de investigación del Dreyfus Growth & Income Fund se encuentra formado por numerosos analistas cuya función es la de investigar cada compañía, cada sector y, en general, los mercados, pero lo que forma parte, importante en el manejo de este Fondo es la comunicación continua con los gerentes de las compañías en las cuales se invierte, ya que son ellos quienes ofrecen una mejor visión de la situación de las mismas.

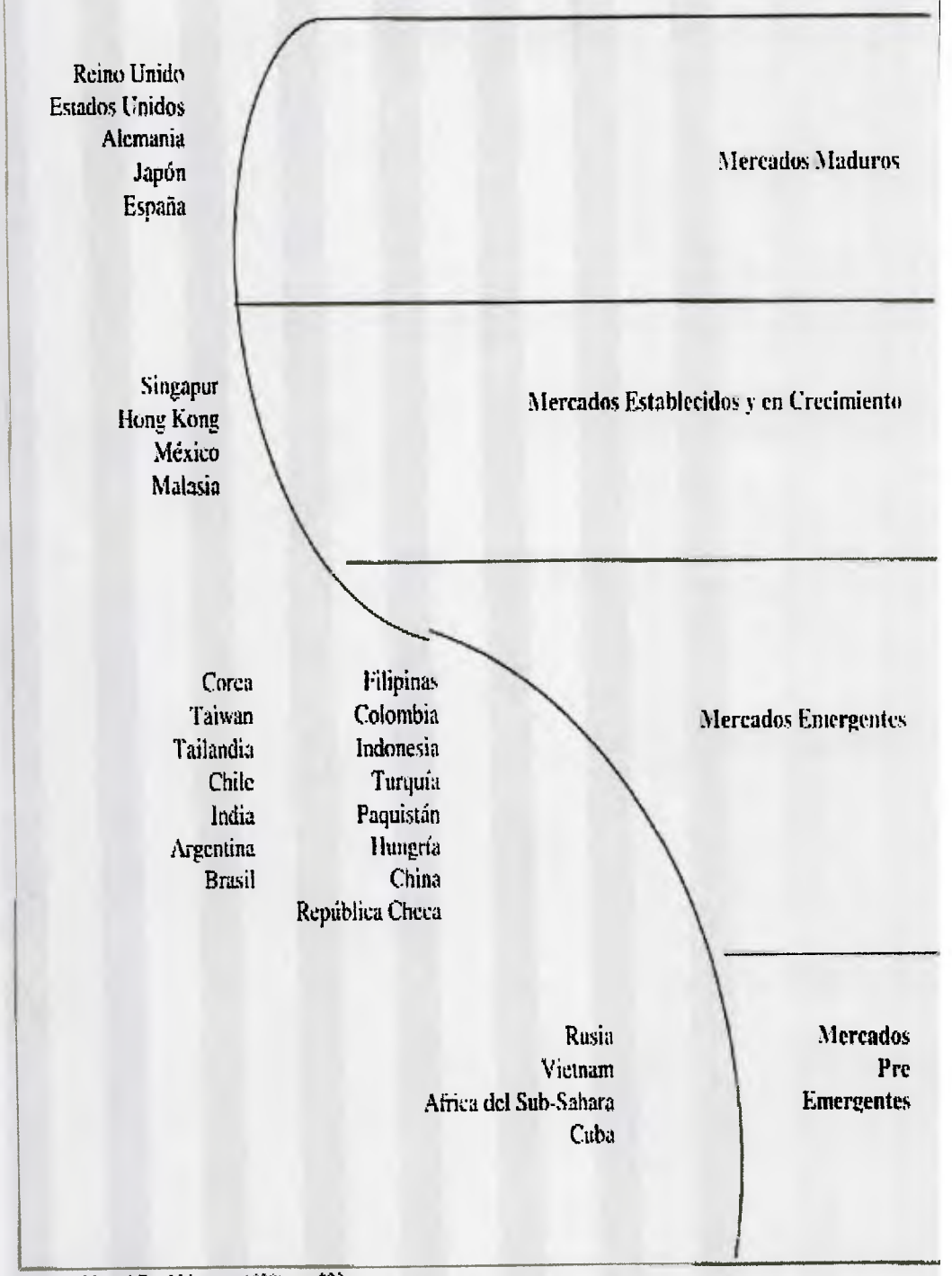
Grace Pineda: gerente del portafolio del Merrill Lynch Developing Capital Markets Fund: considera la inversión en los mercados emergentes como la búsqueda de crecimiento y no el valor de las acciones. Es importante valorar las compañías en función de la relación precio/rendimiento, productividad y capitalización, con la finalidad de adquirir acciones al menor precio posible.

Analiza el mercado en función del "Ciclo de Vida del Mercado de Acciones", donde el eje horizontal representa el grado de desarrollo de cada país, cuando más a la izquierda se encuentre, más desarrollado. Por otro lado, el eje vertical representa el tiempo en términos de madurez: cuando más hacia arriba de encuentre, más maduro. Los países que se encuentran en la esquina inferior derecha, es decir, los menos desarrollados, deben analizarse desde el enfoque "top down" lo que significa evaluar el entorno político, económico y social de la empresa, acceso a los mercados internacionales, liquidez y otros factores que influyan en el desarrollo de la misma.

La posición de cada país en esta "línea de vida" depende de una apreciación en función de ciertos parámetros, tales como la liquidez del mercado, ingreso per cápita y apertura externa. El aspecto político es muy importante ya que es necesario conocer las políticas del gobierno para el momento de la valoración: apertura de las economía, comercio, privatizaciones, política cambiaria y de tasas de interés.

A continuación, reflejamos el ciclo de vida del Mercado de Acciones.

CICLO DE VIDA DEL MERCADO DE ACCIONES



Fuente: Mutual Fund Masters (1999), pp. 239.

Si se conocen bien los mercados y se combinan eficientemente, pueden obtenerse ganancias como producto de la compra de acciones sub-valoradas, baratas, que en el corto plazo logran una rápida apreciación de capital, no hay que olvidar que este tipo de Fondos son muy volátiles ya que cualquier noticia o movimiento del mercado puede provocar una subida del precio de la acción al igual que una caída del mismo. Independientemente del nivel de desarrollo. Un ejemplo de ellos fue la Guerra del Golfo en 1991.

Los criterios para analizar los mercados emergentes pueden resumirse en siete aspectos, cuanto más desarrollado se encuentre el país, más importante son los criterios de investigación y análisis fundamental del emisor del título valor (bottom up). A continuación se resumirán brevemente cada uno de ellos:

1. Política: se trata de determinar la dirección que el gobierno desea tomar en términos de negocios e inversión.

2. Economía: se analizan las bases para un crecimiento económico sostenible, estabilidad macroeconómica, inflación y en general, la influencia de todas estas variables en el desarrollo de la compañía.

3. Liquidez: se buscan principalmente países abiertos a la inversión extranjera. Es necesario observar qué tan profundos son los mercados financieros, es decir, qué capacidad tiene de recibir flujos masivos de capital y qué tan preparadas se encuentran las instituciones para recibir dichos fondos.

4. Cambios Externos: este factor tiene que ver con situaciones aleatorias de tipo político o militar con implicaciones globales que puedan afectar a cualquier país

5. Negocios: en este nivel se comienzan a evaluar sectores específicos. Cómo se encuentra el mercado de un compañía en particular, capacidad de la industria, competitividad, niveles de precios, demanda del producto y otros.

6. Valoraciones: se estudia el potencial de la empresa y la relación del precio de la acción con el nivel de capitalización de la misma, activos, producción y potencial del producto en el mercado.

7. Finanzas: ya no solo se trata de evaluar la compañía sino de tratar de estimar, predecir entre otras cosas, las ganancias futuras con la finalidad de conocer el posible valor de la compañía en el futuro y con ello el potencial de apreciación de la acción.

Gráficamente podemos verlo así:

Fuente: Mutual Fund Maters (1999), pp. 241.

4.1.3.- CLASIFICACIÓN:

Clasificar los Fondos Mutuales puede convertirse en una tarea difícil si tomamos en cuenta que existen en el mercado mas de 6.000 tipos. En este trabajo nos limitaremos a clasificarlos en función del tipo de inversión a la que están dirigidos los activos del Fondo, es decir, el tipo de instrumentos en los que invierte el Fondo así como también los objetivos del Fondo: ingreso, apreciación de capital, especulación y otros. La siguiente tabla resume los tipos de Fondo que posteriormente se analizarán:

Acciones	Bonos	Mercado Monetario	Otros
Maximo crecimiento Crecimiento Valor Ingreso Crecimiento e ingreso Globales/ Internacionales	Corporativos Globales/ internacionales De gobierno Estatales	Gravables No gravables	Balanceados Asignación de activos Hipotecas Metales preciosos Específicos Indices Convertibles Off shore De cobertura

4.1.3.1.- FONDOS DE ACCIONES:

El primer grupo que encontramos lo conforman aquellos Fondos que invierten sus activos en la compra de acciones comunes, por eso son llamados de Acciones. Entre ellos tenemos:

1. Máximo Crecimiento: estos Fondos persiguen la máxima apreciación de capital (aumento en el precio de la acción) a largo plazo. Invierten en compañías pequeñas, de baja capitalización e incluso compran acciones en emisiones primarias así como acciones subvaloradas. Este tipo de compañías realizan fuertes inversiones en investigación y desarrollo por lo que generalmente no reparten dividendos. Suelen encontrarse entre estas empresas, aquellas que se dedican a la producción y venta de servicios innovadores, desarrollos tecnológicos y biotecnología, entre otros. Las ganancias se reflejan en el precio de la acción el cual se encuentra íntimamente ligado a los resultados de la empresa. Los Fondos de Máximo Crecimiento se encuentran dentro del grupo de los Fondos Mutuales diversificados más volátiles ya que estimaciones erradas acerca de los resultados de la empresa, o algún tipo de noticia desfavorable sobre ella puede afectar negativamente el precio de la acción y con ello el rendimiento del Fondo que posee sus acciones.

2. Crecimiento: estos Fondos persiguen acciones con alto potencial de apreciación de capital. El pago de dividendos no se considera un objetivo principal de estos Fondos. Invierten en compañías bien establecidas con expectativas de ganancias aceleradas. Para 1995 se encontraban dentro de este grupo de compañías a Motorola, Chrysler AT & T, Microsoft e Intel. Estos Fondos a pesar de tener una estrategia común, pueden diferir en ciertos aspectos, por ejemplo, existen Fondos cuya posición se encuentra totalmente en acciones, mientras que existen otros que prefieren conservar temporalmente parte de sus activos en efectivo en busca de mejores oportunidades de mercado.

3. Valor: buscan el valor intrínseco de las compañías en las que invierten. Estas compañías poseen la característica de pertenecer a industrias que se mueven

en la misma dirección que el ciclo de negocios. La estrategia de los Fondos de Valor se enfoca hacia la compra de acciones en la parte baja o contractiva del ciclo y venderlas en su fase expansiva. Entre las industrias pertenecientes a este grupo tenemos: el aluminio, la construcción, químicos, automóviles y acero. El comportamiento de estos Fondos está relacionado directamente con el comportamiento de las empresas de las cuales posee acciones, no con el mercado y las acciones en general.

4. Ingreso: es considerado el Fondo opuesto a los de Crecimiento ya que la estrategia principal del Fondo se centra en el ingreso periódico para sus accionistas y no la ganancia de capital. Esto lo logran invirtiendo en acciones de compañías con un historial de dividendos consistente. El VAN de estos Fondos es muy estable al igual que sus rendimientos, características atractivas para inversionistas conservadores. Durante los últimos años han demostrado ser menos volátiles que el mercado de acciones y su desempeño destaca sobre todo en los mercados a la baja (bear).

5. Crecimiento e Ingreso: dan igual importancia a la apreciación de capital así como al pago de dividendos. Estos Fondos ofrecen al inversionista ganancias de capital acompañadas por una corriente estable de ingresos. Invierten en acciones de compañias que podrían formar parte de un Fondo de Crecimiento, pero también en acciones de compañías con mejor calificación de riesgo (blue chips) que pagan altos dividendos sin mayor potencial de apreciación de capital.

6. Globales/Internacionales: persiguen los mismos objetivos de un Fondo de Crecimiento, es decir, la apreciación de capital pero invirtiendo en acciones de compañías que se comercian al rededor del mundo. La diferencia entre un Fondo Global y uno Internacional radica en que el primero permite dentro de su portafolio inversiones de compañías establecidas en los Estados Unidos, mientras que los segundos no lo permiten. A pesar de considerarse más riesgosos que los Fondos de Crecimiento o Ingreso, amplían las posibilidades de inversión y diversificación.

4.1.3.2.- FONDOS DE BONOS:

Como su nombre los indica invierten sus activos en la compra de bonos emitidos principalmente por empresas, gobiernos y municipios. Estos Fondos suelen llamarse de Renta Fija, lo que no es estrictamente correcto. Los Fondos Mutuales de Bonos no garantizan un rendimiento o renta fijos, lo que podría considerarse fijo es el interés devengado por los bonos que formar parte de las inversiones del Fondo. Otro error cometido respecto a los Fondos Mutuales de Bonos es el referente a la volatilidad de los mismos. A continuación se presenta una tabla con los rendimientos de los Fondos de Bonos entre 1996 y el 2000 [70] , y veremos que dichos fondos no son tan estables como se cree (54):

1996: 4,30%
1997: 1,71%
1998: 3,84%
1999: 1,23%
2000: 5,02%

(54) Sary Levy, 1.996, pp. 124.

Esta volatilidad se encuentra directamente relacionada con el comportamiento de las tasas de interés. Cuando se espera una suba en las tasas de interés, los Fondos de Bonos no son una buena inversión ya que con el aumento de las tasas cae el precio de los bonos y con él, el rendimiento del Fondo.

Al momento de seleccionar un Fondo Mutual de Bonos es preciso conocer cuales son las necesidades del inversionista. Algunos autores se plantean algunas interrogantes, tales como: ¿Cómo tomar ventaja del sistema de clasificación para conseguir el o los Fondos de Bonos que desea o asegurarse de que el (los) fondo(s) que posee es (son) los apropiados?; primero, yendo mas allá de los deseos de ganar y mantener la máxima cantidad de ingreso y pensando en los objetivos de inversión y tolerancia al riesgo en términos de tres criterios importantes: condición tributaria, tolerancia al riesgo de crédito y tolerancia al riesgo de tasa de interés. Una vez decidido lo que se quiere y puede invertir en el contexto de estos criterios, estaremos en posición de focalizar las categorías de fondos y los fondos asignados a ellas.

En lo que respecta a la condición tributaria del Fondo es necesario aclarar ciertos puntos. El ingreso, objetivo principal de muchos compradores de Fondos Mutuales de Bonos, se encuentra sujeto o no (en los Estados Unidos) al pago de impuestos bien sean estatales, federales o municipales. Este ingreso suele distribuirse en forma de dividendos los cuales serán gravados o no dependiendo del tipo 72 y lugar de estructuración del Fondo. Es posible que ciertos Fondos se encuentren exentos del pago de impuestos estatales y federales en los Estados Unidos, pero que sin embargo deban pagar impuestos municipales. La elección depende del inversionista. El tema de la tolerancia al riesgo de crédito trae como consecuencia la segmentación del mercado de los Fondos de Bonos dependiendo de la calidad de los bonos que forman parte de las inversiones del Fondo.

Independientemente del tipo de inversión, existe siempre una relación directa entre la calificación de la emisión del bono y el interés devengado por el mismo: cuanto mayor (o mejor) la calificación, menor será el interés pagado por el bono y menor será también el rendimiento del Fondo (sin tomar en cuenta, por supuesto el movimiento de las tasas de interés).

Finalmente, existe otra característica muy importante que debe ser tomada en cuenta al momento de adquirir un Fondo de este tipo y es el plazo promedio de los vencimientos de los bonos que forman parte del portafolio. Independientemente de la exención o no del pago de impuestos, los Fondos de Bonos pueden variar el plazo promedio de vencimiento entre uno a treinta años o más, lo cual incide directamente en la volatilidad del precio de los bonos respecto a los movimientos de las tasas de interés. Es importante estar consciente que inclusive los Fondos Mutuales de Mercado Monetario, que se tratarán con más detalle posteriormente, son susceptibles a estos cambios en las tasas de interés.

Luego de esta breve introducción a los Fondos Mutuales de Bonos, se clasificarán en cuatro grandes grupos:

- Corporativos: siguiendo el concepto del ICI, estos Fondos tienen como objetivo: perseguir un alto nivel de ingreso invirtiendo principalmente en bonos de corporaciones de los Estados Unidos; también invierten en otros títulos valores de renta fija como bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Es importante diferenciar entre la compra de un bono y un Fondo de Bonos: comúnmente los bonos pagan un interés semestral en forma de cupones los cuales han sido

predeterminados previa la emisión del título; los Fondos de Bonos distribuyen su ingreso en forma de dividendos mensuales dependiendo de las ganancias del Fondo en el período, que pueden ser cancelados en efectivo o en acciones que a su vez pueden ser reinvertidas en el mismo Fondo. Algunos Fondos suavizan el flujo de ingresos pagando una cantidad fija independientemente del desempeño del mismo.

La otra diferencia fundamental entre ambos instrumentos se refiere al plazo de las inversiones: cuando se compra un bono con vencimiento a diez años, al transcurrir el tiempo desde la inversión inicial, el propietario del bono tendrá un bono con vencimiento a nueve años, ocho, siete y así sucesivamente. Por su parte, el Fondo de Bonos nunca vence sino que renueva sus inversiones para mantener una vida promedio establecida.

Dentro de la categoría de los Fondos de Bonos podemos conseguir ciertas variantes dependiendo de la relación riesgo-rendimiento. Existen bonos de alto rendimiento o que invierten en bonos de menor calificación de riesgo que no poseen restricciones de calidad ni plazo; estos bonos se conocen popularmente como bonos basura y los Fondos conformados por este tipo de títulos se conoce como Fondo de Bonos Basura y persiguen altos ingresos invirtiendo en títulos valores corporativos especulativos. Existen además los "Distressed Securities Funds" que se especializan en la compra de bonos de compañías en situación financiera crítica, pero con expectativas de recuperación, lo que permite obtener inicialmente, rendimientos elevados al mismo tiempo que la posibilidad de una futura apreciación de capital en función de las mejoras de la empresa. Los precios de estos bonos de alto rendimiento son muy sensibles a los resultados de sus compañías emisoras, inclusive más que a cambios en la tasa de interés. Se pueden clasificar en dos grupos: nuevas emisiones, pertenecientes a compañías nuevas que salen al mercado de valores por primera vez; y emisiones existentes, conformadas por deuda de compañías que han sido reestructuradas o cuya calificación de riesgo haya empeorado.

- Globales/Internacionales: al igual que los Fondos de Acciones, estos Fondos invierten en títulos valores de deuda emitidos tanto dentro como fuera de los Estados Unidos, siempre recordando que los Fondos Globales pueden invertir dentro de los Estados Unidos mientras que los Internacionales no.

Entre los factores que impulsaron las inversiones en títulos valores extranjeros y con ellos los Fondos Mutuales de este tipo, encontramos que el diferencial de tasas de interés existente entre los Estados Unidos y algunos países europeos y latinoamericanos fue uno de ellos. A pesar del riesgo cambiario (en caso de que no fueran eurobonos) en el que este tipo de inversión incurre, resultaba atractivo ya que los rendimientos devengados superaban los rendimientos de los Fondos cuyas inversiones se limitaban al mercado local. Las siguientes tablas ilustran este punto:

PERIODO FONDOS	GLOBALES/INTERNACIONALES	RENDIMIENTO
1998-2000	SBworldGovermentBond Fund	2.87%
1998-2000	Fidelity Global Bond Fund	1,49%
1998-2000	Scudder Internacional Bond Fund	3.71%

PERIODO	FONDOS DE BONOS DE ALTA CALIFICACION	RENDIMIENTO
1998-2000	Dreytus A Bonds Plus	4.83%
1996-2000	Vanguard F/I L/T Corporate	5.68%
1990-2000	Vanguard F/I L/T Corporate	8.28%

Otro factor que hace atractivo a este tipo de Fondos es la capacidad de diversificar la inversión, no solo entre países, sino entre diferentes monedas, tasas de interés, riesgos políticos y economías. Muchos de estos rendimientos no solo provienen de mayores tasas de interés, sino como consecuencia de la apreciación de los precios de los bonos en los casos en que el país de origen del título ha sido reconocido posteriormente con una mejora en la calificación de riesgo. El riesgo cambiario de estos Fondos ha disminuido con el uso de coberturas tales como los contratos a futuro, pero como esta cobertura puede resultar costosa y afectar el rendimiento del Fondo, otras estrategias han sido utilizadas y entre las cuales se encuentra el "dollar-hedging" o cobertura del dólar que consiste en mantener parte del portafolio en emisiones de bonos realizadas en dólares y la "cross-hedging" o cobertura cruzada que basa su estrategia en la compra de monedas fuertes como el Marco Alemán o el Franco Suizo y la venta de monedas débiles como la Lira Italiana.

- Del Gobierno de los Estados Unidos: como su nombre lo indica, solo invierten sus activos en la compra de bonos, letras y notas del Tesoro Americano y algunas agencias federales, Ginnie Maes y Fannie Maes. Existen dos sub-grupos: los Fondos de Bonos de Gobierno y los Fondos de Bonos del Tesoro del Gobierno. Los primeros invierten en Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) y algunos títulos valores del Tesoro y los otros en bonos, letras y notas del Tesoro. Los inversionistas de este tipo de Fondos persiguen una corriente de ingresos estable. Estos Fondos no tienen riesgo de crédito pero al igual que los demás bonos, sí se encuentran afectados por movimientos en la tasa de interés, sobre todo aquellos con vencimientos mayores a cinco años.

La estrategia a seguir consiste en la compra de bonos a largo plazo cuando las expectativas de tasa de interés son a la baja y así conseguir un mayor rendimiento para el Fondo. Para el manejo de estos Fondos, es necesario estudiar el comportamiento del Bonos del Tesoro Americano a 30 años.

- Municipales: invierten principalmente en bonos emitidos por estados y municipios con la finalidad de financiar, entre otros, la construcción de escuelas, autopistas, aeropuertos y hospitales así como para recaudar fondos que les permitan cumplir con las restricciones presupuestarias. Por lo general se encuentran exentos del pago de impuestos por lo que sus rendimientos se encuentran por debajo de aquellos Fondos que no lo están. Se recomiendan a inversionistas que por su nivel de ingreso se ubican en tramos de altos niveles impositivos.

La inversión en emisiones realizadas por municipios no ofrecen rendimientos garantizados ni la disminución del riesgo de la inversión. Por tratarse de emisiones públicas, las compañías encargadas de calificar las emisiones (Standard & Poor's, Moody's) pueden recibir información incompleta que no refleje la verdadera situación del emisor de los títulos.

4.1.3.3.- FONDOS DEL MERCADO MONETARIO.

Estos Fondos fueron particularmente exitosos en los 70, cuando las tasas de interés de mercado subieron y los depósitos de la banca comercial se encontraban regulados por lo que no podían subir las suyas. Según el Banco Mundial (55):

> "Los Fondos Mutuales, los cuales ya habían crecido substancialmente en los 1950s y 1960s, atrajeron más ahorros y cobraron más importancia en los mercados financieros durante los 1970s ofreciendo los fondos de mercado monetario. Los inversionistas encontraron en estos Fondos una alternativa atractiva a las tasas reguladas de los depósitos de la banca comercial cuando las tasas de interés de mercado subieron"

Estos Fondos poseen ciertas características atractivas para los inversionistas más conservadores, de hecho, los Fondos de Mercado Monetario se consideran los menos riesgosos del universo de los Fondos Mutuales. Son muy líquidos, sus inversiones están compuestas por títulos valores de muy corto plazo (no mayores de 90 días) y tienen la facultad de poder emitir cheques para sus accionistas a partir de cierto monto.

Entre las opciones de inversión de los Fondos de Mercado Monetario tenemos: Letras del Tesoro de los Estados Unidos, papeles comerciales de empresas de alta calificación, certificados de deposito bancarios, reportos y aceptaciones bancarias. Este tipo de Fondo es utilizado como sustituto de las cuentas bancarias ya que ofrece las mismas facilidades de una cuenta además de ofrecer una mejor tasa y la posibilidad de adquirir un Fondo no gravable constituido principalmente por emisiones de muy corto plazo de estados o municipios exentas del pago de impuestos.

4.1.3.4.- OTROS FONDOS.

Este último grupo de Fondos Mutuales se encuentra conformado por todos aquellos Fondos que no invierten sus activos en un solo tipo de titulo valor. Muchos de ellos se han creado como respuesta a la gran demanda de innovaciones financieras y la creación de nuevos instrumentos que han inundado los mercados financieros mundiales. Algunos de ellos se describen a continuación:

- Balanceados: se componen de bonos, acciones e instrumentos de mercado monetario. Buscan compaginar tres objetivos diferentes: apreciación moderada de capital a largo plazo, provista por las acciones; ingreso, gracias a los bonos; y estabilidad. La combinación de acciones y bonos permite suavizar las fluctuaciones del mercado ya que existe una relación inversamente proporcional entre el mercado de acciones y el de bonos. Cuando la economía se encuentra en su fase expansiva, el precio de las acciones se incrementa gracias a las mejoras en la rentabilidad de las empresas y otros factores que a su vez incrementan la demanda de créditos impulsando las tasas de interés hacia arriba lo que trae como consecuencia la caída del precio de los bonos. Esto no quiere decir que no existan situaciones en las que ambos mercados caigan o suban simultáneamente. La combinación de acciones y bonos se mantiene en una proporción aproximada de 65,135 respectivamente. Las acciones que forman parte del portafolio de estos Fondos pertenecen a compañías de alta calificación de riesgo al igual que las emisiones de bonos, que en la mayoría de los casos se consideran con la mejor calificación de riesgo para la inversión. También se encuentran Fondos cuya estrategia consiste en balancear sus inversiones comprando otros Fondos y así construir un "Fondo de Fondos". En cambio, otros Fondos basan su estrategia en la combinación de acciones y bonos americanos, acciones de bienes raíces, oro y acciones extranjeras.

(55) Sary Levy, 1.996, pp. 163.

- Asignación de Activos: invierten sus activos en los mismos instrumentos que el Fondo Balanceado, la diferencia radica en la proporción de los mismos. Los Fondos de Asignación de Activos no mantienen ninguna relación acciones/bonos, lo que los hace menos riesgosos ya que dependiendo de las condiciones de mercado, pueden posicionarse 100% en acciones o en bonos. Tienden a generar mejores resultados que otros Fondos cuando el mercado se encuentra deprimido.

- Hipotecas: buscan mayores niveles de ingreso invirtiendo en títulos valores respaldados por hipotecas. Los más comunes son los Adjustable Rate Mortage (ARM) que invierten al menos el 65% de sus activos en títulos de tasa variable, los GNMA que invierten el 65% o más en títulos garantizados por la GNMA y los U. S. Mortgage que invierte al menos el 65% en títulos hipotecarios garantizados por el gobierno Americano o alguna agencia federal. El periodo de vida estimado de estos Fondos es mucho menor al de las inversiones que lo conforman debido a las cancelaciones anticipadas de las hipotecas que generalmente tienen una duración de 30 años mientras que estos Fondos usualmente tienen vidas promedio de 12 años. El rendimiento de estos Fondos se encuentra por encima de las emisiones del Tesoro en un 1%. Para algunos autores, el objetivo de estos Fondos es uno muy simple: ofrecer mayor rendimiento que un Fondo de mercado monetario mientras se mantiene la volatilidad del principal por debajo de aquella de los Fondos de bonos a mayores plazos.
- Metales Preciosos: mediante la inversión de dos tercios del activo del Fondo en títulos valores asociados con el oro, la plata y otros metales, buscan la apreciación del capital. El riesgo de estos Fondos depende en gran parte de la ubicación de la inversión. Por ejemplo, algunos Fondos de oro, por diseño, no invierten sus activos en acciones de compañías que operan en Sudáfrica ya que las condiciones políticas y sociales volátiles en algunos periodos aumentaron el riesgo de estas inversiones. Otros por su parte, combinan su portafolio con inversiones en Sudáfrica y los Estados Unidos.

- Específicos: enfocan sus inversiones hacia un sector económico en particular, entre los que encontramos: tecnología, recursos naturales (petróleo, electricidad, minería) y salud (productos farmacéuticos y compañías para el cuidado de la salud). El riesgo de estos Fondos es mayor que el de los otros tipos de Fondos ya que no cuentan con la diversificación de invertir en diferentes sectores económicos; además este tipo de Fondos es muy reciente por lo que no se cuenta con un registro histórico de su comportamiento. Finalmente, por ser de menor tamaño (monto de los activos), las comisiones son superiores al promedio del mercado.

- Indices: están diseñados para replicar el comportamiento de algún índice de mercado invirtiendo sus activos en las acciones que lo conforman. Los más populares son: el S&P 500, el S&P 400 y el S&P 100. No existe un Fondo del índice Dow Jones porque el mismo no permite que se utilice su nombre para tales objetivos. El atractivo de estos Fondos se encuentra en sus comisiones que se encuentran dentro de las más bajas del mercado. Esto se explica por la ausencia de asesores y analistas financieros dentro de la estructura del Fondo.

- Convertibles: son Fondos que, como su nombre lo indica, invierten sus activos en la compra de bonos convertibles, es decir, aquellos bonos que además de pagar una tasa fija ofrecen la posibilidad de convertirse en acciones de la

compañía emisora. En teoría estos Fondos ofrecen al inversionista la posibilidad de la apreciación de capital gracias a la inversión en acciones y la estabilidad y tranquilidad del ingreso brindadas por un bono. Pero la realidad es otra ya que los bonos convertibles en su mayoría son emitidos por compañías con menor calificación de riesgo, lo que hace más volátiles los rendimientos de la inversión. Existen también algunos Fondos que crean "convertibles sintéticos" que consisten en la compra de deuda (bonos) y opciones de compra o "call" de las acciones de la empresa emisora del bono.

- Off Shore: estos Fondos están registrados en zonas libres del pago de impuestos a las ganancias de capital e ingreso. Entre ellas encontramos numerosas islas del Caribe, el Reino Unido y Luxemburgo. Origen de estos Fondos se remonta a la década de los 70s y su razón de ser fue la búsqueda de una mayor eficiencia fiscal por parte de ejecutivos corporativos. A su vez, numerosos residentes latinoamericanos y del Medio Oriente prefieren mantener este tipo de instrumentos como seguro contra la volatilidad económica y los problemas políticos de sus países de origen. Este tipo de Fondo no puede ser distribuido dentro del territorio Norteamericano ni a sus residentes por no encontrarse registrados en la SEC. Algunos de ellos pertenecen a las familias de Fondos más grandes de los Estados Unidos y para finales de 1996 contaban con un billón de dólares en activos distribuidos en Fondos de mercado monetario, bonos y acciones. Por no encontrarse bajo la supervisión y regulación de los Fondos "onshore" las comisiones pueden ser mayores. Otra consecuencia de la no regulación de estos fondos, puede resultar inconveniente y esta es la falta de información por parte de los mismos, que al no encontrarse obligados a suministrarla por Ley, podrían implementar políticas de inversión acordes con el tipo de productos que se ofrecen.

4.2.- LOS FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA:

4.2.1.- BREVE RESEÑA HISTÓRICA:

La industria de los fondos mutuales en Venezuela, tiene sus inicios a finales de las década de los 80. Este vehículo se crea con la finalidad de formar parte de los servicios ofrecidos por un grupo financiero, entre los que encontramos: cuentas corrientes, depósitos a plazo, créditos diversos y otros. Dado el escaso conocimiento que los pequeños inversionistas poseían sobre este vehículo de inversión y el enfoque con el que fueron constituidos, no se observó un crecimiento consistente y sostenido , del monto toal de su patrimonio.

Los años posteriores a la creación de los Fondos Mutuales, se caracterizaron por un a difícil situación económica y financiera generalizada. A raíz de la caída de los precios de la bolsa y el drástico aumento de las tasas de interés de la banca comercial, los Fondos Mutuales, quedaron a "mitad de camino". En consecuencia, muchos fondos se vieron en la necesidad de invertir en instrumentos de renta fija: bonos privados, cero cupón y papeles comerciales, entre otros. Los rendimientos, a pesar de ser buenos, no se encontraban en la capacidad de competir con las tasas de interés ofrecidas por la banca comercial. Dada la incertidumbre política y económica del país, el número de rescates de acciones de los fondos, era muy alto, por lo que se veían obligados a invertir en instrumentos muy líquidos y de corto plazo, cuyos rendimientos poco atractivos favorecían la situación.

Como si fuera poco, los Fondos Mutuales, se encontraban penalizados doblemente en materia impositiva: las ganancias de capital de los papeles comerciales, comenzaron a pagar impuestos a partir del año 1.991, y por otro lado, al

encontrarse regulados por el Código de Comercio, como compañías anónimas, debían pagar nuevamente impuestos a las ganancias de capital. Años después, se reformaría la Ley, con la finalidad de cambiar la figura jurídica de los Fondos Mutuales, para evitas esta doble tributación.

Entre los años 1990 y 1991 los fondos acumularon 26,18 millones de dólares y para 1992 la cifra de activos netos era de 11 mil 490 millones de bolívares. Para ese momento el mercado de fondos mutuales había crecido alrededor de 7,6 veces en un lapso de 2 años y 2 meses.

En 1992, el patrimonio de los fondos alcanza la cifra de 176 millones de dólares y después del intento de golpe de estado, la inestabilidad que se generó en el país, la salida de capitales extranjeros invertidos en las acciones que se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas, logró que el monto de los Fondos Mutuales descendiera a Diciembre de ese año a la cifra de 78 millones de dólares, es decir, un descenso de 54% con respecto a Febrero de 1992. En Diciembre de 1993 la cifra cayó aún más a la cantidad de 30 millones de dólares.

El año de 1994 marca el reinicio del negocio de los Fondos Mutuales. El mercado logró captar la cantidad de 23 millones de dólares. En el año 1995, el activo de los fondos se eleva a 26 millones de dólares, equivalente a 33% de crecimiento.

La rentabilidad promedio de los fondos calculados desde Febrero de 1994 a la misma fecha de 1995 fue de 35,54%, superior aun 105 de la tasa pasiva promedio para ese mismo período. A cierre de 1994 la rentabilidad promedio del sector se ubicó en 42,95%, superior a la tasa pasiva promedio que fue de 37,62%.

En el año 1995 la rentabilidad promedio fue de 45,47%, en tanto que las tasas pasivas eran de 22,30% para montos iguales o mayores de 20 mil bolívares. En 1997 el alza de los precios de índice de la Bolsa de Valores de Caracas impulsa el crecimiento de los Fondos Mutuales, ya que los activos netos llegan a la cantidad de 298 millones de dólares. Esto representó un crecimiento de 1,09 veces respecto al año anterior.

El año 1998 estuvo signado en Venezuela por la baja de los precios del petróleo y por ser un año electoral. Este fue uno de los momentos más críticos para los Fondos Mutuales y para el Mercado de Capitales en general. Adicionado a esto, el mercado recibió una fuerte influencia de la onda expansiva generada por la crisis global Asiática y en especial de Rusia Todo esto afectó el resto de los mercados emergentes y especialmente los mercados latinoamericanos. Los fondos para 1998 bajaron sus captaciones a la cifra de 107 millones de dólares y quedan sólo 52 fondos operando.

Para el año 1999, la cifra de captaciones sube en un 49,83% para lograr un monto de 152 millones de dólares. Finalmente, en el año 2000 los Fondos Mutuales experimentaron un crecimiento que los llevó a la cifra de 214 millones de dólares y operaban 48 Fondos Mutuales, superando en 26 fondos nuevos al comparar las cifras con el año 1996. (Ver sección de anexos, Gráfico Nro. 9)

La siguiente tabla, ofrece una perspectiva del mercado de los Fondos Mutuales:

RESUMEN DE DESEMPEÑO
DICIEMBRE 2000

	Total Retornos % Acumulado				
	30 d	90 d	180 d	270 d	360 d
DIVISAS					
B.B.O. Internac. Acciones	-2,72%	-23,98%	-29,11%	-29,27%	N/D
B.B.O. Internac. Acciones (Bs.)	-2,44%	-23,12%	-27,39%	-26,21%	N/D
B.B.O. Internac. R.F.	0,15%	2,21%	5,24%	8,39%	N/D
B.B.O. Internac. RF (Bs.)	-0,14%	1,08%	2,76%	3,90%	N/D
Bancaracas Crecim. Tecnológ. $	-2,89%	-26,61%	-29,74%	N/D	N/D
Bancaracas Crecim. Tecnológ. $ (Bs.)	-2,61%	-25,79%	-28,04%	N/D	N/D
Bancaracas F.M. $	0,41%	-1,29%	2,91%	6,65%	7,56%
Bancaracas F.M. $ (Bs.)	0,70%	-0,19%	5,39%	11,26%	15,80%
Bancaracas Renta $	-0,16%	-0,51%	1,74%	N/D	N/D
Bancaracas Renta $ (Bs.)	0,13%	0,61%	4,20%	N/D	N/D
Interacciones Global $	3,03%	-18,07%	-21,84%	-33,88%	-35,85%
Interacciones Global $ (Bs.)	3,33%	-17,15%	-19,95%	-31,02%	-30,93%
Interfondo Divisas	0,22%	1,17%	2,76%	-0,64%	1,14%
Interfondo Divisas (Bs.)	0,51%	2,30%	5,24%	3,66%	8,89%
Italcambio F.M. $	0,00%	2,55%	2,53%	2,54%	2,55%
Italcambio F.M. $ (Bs.)	0,29%	3,70%	5,01%	6,98%	10,41%
Noroco Acciones $	1,08%	-9,62%	-14,55%	N/D	N/D
Noroco Acciones $ (Bs.)	1,37%	-8,60%	-12,48%	N/D	N/D
Portafolio Mercantil $	1,63%	-0,77%	2,70%	1,55%	6,25%
Portafolio Mercantil $ (Bs.)	1,92%	0,35%	5,18%	5,94%	14,39%
Portafolio Mercantil Wall Street	-4,80%	-17,16%	-20,58%	-32,28%	-30,38%
Portafolio Mercantil Wall Street (Bs.)	-4,52%	-16,23%	-18,66%	-29,35%	-25,04%
Primus USA $	-1,16%	-32,56%	-36,47%	-41,93%	-36,14%
Primus USA $ (Bs.)	-0,88%	-31,81%	-34,93%	-39,42%	-31,24%
Primus USA Renta	0,36%	1,46%	2,86%	4,21%	7,53%
Primus USA Renta (Bs.)	0,65%	2,59%	5,35%	8,72%	15,77%
Pro-Divisas	0,06%	0,43%	1,46%	3,64%	4,61%
Pro-Divisas (Bs.)	0,34%	1,56%	3,91%	8,13%	12,62%
Unión $	0,45%	1,84%	4,24%	6,43%	8,96%
Unión $ (Bs.)	0,74%	2,98%	6,76%	11,04%	17,31%
BALANCEADOS					
Bancaracas	0,43%	2,40%	8,09%	15,88%	23,46%
Canarias	0,38%	2,56%	4,04%	5,66%	6,10%
Filara	-1,42%	2,08%	3,77%	7,37%	10,07%
Interacciones	1,87%	0,95%	8,39%	32,25%	34,19%
Interfondo	0,85%	3,15%	8,29%	14,51%	21,75%
La Ceiba	1,99%	0,50%	4,46%	11,67%	14,82%
La Ceiba Moneda Extranjera	0,44%	2,03%	5,59%	N/D	N/D
Megaval	5,71%	6,74%	11,26%	30,63%	33,01%
Portafolio Mercantil Balanc.	-1,07%	-9,24%	-11,71%	-9,17%	2,18%

Provincial Balanceado	4,71%	4,71%	7,85%	24,13%	28,02%
Venezuela	0,26%	-1,07%	2,49%	15,50%	17,63%
VOI	1,23%	-3,82%	-2,49%	17,09%	25,06%
RENTA FIJA					
Actirenta	0,45%	2,46%	6,57%	7,81%	17,20%
B.B.O. Mercado Monetario	0,80%	2,63%	5,60%	8,66%	12,58%
Banesco RF	0,82%	5,03%	10,08%	15,16%	20,75%
Caribe R.F.	2,00%	1,94%	8,24%	10,05%	20,76%
Exterior	1,87%	6,69%	14,61%	24,99%	37,26%
Interacciones R.F.	0,40%	3,08%	6,27%	11,88%	16,65%
La Ceiba RF	0,51%	2,23%	5,43%	8,72%	12,51%
Noroco RF	0,57%	2,89%	6,96%	10,87%	21,18%
Portafolio Mercantil RF	-0,06%	1,14%	6,98%	11,15%	24,01%
Primus RF	0,57%	3,01%	8,45%	13,13%	19,76%
Pro-Dinero	0,61%	2,44%	3,28%	6,28%	9,00%
Pro-Renta	0,19%	3,31%	4,77%	7,04%	11,43%
Union Renta	0,62%	2,59%	5,87%	10,36%	17,61%
Vector	0,75%	3,38%	7,88%	12,64%	18,57%
RENTA VARIABLE					
Actiplus	8,89%	5,85%	8,47%	34,77%	36,12%
Banesco RV	10,26%	-6,77%	-3,97%	10,07%	18,45%
Caribe R.V.	4,29%	-1,80%	-3,14%	23,84%	17,26%
Portafolio Mercantil Acciones	-3,09%	-16,28%	-19,36%	-7,26%	-3,23%
Primus Acciones	0,88%	-1,02%	-9,07%	8,76%	13,34%
Pro-Acciones	7,37%	10,10%	14,96%	45,91%	37,43%
Unión Acciones	4,36%	-3,06%	0,08%	22,22%	15,61%

Tipo de Cambio Referencial al 29/12/2000 de Bs. 699.
Fuente: A.V.A.F.

4.2.2.- EVOLUCIÓN RECIENTE:

El desarrollo reciente del sector financiero presenta tres períodos (56):

- el período anterior al auge petrolero de 1974, en el cual la economía experimentó un crecimiento gradual de los fondos movilizados.
- el período 1974-78, de incrementos abruptos en la movilización de fondos, dados los cuantiosos ingresos petroleros, y
- el período posterior a 1978, en el que se detecta una progresiva declinación de la importancia del sector financiero dentro del proceso de movilización del ahorro interno.

A pesar de los drásticos cambios experimentados en el sector externo de ¡a economía en esta etapa, es de destacar la poca influencia que tuvieron en las tasas de interés domésticas, debido a la inexistencia en el país de un mercado interno de títulos que materializara los cambios en el precio del dinero (tasa de interés). Es en este entorno donde se verificará una fuerte salida de capitales del país, la cual fue potenciada por erradas políticas financieras y una sobrevaluación del signo monetario.

(56) Sary Levy, 1.996, pp. 130-ss.

Esta realidad económica crítica obliga, a finales de 1981, a rediseñar en forma significativa la política financiera nacional, considerando que la consolidación de este sector era de gran importancia para el desarrollo del país. La problemática financiera se acentuó tras los problemas evidenciados en el Banco de los Trabajadores de Venezuela y el Banco de Comercio, la crisis de las Sociedades Financieras y los graves problemas de la Banca Hipotecaria.

4.2.3.- ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO:

Para operar un Fondo Mutual (57) , se requiere la siguiente estructura organizativa:

- ✓ **FONDO MUTUAL DE INVERSIÓN:** es la compañía anónima cuyo capital está representando en acciones.
- ✓ **SOCIEDAD ADMINISTRADORA:** es la encargada de la administración y representación del Fondo Mutual de Inversión. Dentro de sus actividades están: invertir los recursos del Fondo, supervisar la cartera de inversión, evaluar continuamente las compañías de la cartera de inversión, organizar y supervisar todas las fases de las operaciones administrativas del Fondo, vigilar el flujo de caja, coordinar los servicios legales y contables y preparar los prospectos, reportes e informes para el público y las autoridades.
- ✓ **SOCIEDAD DISTRIBUIDORA:** es una filial o asociada de la sociedad administradora y se ocupa de la comercialización, es decir, del mercadeo, distribución y cobranza de las a acciones.
- ✓ **AGENTES DE TRASPASO**: se encarga de la emisión de las acciones, lleva el registro y la contabilidad de las acciones del fondo, verifica los traspasos de las acciones, mantiene un control de pago de dividendos, etc.
- ✓ **BANCO CUSTODIO**: es un instituto de crédito que funge como depósito y custodio de los títulos valores de la cartera del fondo, recibe los aportes que realizan los suscriptores y se encarga del manejo de las posibilidades del fondo.

Así, cada una de las entidades mencionadas, tiene una actividad específica que cumplir que permite un buen funcionamiento del Fondo. Al suscribir el inversionista acciones del Fondo, las mismas pasan a formar parte del capital del mismo, el cual será invertido en función de las recomendaciones de la Sociedad Administrativa, en busca de mayor rentabilidad y menor riesgo posible, según las limitaciones y objetivos del Fondo.

Todas estas actividades, generan un conjunto de gastos, los cuales están representados en:

- Una remuneración fija que se debe pagar a la Sociedad Administradora, la cual ha de contar con la autorización, lo cual presupone capacidad técnica y financiera para el ejercicio de sus funciones.
- Una remuneración para el banco custodio.
- El pago de la auditoría de los Estados Financieros del Fondo y,
- La remuneración para el Representante Judicial.

La Sociedad Administradora debe cargar con todos los demás gastos y encargarse de que el Fondo sea rentable para sus accionistas, como único método para lograr la venta de sus acciones.

(57) Sary Levy, 1.996, pp. 124.

Las ganancias obtenidas en las inversiones, se distribuyen al final del ejercicio, proporcionalmente, entre todos los accionistas, de acuerdo con el número de acciones que posean. La Asamblea de Accionistas, decidirá la modalidad de pago de esa utilidad, es decir, decidirá si será pagadera trimestral, semestral o anualmente. A su vez, cada accionista tendrá el derecho de elegir el pago del dividendo en efectivo o mediante las reinversión del mismo en acciones.

4.2.4.- CLASIFICACIÓN DE LOS FONDOS MUTUALES:

La clasificación más usual de los Fondos Mutuales (58), atiende a la integración de su capital y a la política de inversión que se sigue. Según los distintos criterios que se apliquen a los Fondos Mutuales, podemos distinguir diversas modalidades de los mismos, a saber:

4.2.4.1.- POR LA POLÍTICA Y LOS MÉTODOS DE GESTIÓN DE CARTERA:

- Fondo de Inversión Fijo: la composición de la cartera es establecida por los promotores al momento de su constitución y el depositario se limita a funciones administrativas. Tuvieron su gran auge en los años de la depresión, en virtud del recelo del público hacia otras fórmulas especulativas.
- Fondo de Inversión Flexible o Semifija: a la composición de la cartera se le establecen parámetros, pero dando un relativo margen de libertad.
- Fondo de Administración de Inversión: la composición de la cartera es establecida por los administradores del Fondo.

4.2.4.2.- POR SU NATURALEZA JURÍDICA:

- Fondo con estructura de sociedades: poseen una estructura jurídica de sociedad comercial, por lo que los inversionistas de la compañía, teniendo derecho a voto y a influir en las decisiones adoptadas.
- Fondo con estructura contractual: su naturaleza jurídica se fundamente en un contrato celebrado entre tres partes: la administración del fondo, un depositario y los tenedores de participaciones. La relación jurídica entre el depositario y la administración es permanente, pero con el tenedor de la participación y finaliza cuando la misma es amortizada.

4.2.4.3.- SEGÚN LA INTEGRACIÓN DEL CAPITAL:

- Fondos Abiertos o de Capital Variable: pueden emitir continua e ilimitadamente certificados de participación, así como su reembolso mediante la readquisición de las participaciones por parte del Fondo. Estas variaciones en el capital se producen a diario y no requieren ser aprobadas por una Asamblea de Accionistas.
- Fondos Cerrados o de Capital Fijo: en su constitución emiten una cantidad fija de acciones y capital y cada vez que deseen modificarlo, deben celebrar una Asamblea de Accionistas que lo autorice.

4.2.4.4.- POR LA POLÍTICA DE VENTAS:

- Fondos con cargo a ventas (Load Funds): son aquellos que aplican una comisión al realizar la transacción y las participaciones son adquiridas a través de un agente público de valores.
- Fondos sin cargo a ventas (No Load Funds): son aquellos que ofrecen directamente sus participaciones, por lo que no cargan en el momento de la transacción ninguna comisión.

(58) Sary Levy, 1.996, pp. 125-ss.

4.2.4.5.- POR LA POLÍTICA DE INVERSIÓN:

- Fondos de renta fija: son aquellos que tienen como objetivo la inversión en títulos valores de renta fija (bonos cero cupón, instrumentos bancarios, bonos de deuda pública, obligaciones quirografarias y papeles comerciales, entre otras).
- Fondo de rentas variables: son aquellos cuyo objetivos de inversión está dirigido a la inversión de acciones emitidas por empresas privadas, cotizadas en la Bolsa de Valores.
- Fondos mixtos: invierten tanto en acciones, como en títulos de renta fija.

4.2.4.6.- GRADO DE ESPECIALIZACIÓN:

Los fondos mutuales han evolucionado en el año 1999, dentro del concepto de fondos mutuales especializados, es decir que el subconjunto de los fondos mutuales con objetivos de inversión específicos ha aumentado su participación con respecto a los fondos balanceados o mixtos, los cuales se caracterizan por incluir en su cartera de inversión la casi totalidad de los instrumentos financieros de renta variable y renta fija.

4.2.4.7.- COMPARACIÓN AÑOS 1.999-2.000:

Los resultados del mercado de los fondos mutuales al mes de diciembre del 2000 presentan un patrimonio de 149 mil 657 millones de bolívares, que representa un crecimiento de 55,73%, al compararlo con el patrimonio al 31 de diciembre de 1999, que fue de 96 mil 100 millones de bolívares. (Ver Gráficos 01 al 08, en la sección de anexos).

El número de fondos mutuales al 31 de diciembre de 1999 era de 44 y al 31 de diciembre del 2000 es de 50, resultado de la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) de un grupo importante de nuevos fondos mutuales, los cuales realizaron su labor de Oferta Pública inicial, es decir, la promoción del fondo en el año 2000. Estos fondos son:

- B.B.O. Internacional Renta Fija (divisas)
- B.B.O. Internacional Acciones (divisas)
- Interfondo Divisas (divisas)
- Bancaracas Renta $ (divisas - renta fija)
- Bancaracas Crecimiento Tecnológico (divisas - renta variable)
- La Ceiba Moneda Extranjera (mixto).

4.2.4.8.- IMPACTO DE LOS FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA:

En lo últimos años, la industria de los Fondos Mutuales ha crecido en forma tan dramática, que su presencia se ha hecho vital en las finanzas y en general, en todas las economías nacionales (59).

(59) Sary Levy, 1.996, pp. 127.

Existen diferentes formas de evaluar su impacto en la economía, veamos algunas:

- En primer lugar, se señala su influencia sobre los mercados de capitales, en los cuales su participación ha permitido incrementar la liquidez de un sinnúmero de papeles pertenecientes tanto al sector público como al privado; y por ende, facilitar a los mismos cuantiosos recursos.
- Otra vía por la que podemos analizar la importancia de los fondos, es analizando su rol en la formación de capital en las distintas economías.

La capacidad de los fondos, para responder a las necesidades del entorno, los ha convertido en un instrumento muy solicitado, siendo una de las opciones básicas de casi todos los inversionistas. Esto ha traído como resultado un creciente número de personas cuyo trabajo está ligado y/o determinado por el futuro de esta industria. Por su parte, los Fondos País de Latinoamérica, son más recientes y su aparición coincide con una dramática liberalización de las normas de inversión en la región. No todos los fondos de la región se transan y se cotizan en la Bolsa. Los inversionistas institucionales prefieren la alternativa más exclusiva y de menores comisiones, de los fondos de colocaciones privados. En general, la industria de los fondos mutuales, experimentó un extraordinario crecimiento en la década de los ochenta y los noventa. Si bien su crecimiento refleja un crecimiento de la economía mundial, también se atribuye a la aceptación generalizada del mecanismo de los fondos mutuales de inversiones conjuntas, permitiendo que el crecimiento de la industria haya sido mayor que el de cualquier otro instrumento de inversión.

4.2.4.9.- COMPARACIÓN POR TIPOS.

El concepto de especialización en los fondos mutuales ha demostrado una gran fortaleza, y al analizar cada tipo de fondo en particular, nos damos cuenta de ello.

- Divisas: Los fondos mutuales de divisas en diciembre del 99 acumularon un patrimonio que alcanzaba la cantidad de 39 millones 330 mil dólares americanos equivalentes a 25 mil 496 millones de bolívares, a un cambio de Bs. 648,25 por dólar americano, y se distribuían en 8 fondos mutuales. Al 31 de diciembre del 2000 hay 15 fondos, con una captación de 72 millones 423 mil dólares, que equivalen a 50 mil 624 millones de bolívares, al cambio de Bs. 699,00 por dólar americano. El aumento en dólares es de 33 millones 93 mil dólares y equivale a un 84,14%; y el crecimiento en moneda nacional es de 25 mil 128 millones de bolívares y representa un 98,56% de aumento. Este fue el tipo de fondo mutual que tuvo el crecimiento más vertiginoso.

- Renta Fija: Los fondos mutuales en renta fija a diciembre del 2000 representan un patrimonio que alcanza la cifra de 58 mil 529 millones de bolívares, que al compararlo con el resultado del patrimonio o activo neto a diciembre de 1999, que fue de 36 mil 132 millones de bolívares, se observa un crecimiento de 38 mil 420 millones de bolívares equivalentes a un 61,99% más que el período anterior.

- Mixtos o Balanceados: El grupo de fondos mixtos también presentó un crecimiento de 38,35%, al tener un aumento en su patrimonio de 22 mil 282 millones de bolívares al cierre de 1999 con respecto a las cifras del 31 de diciembre del 2000, que se ubicaron en 30 mil 828 millones de bolívares.

- Renta Variable: En este subconjunto de los fondos mutuales se observa una reducción en el patrimonio, que se refleja al comparar la cifra de 9 mil 676

millones de bolívares correspondiente a diciembre del 2000, con la de diciembre de 1999 que fue de 12 mil 190 millones de bolívares, y cuya diferencia equivale a un descenso de -20,62%.

COMPARATIVO POR TIPO DE FONDOS
DICIEMBRE 1999/DICIEMBRE 2000.
(En millones de Bs.)

FONDOS	DIC.99	DIC.00	VARIACION %(*)
DIVISAS	25.496,00	50.624,00	98,56
RENTA FIJA	36.132,00	58.529,00	61,99
BALANCEADOS	22.282,00	30.828,00	38,35
RENTA VARIABLE	12.190,00	9.676,00	-20,62
TOTALES	**96.100,00**	**149.657,00**	**55,73**

(*) Nota: La variación porcentual está calculada en base a las sumatorias en bolívares; de los totales por categorías.

4.2.5.- OPINIÓN DE EXPERTOS.

- **Pedro Coa Gimón**, profesor de finanzas de la UCAB, señala que el acto de ahorrar significa posponer la oportunidad de compra, una expectativa que exige mantener el poder adquisitivo del dinero. Si el BCV señala que los precios al consumidor subieron 12,6% para el año 2000, entonces el valor del dinero tiene que haberse incrementado un porcentaje similar para que mantenga su poder de compra.

- **Yanida Cañizales,** presidenta de la Asociación Venezolana de Sociedades Administradoras de Fondos Mutuales (AVAF), expresa que la inversión en fondos mutuales es a largo plazo, por lo general de un año. El reporte de la asociación indica que en el lapso de 360 días, 28 fondos lograron rendimientos superiores a 15,1%, mientras 15 registraron retornos por debajo del alza de precios acumulada. Analizados según el tipo de inversión, los fondos dedicados a la inversión en títulos de rendimiento conocido, o de renta fija, alcanzaron los mejores resultados: 11 de 15 se ubicaron por encima de la inflación anualizada. La mitad de los 8 fondos mutuales dedicados a la inversión en instrumentos de rendimientos desconocidos -renta variable, como las acciones- superaron el alza de precios registrada en los últimos 12 meses. De los 11 fondos mutuales que invirtieron tanto en acciones como en renta fija, denominados mixtos o balanceados, 8 lograron rendimientos mayores a la inflación. Por último, de los 9 fondos mutuales dedicados a la inversión en instrumentos denominados en divisas extranjeras, como acciones cotizadas en el mercado de Nueva York, bonos del Tesoro de Estados Unidos, o títulos de la deuda externa de países de América Latina, 5 alcanzaron rendimientos positivos.

- Para **Luis Benshimol**, director de Patagon Casa de Bolsa, el mercado bursátil se ha visto afectado por la situación internacional, caracterizada por la fuerte caída de las acciones tecnológicas, lo que algunos analistas han llamado la explosión de la burbuja de este sector. De hecho, entre principios del 2000 y el cierre de Diciembre, el índice que mide la conducta de las acciones del sector tecnológico, Nasdaq, cayó 19,44%. En el lapso de 360 días bajó 16,88%. "Muchos fondos mutuales se han visto afectados, porque en su cartera de inversiones cuentan con acciones y títulos cotizados en los mercados internacionales".

- Dice por su parte **Enrique Zambrano**, director de BBO Servicios Financieros: "Muchos fondos mutuales se han visto afectados, porque en su cartera de inversiones cuentan con acciones y títulos cotizados en los mercados internacionales". Pero si bien los fondos de renta variable, balanceados y en divisas, sucumbieron frente al deprimido mercado bursátil, la mayoría de los dedicados a renta fija le sacaron provecho a la inversión en bonos públicos y en privados.

- Explica **Miriam Alonso**, gerente operativa de Interacciones Fondo Mutual: "No hemos variado mucho la cartera. Lo único que hemos cambiado son los bonos de la deuda pública y eso cuando se vencen". Los bonos de la deuda pública nacional otorgaron rendimientos efectivos entre 19% y 20,5%. Mientras que los dividendos de las letras del Tesoro promediaron 12,5%. Los papeles comerciales de empresas como Provencesa, Inversiones Selva y Superenvases Envalic rindieron entre 13,5% y 15,75%149.

5.- CONCLUSIONES.

Como se ha estudiado en este trabajo de investigación, los Fondos Mutuales se presentan, no sólo como un vehículo diverisificador por excelencia, sino como el instrumento ideal que cumple con los requerimientos de los nuevos mercados financieros y de capitales cuya tendencia hacia la liberalización, desregulación, desintermediación internacionalización y globalización ha quedado demostrada.

Se puede precisar el rol de la industria de los Fondos Mutuales en dos direcciones: como diversificador e instrumento de ahorro y como promotor y propulsor de los mercados financieros y de capitales.

Como herramienta para la diversificación, en función de su estructura y funcionamiento, los Fondos Mutuales cumplen con la tarea de disminuir el riesgo de sus portafolios de inversión gracias a la aplicación de conocimientos tanto teóricos como prácticos entre los que se encuentran: las teorías de manejo de portafolio y la relación riesgo-rendimiento. También permiten el uso y desarrollo de una inmensa gama de productos financieros que abarca desde los más simples (certificados de depósito, letras del Tesoro, papeles comerciales) hasta los más complejos (derivados y otros instrumentos de cobertura de riesgo).

El Uso eficiente de la teoría y el manejo de los Fondos, puede ponerse en práctica fácilmente, gracias al uso de los avances tecnológicos recientes, tales como: Internet y otros, que permiten la asignación inmediata y eficiente de los activos, el trading electrónico internacional, crear archivos con base de datos, cuyo análisis arroje conclusiones acerca del comportamiento de los mercados, entre otras aplicaciones.

Como promotores del ahorro, los Fondos Mutuales, han sido el complemento ideal de instrumentos como los Fondos de Pensión que se presentan como el vehículo para la expansión del ahorro institucional en esta nueva fase de desarrollo. Por otra parte, los Fondos Mutuales, permiten la participación de pequeños inversionistas en el mercado de capitales, ofreciéndoles la posibilidad de mejorar su renta futura y con ello, un retiro más holgado y placentero.

Los Fondos Mutuales permiten la globalización de las inversiones gracias a la incorporación en sus carteras de diversas inversiones alrededor del mundo, lo que por otro lado, aumenta las posibilidades de diversificación y con ello la disminución del riesgo. Gracias a la internacionalización de los mercados de capitales ha sido posible el desarrollo y crecimiento de industrias en países anteriormente limitados por el tamaño y volumen del nivel de inversión a la que se encontraban expuestos. Los Fondos Mutuales, dada su estructura, funcionamiento y participación en este mercado, han podido formar parte de este crecimiento. Esto se evidencia cuando se observa la porción tan importante que ocupan los Fondos Mutuales dentro del programa de ahorro y retiro de los norteamericanos.

Por lo que se puede decir que efectivamente los Fondos Mutuales se consideran como una institución mas o agente económico que marca pauta dentro de la masa de dinero invertido en los Estados Unidos.

En el caso del mercado local, a pesar de la situación económica por la que atravesó el país en el último año, se ve un crecimiento tanto en el número de fondos, como en el total de captaciones.

Las tasas promedios de los bancos siguen estando históricamente por debajo de los rendimientos de los Fondos Mutuales, razón por la cual el crecimiento de los fondos

A pesar del notable crecimiento de los Fondos Mutuales en cuanto a patrimonio, número de acciones y accionistas, en lo últimos años, todavía queda mucho camino por recorrer, ya que los Fondos Mutuales, ocupan una pequeña porción del mercado, respecto a los indicadores monetarios, a diferencia de la gran magnitud que tiene dichos fondos, en otras economías, por ejemplo la norteamericana.

6.- ANEXOS

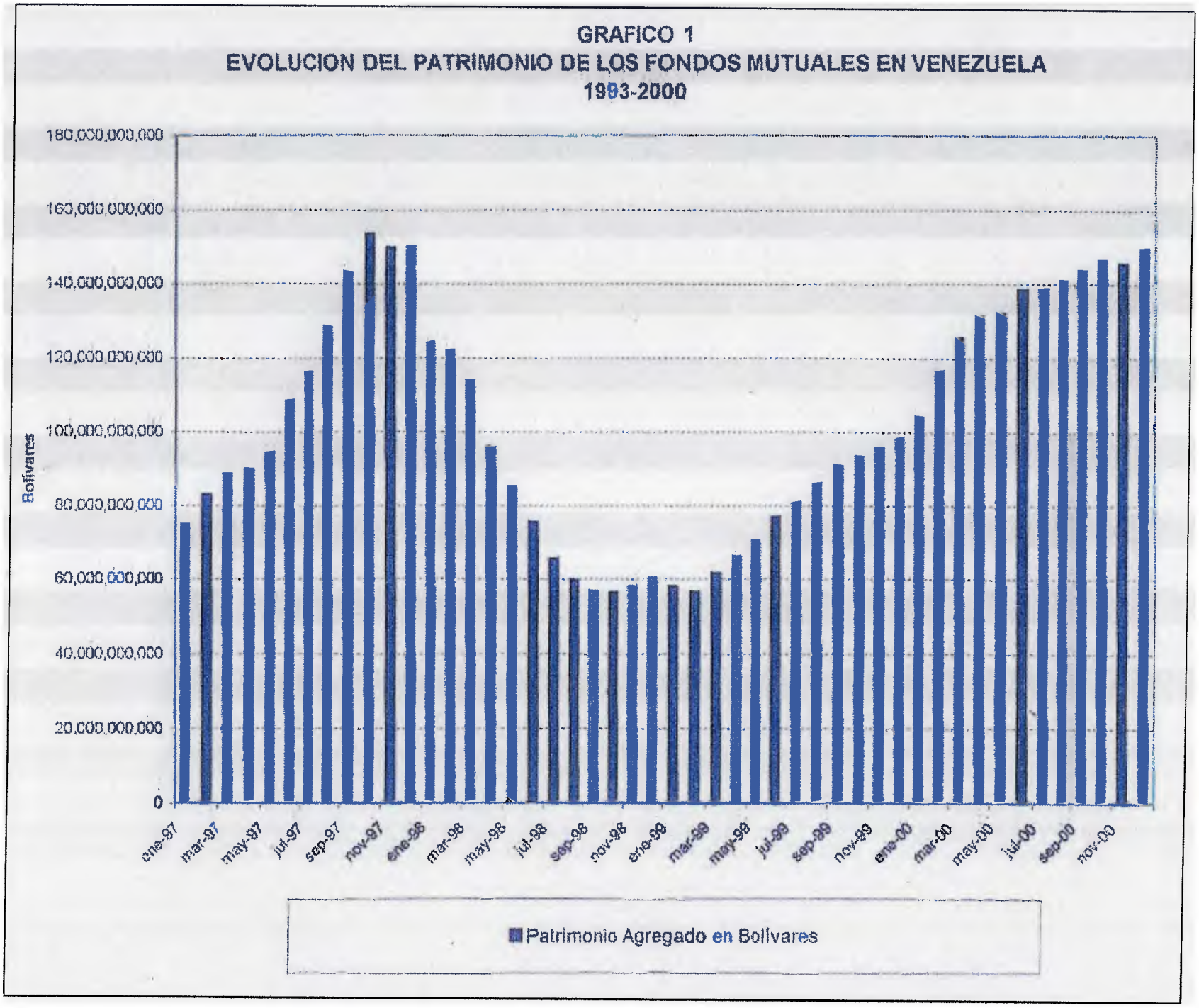


GRAFICO 1
EVOLUCION DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA
1993-2000
Bolivares
180,000,000,000
160,000,000,000
140,000,000,000
120,000,000,000
100,000,000,000
80,000,000,000
60,000,000,000
40,000,000,000
20,000,000,000
0
ene-97
mar-97
may-97
jul-97
sep-97
nov-97
ene-98
mar-98
may-98
jul-98
sep-98
nov-98
ene-99
mar-99
may-99
jul-99
sep-99
nov-99
ene-00
mar-00
may-00
jul-00
sep-00
nov-00
Patrimonio Agregado en Bolivares

GRAFICO 2

PATRIMONIO DE FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA

1996-2001

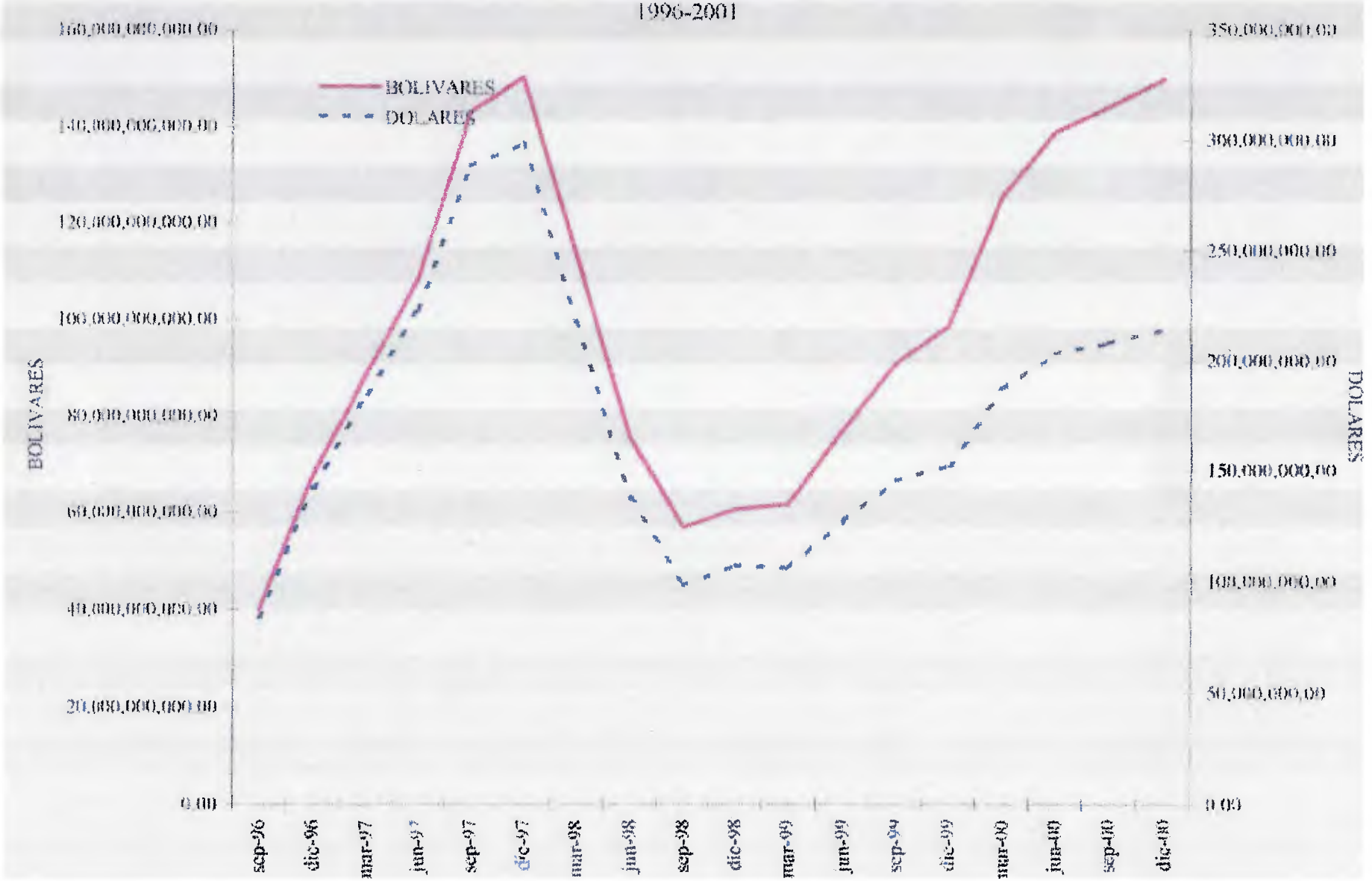
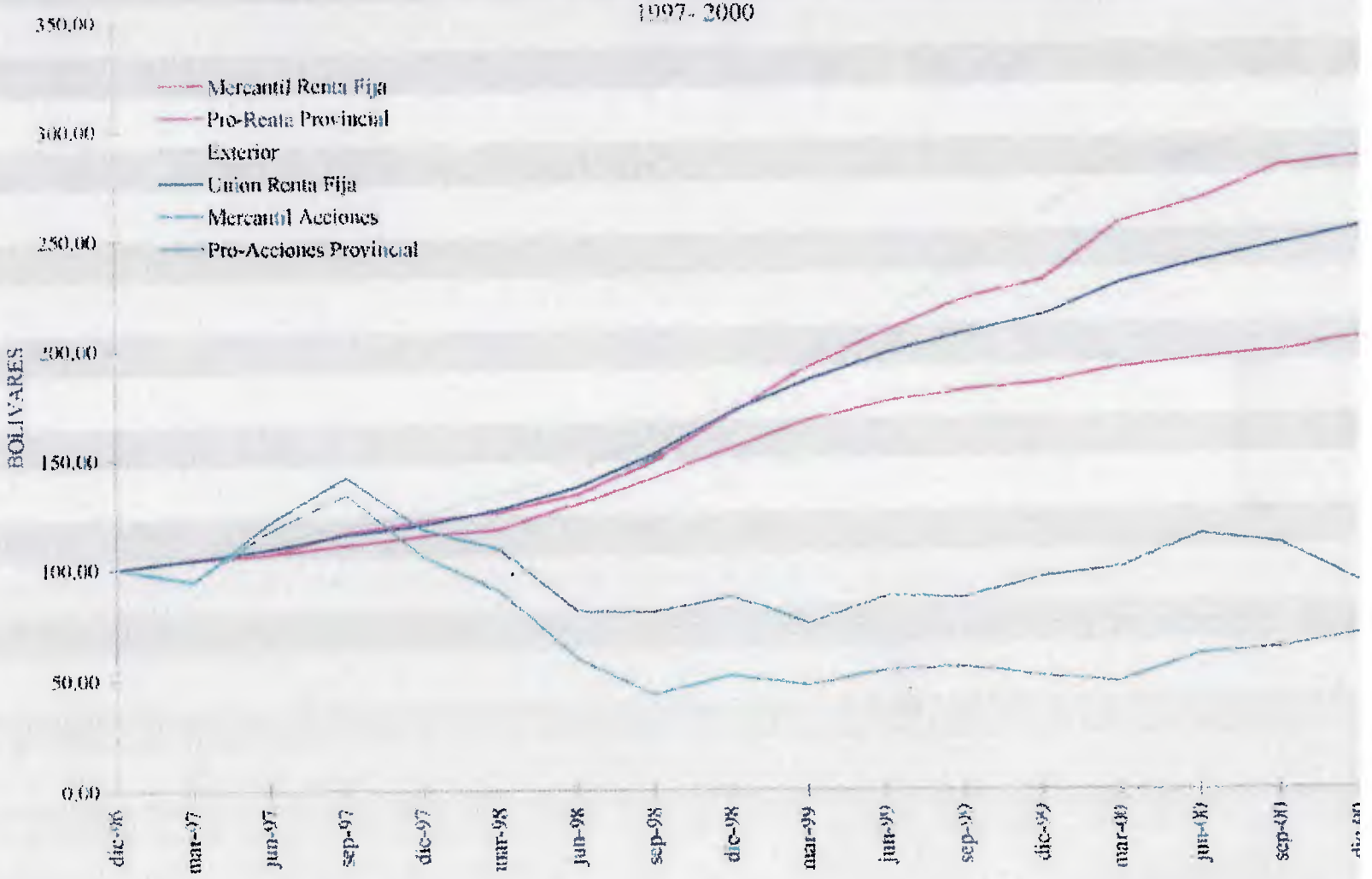


GRAFICO 3

VALOR DE LOS ACTIVOS NETOS DE FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA

1997- 2000



Fuente: AVAC

GRAFICO 1

VALOR DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS MUTUALES DE ACCIONES EN VENEZUELA

1997-2000

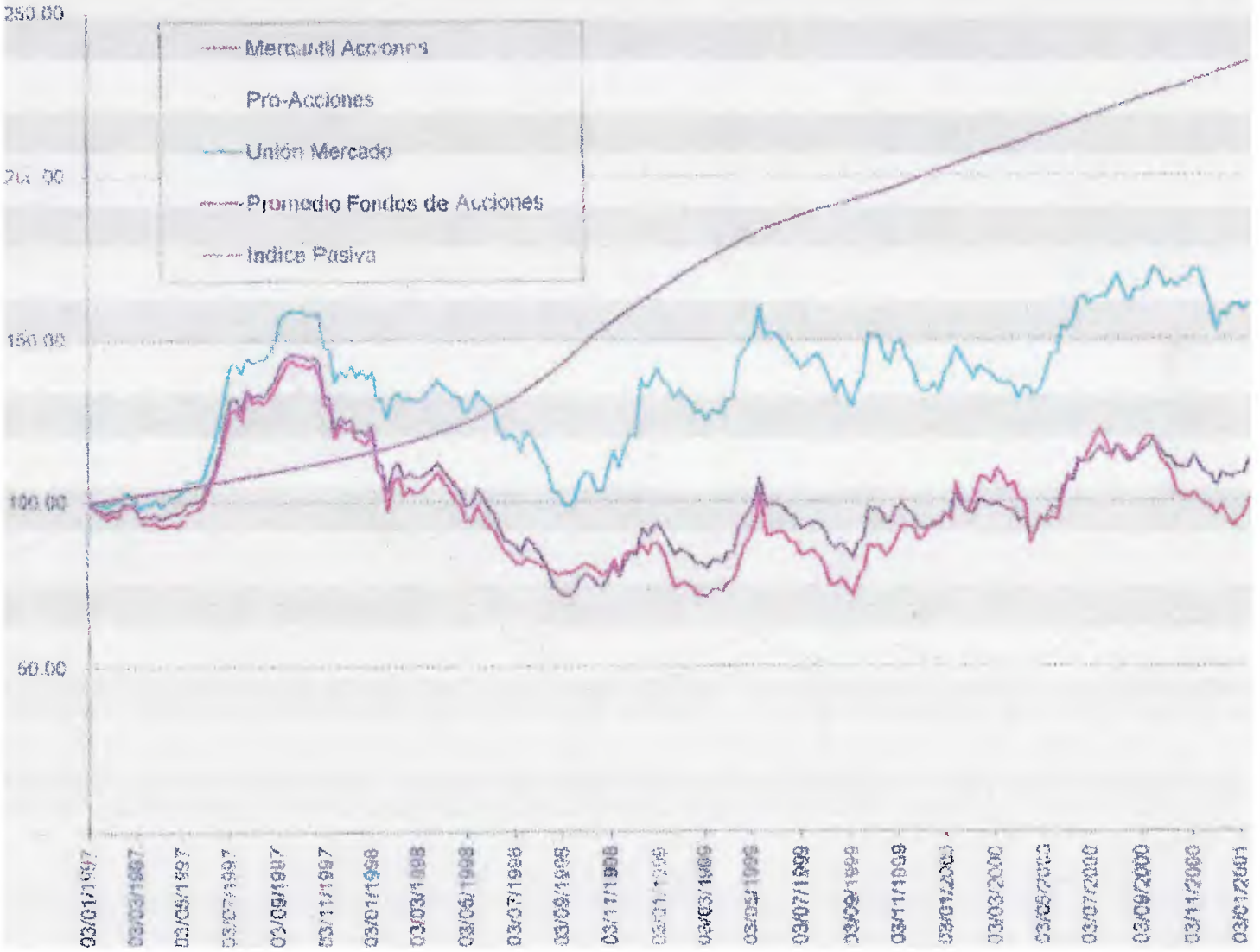


GRAFICO 5
EVOLUCIÓN DEL MARKET SHARE POR PATRIMONIO - PRINCIPALES SOCIEDADES ADMINISTRADORAS

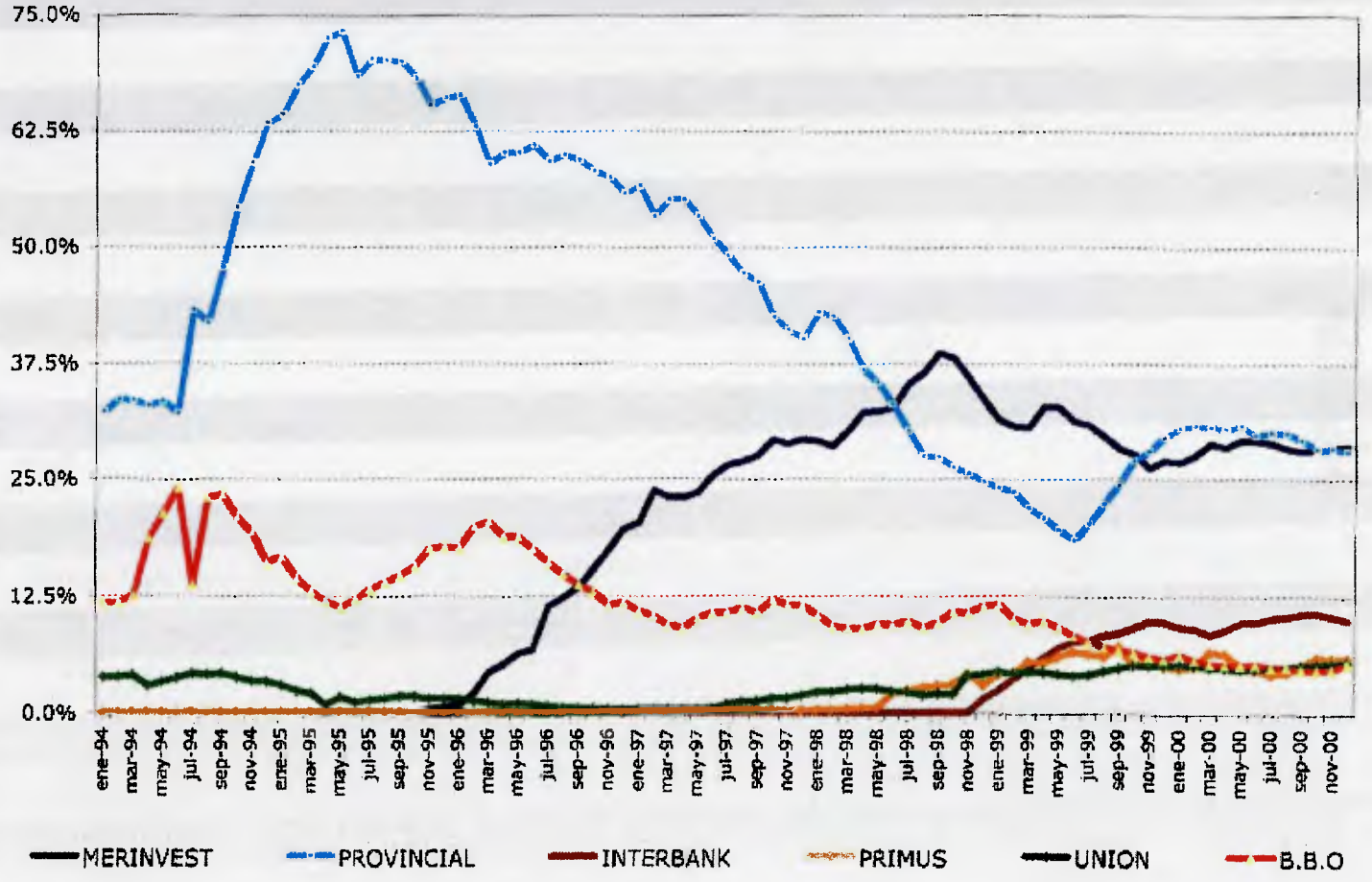


GRAFICO 6

VALOR DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS MUTUALES EN DOLARES EN VENEZUELA

1998-2000

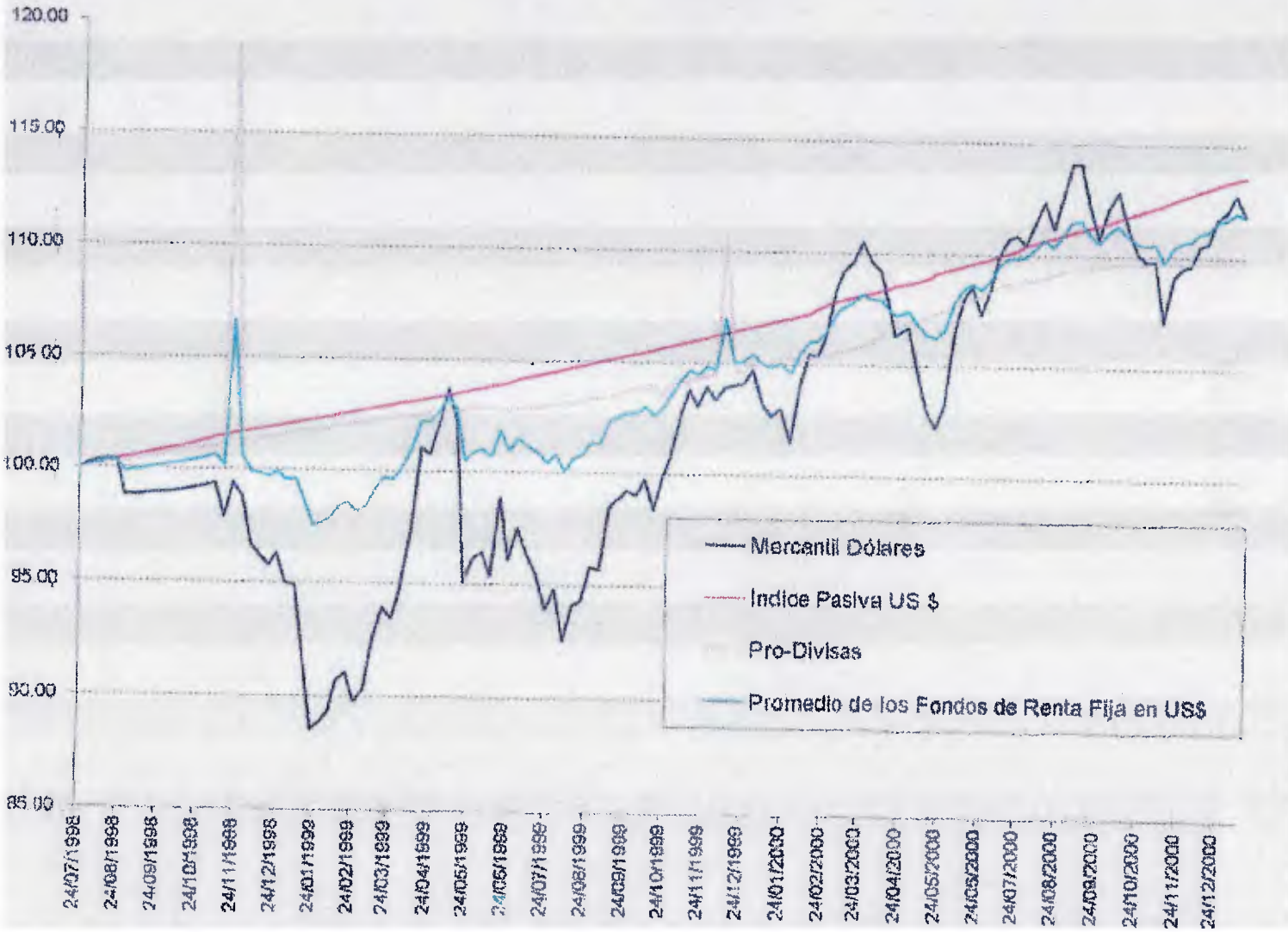


GRAFICO 7

VALOR DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS MUTUALES MIXTOS EN VENEZUELA

1998-2000

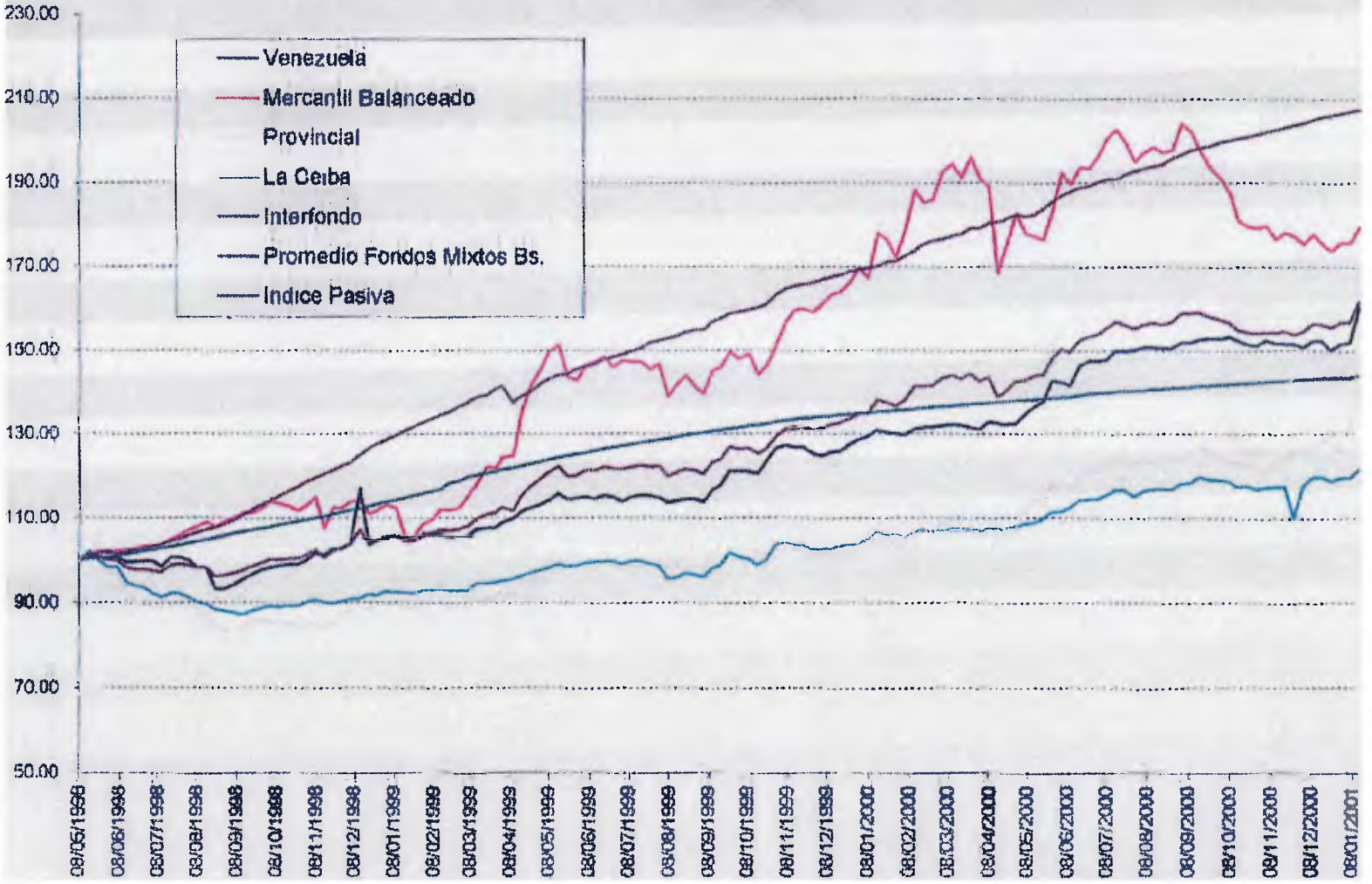


GRAFICO 8

VALOR DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS MUTUALES INTERNACIONALES EN VENEZUELA

1999-2000

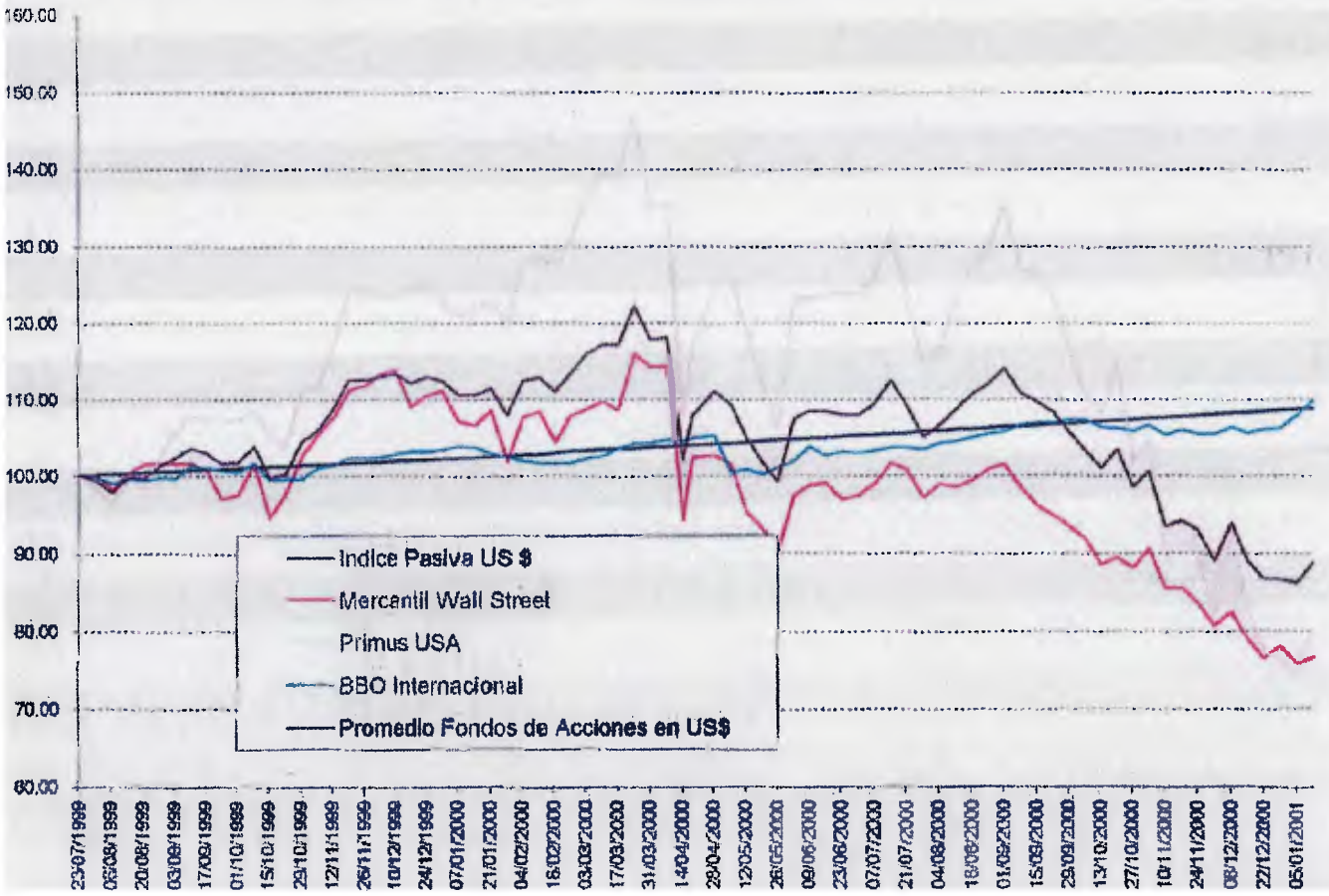
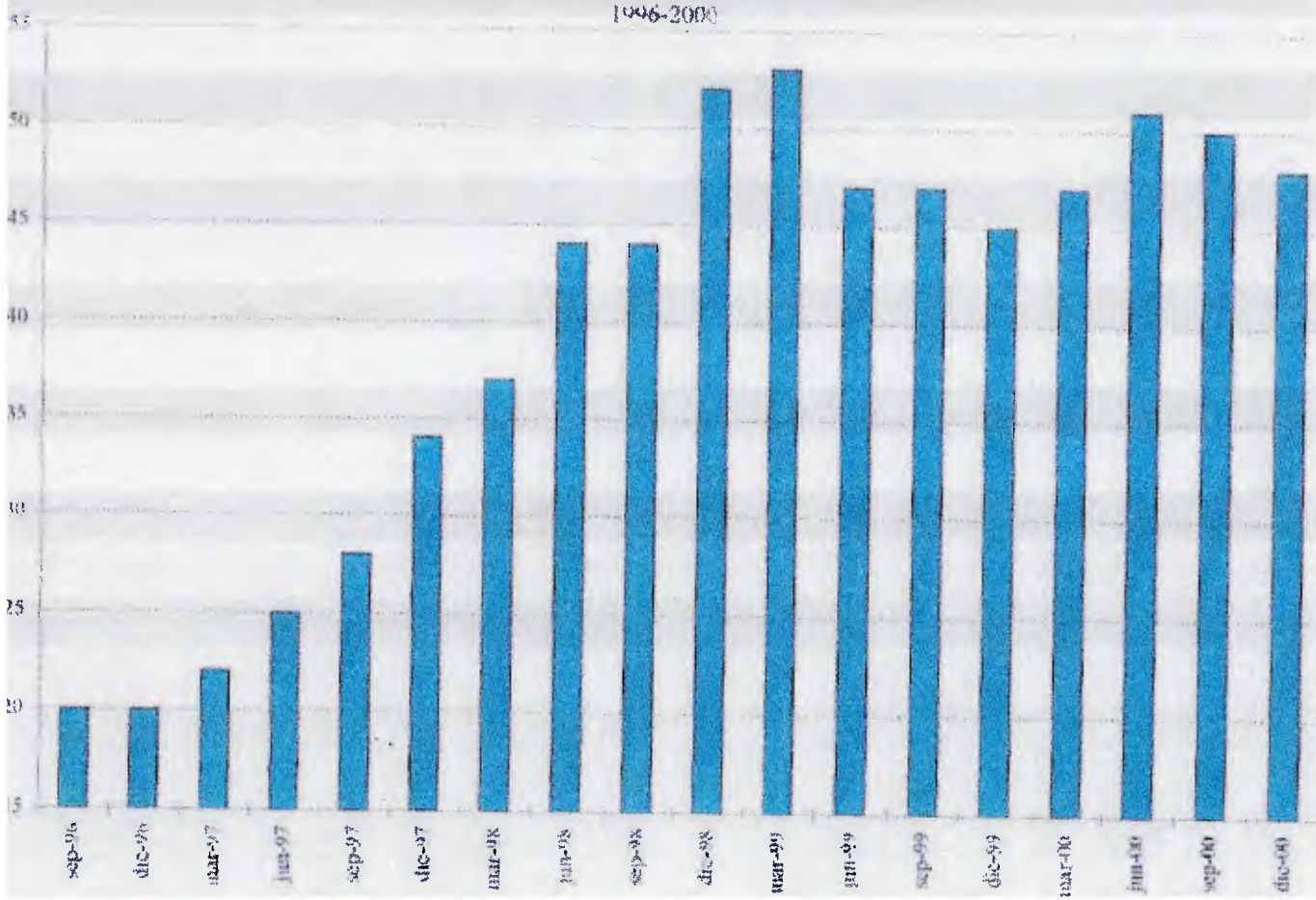


GRAFICO 9

NUMERO DE FONDOS MUTUALES EN VENEZUELA

1996-2000



Continuación del cuadro IV.27

(Saldos al final de cada período en millones de bolívares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*	1998*	1999(*)
TOTAL ACTIVO	**40**	**1.288**	**4.711**	**6.572**	**3.926**	**4.336**	**9.052**	**69.791**	**146.549**	**57.132**	**96.605**
Disponibilidades	**1**	**4**	**126**	**235**	**112**	**141**	**86**	**572**	**1.794**	**2.970**	**4.227**
Total cartera de valores	**38**	**1.254**	**4.261**	**5.226**	**3.149**	**3.872**	**8.200**	**62.286**	**132.679**	**42.955**	**77.075**
Valores públicos	**6**	**140**	**693**	**998**	**622**	**1.571**	**5.169**	**30.864**	**46.992**	**14.487**	**30.510**
Bonos Cero Cupón	(-)	(-)	(-)	320	86	1.186	-	-	-	-	-
Bonos Deuda Pública	(-)	(-)	(-)	600	533	262	1.532	10.503	10.861	779	24.226
Pagarés	(-)	(-)	(-)	3	1	6	5	-	2	0	0
Bonos Pdvsa	(-)	(-)	(-)	25	-	-	-	97	2.668	0	1.076
Letras y bonos del tesoro	(-)	(-)	(-)	46	-	117	939	2.959	-	386	0
Bonos Brady	(-)	(-)	(-)	-	-	-	1.500	2.487	7.770	1.143	1.542
Títulos de participación (Sidor)	(-)	(-)	(-)	4	2	-	-	-	-	-	-
Títulos de Estabilización Monetaria	(-)	(-)	(-)	-	-	-	1.193	14.818	21.689	11.316	2.550
Bonos Globales	(-)	(-)	(-)	-	-	-	-	-	4.002	863	1.116
Valores privados	**32**	**1.114**	**3.568**	**4.228**	**2.527**	**2.301**	**3.031**	**31.422**	**85.687**	**28.468**	**46.565**
Acciones comunes	(-)	(-)	(-)	727	222	164	1.041	21.103	66.622	8.870	10.421
Obligaciones quirografarias	(-)	(-)	(-)	2.094	1.426	1.360	576	4.678	2.752	3.724	4.060
Obligaciones Subordinadas	(-)	(-)	(-)	9	2	-	-	-	-	-	-
Obligaciones hipotecarias	(-)	(-)	(-)	167	118	14	70	100	94	-	-
Papeles comerciales	(-)	(-)	(-)	592	224	362	380	1.676	5.793	3.916	21.143
Colocaciones bancarias	(-)	(-)	(-)	490	459	143	141	1.212	2.348	6.248	2.775
Eurobonos, euroobligaciones, europapeles	(-)	(-)	(-)	-	54	251	767	1.083	5.630	2.308	3.144
Títulos de Participación	(-)	(-)	(-)	13	6	-	-	-	-	-	-
GDS's y ADR	(-)	(-)	(-)	136	16	7	56	1.570	2.448	3.402	5.022
Inversiones temporales (2)	(-)	(-)	(-)	**293**	**328**	**129**	**357**	**3.388**	**5.492**	**8.494**	**11.708**
Cuentas por cobrar	**1**	**23**	**274**	**788**	**330**	**188**	**352**	**3.409**	**6.446**	**2.663**	**3.509**
Otros activos	**0**	**7**	**50**	**30**	**7**	**6**	**57**	**136**	**138**	**50**	**86**

Continúa en la página siguiente

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*	1998*	1999(*)
TOTAL PASIVO	**2**	**28**	**252**	**609**	**286**	**234**	**286**	**2.175**	**3.813**	**1.990**	**2.312**
Cuentas por pagar	**1**	**9**	**194**	**401**	**96**	**125**	**188**	**1.430**	**3.224**	**1.318**	**952**
Adquisición de títulos valores	0	5	155	43	30	0	1	996	2.523	858	396
Comisiones	0	0	4	56	41	2	32	35	376	14	31
Dividendos	0	1	17	6	4	101	4	77	6	20	27
Readquisición de acciones	1	0	1	9	2	5	141	79	181	272	70
Remuneración sociedad administradora	0	3	13	6	4	2	4	57	40	118	214
Suscripciones por asignar	0	0	0	-	-	-	-	174	35	10	187
Otras cuentas por pagar	0	0	4	281	15	15	6	12	63	26	27
Gastos acumulados por pagar	**1**	**14**	**44**	**164**	**65**	**66**	**33**	**652**	**147**	**9**	**36**
Efectos por pagar y otras deudas	1	11	8	23	12	35	25	538	88	9	36
Islr	0	3	36	141	49	25	3	66	2	-	-
Impuestos indirectos	0	0	0	0	4	3	3	46	57	-	-
Honorarios de auditoria	0	0	0	0	0	3	2	2	0	-	-
Provisiones	**0**	**5**	**13**	**39**	**117**	**31**	**60**	**40**	**96**	**584**	**1.260**
Otros pasivos	**0**	**0**	**1**	**5**	**8**	**12**	**5**	**53**	**346**	**79**	**64**
Activo neto total (Patrimonio)	**38**	**1.260**	**4.459**	**5.963**	**3.640**	**4.102**	**8.766**	**67.616**	**142.736**	**55.142**	**94.293**
Número de acciones en circulación (3)	(-)	(-)	(-)	**4**	**2**	**3**	**5**	**25**	**45**	**23**	**34**
Valor de activo neto por acción (4)	(-)	(-)	(-)	**1.342**	**1.578**	**1.517**	**1.892**	**2.722**	**3.188**	**2.437**	**2.802**

Fuente: Banco Central de Venezuela, Gerencia de Estadísticas Económicas.

Nota: La información primaria proviene de los estados financieros consolidados.

(1) Excluye los Fondos Mutuales intervenidos desde el momento de aplicación de la medida.

(2) Los montos de los años 1989, 1990 y 1991 están incluidos en Valores Privados.

(3) En millones.

(4) En bolívares.

(Millones de bolívares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 *	1998 *	1999 (*)
INGRESOS	**3.700**	**80**	**367**	**2.532**	**2.136**	**1.279**	**2.040**	**7.898**	**12.434**	**13.748**	**12.570**
Ingresos de inversiones	3.700	80	367	2.532	2.136	1.279	2.040	7.898	12.434	13.748	12.570
Intereses	3.297	74	346	2.268	1.780	890	1.542	5.184	10.373	11.098	9.348
Dividendos	195	1	4	80	11	6	16	28	588	982	706
Por operaciones de cambio	-	-	-	57	81	91	126	1.052	798	1.145	2.309
Otros	208	5	17	127	264	292	356	1.634	675	523	207
EGRESOS	**852**	**25**	**114**	**780**	**473**	**418**	**578**	**2.064**	**6.113**	**4.327**	**3.755**
Remuneración a la sociedad administradora	441	11	61	382	198	109	204	940	3.895	2.644	1.651
Comisiones	132	3	14	76	14	6	19	124	346	441	732
Servicio de custodia de valores	81	1	8	27	11	6	8	97	486	252	103
Remuneración de la junta directiva	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos legales y de auditoria	78	1	1	5	5	10	20	50	51	78	63
Impuestos, tasas y contribuciones	0	8	26	256	176	108	122	417	650	586	767
Contingencia de cartera	0	0	0	2	0	7	12	388	449	111	96
Otros	117	1	4	32	69	172	193	48	236	215	343
INGRESOS NETOS DE INVERSIONES	**2.848**	**55**	**253**	**1.752**	**1.663**	**861**	**1.462**	**5.834**	**6.321**	**9.421**	**8.815**
GANANCIAS REALIZADAS Y NO REALIZADAS EN TITULOS VALORES	**(515)**	**221**	**514**	**264**	**114**	**423**	**1.999**	**9.046**	**11.510**	**(33.442)**	**1.285**
Ganancia neta realizada en venta de valores	326	70	410	139	(2)	135	405	2.882	9.353	(33.191)	2.001
Valorización neta no realizada en inversiones	(841)	151	104	125	116	288	1.594	6.164	2.157	(251)	(716)
APARTADO PARA LA RESERVA LEGAL	**107**	**6**	**28**	**5**	**43**	**235**	**1**	**0**	**0**	**0**	**0**
GANANCIA TOTAL NETA	**2.226**	**270**	**739**	**2.011**	**1.734**	**1.049**	**3.460**	**14.880**	**17.831**	**(24.021)**	**10.100**

Fuente: Banco Central de Venezuela, Gerencia de Estadísticas Económicas.

Nota: La información primaria proviene de los estados financieros consolidados.

(1) Excluye los Fondos Mutuales intervenidos desde el momento de aplicación de la medida.

(Millones de bolívares)

Años y Meses	Valores Públicos				Valores Privados							Total
	Bonos Deuda Pública	Bonos BCV	Bonos Brady	Letras y Bonos del Tesoro	Bonos de Empresas Privadas	Cédulas Hipote-carias	Derechos	Acciones	Pagarés	GDS's	Warrants	
1947	4	-	-	-	0	-	-	9	-	-	-	13
1948	6	-	-	-	0	-	-	13	-	-	-	19
1949	24	-	-	-	1	-	-	11	-	-	-	36
1950	13	-	-	-	1	-	-	12	-	-	-	26
1951	22	-	-	-	3	-	-	16	-	-	-	41
1952	41	-	-	-	3	-	-	40	-	-	-	84
1953	29	-	-	-	1	-	-	33	-	-	-	63
1954	66	-	-	-	1	-	-	30	-	-	-	97
1955	123	-	-	-	3	-	-	42	-	-	-	168
1956	105	-	-	-	4	-	-	80	-	-	-	189
1957	116	-	-	-	20	-	-	150	-	-	-	286
1958	44	-	-	-	29	-	-	124	-	-	-	197
1959	167	-	-	-	19	-	-	103	-	-	-	289
1960	32	-	-	-	11	-	-	50	-	-	-	93
1961	81	-	-	-	11	-	-	35	-	-	-	127
1962	154	-	-	-	12	-	-	32	-	-	-	198
1963	117	-	-	-	13	-	-	37	-	-	-	167
1964	141	-	-	-	52	-	-	54	-	-	-	247
1965	137	-	-	-	70	-	-	44	-	-	-	251
1966	176	-	-	-	113	-	-	56	-	-	-	345
1967	327	-	-	-	83	-	-	35	-	-	-	445
1968	418	-	-	-	106	-	-	35	-	-	-	559
1969	327	-	-	-	125	-	-	34	-	-	-	486
1970	247	-	-	-	138	-	-	52	-	-	-	437
1971	509	-	-	-	179	-	-	53	-	-	-	741
1972	330	-	-	-	206	-	-	65	-	-	-	601
1973	612	-	-	-	327	-	-	74	-	-	-	1.013
1974	544	-	-	-	243	-	-	138	-	-	-	925
1975	471	-	-	-	351	-	-	248	-	-	-	1.070
1976	735	-	-	-	406	-	-	313	-	-	-	1.454
1977	434	-	-	-	389	-	-	305	-	-	-	1.128
1978	559	-	-	-	251	-	4	255	-	-	-	1.069
1979	459	-	-	-	228	-	9	178	-	-	-	874
1980	481	-	-	-	155	-	-	256	-	-	-	892
1981	772	-	-	-	2.247	-	1	200	-	-	-	3.220
1982	900	-	-	-	1.921	-	-	350	-	-	-	3.171
1983	3.431	-	-	-	714	-	-	255	-	-	-	4.400
1984	4.149	-	-	-	130	-	-	341	-	-	-	4.620
1985	6.236	-	-	-	77	-	-	429	-	-	-	6.742
1986	6.034	-	-	-	59	-	-	1.047	-	-	-	7.140
1987	4.983	-	-	-	105	-	5	4.087	-	-	-	9.180
1988	4.312	-	-	-	116	-	48	7.646	-	-	-	12.122
1989	9.135	-	-	-	339	-	0	3.459	-	-	-	12.933
1990	6.810	137.977	-	9.764	162	1	0	103.073	6.017	-	-	263.803
1991	8.454	3.185	-	-	331	0	123	182.866	108	-	-	195.066

1995	1.150	683	741.333	-	5	-	-	95.417	-	116	0	838.703
1996	54.320	-	827.897	-	90	-	211	602.477	-	2.518	-	1.487.513
1997	70.048	-	726.380	-	1	-	1.156	1.928.516	-	10.341	-	2.736.441
1998*	91.308	-	801.111	-	-	-	5	840.851	-	4	-	1.733.280
1999(*)	47.017	-	269.702	-	-	-	-	575.447	-	0	-	892.166

Fuente: Banco Central de Venezuela

Gerencia de Estadísticas Económicas, Departamento de Servicios Estadísticos

Notas: Los Pagarés, GDS's y Warrants, son transacciones realizadas en moneda extranjera, convertidas a bolívares al tipo de cambio de cada período.

En el año 1989 se incluyó en la columna Bonos de Empresas Privadas Bs. 2,02 millones de Cédulas Hipotecarias; aún no se dispone de su clasificación mensual.

Desde 1948 hasta julio de 1958, las operaciones bursátiles corresponden a la Bolsa de Comercio de Caracas, la cual se constituyó en enero de 1946. Desde agosto de 1958 hasta julio de 1974 las cifras se refieren a la Bolsa de Comercio de Caracas y la del Estado Miranda, fundada en 1958. En agosto de 1974, con la promulgación de la Ley de Mercado de Capitales, se unifican las Bolsas anteriormente citadas, conformando la actual Bolsa de Valores de Caracas.

7.- BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA.

ASOCIACIÓN VENEZOLANA DE SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS. Relación Mensual de los Fondos Mutuales, Enero 1.993-Diciembre 2.000, Caracas.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. Anuario de Estadísticas Sector Financiero, Años 1.998, 1.999, 2.000. Caracas.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. Series Estadísticas de Venezuela de los últimos 50 años. Tomo IV. Caracas 1.996.

BANCO MUNDIAL (1.999). Informe sobre el Desarrollo Mundial. Oxford University Press. Pág. 280-295. México 1.999.

FAVOZZI, FRANK; MODIGLIANI, FRANCO; FERI, MICHAEL G. Mercados e Instituciones Financieras, México. Ediciones Prentice-Hall Hispanoamericana, S. A. México 1.996.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Estadísticas Financieras Internacionales. Nueva York 1.998.

LEY DE ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA. Gaceta Oficial Nro. 36.027.

LEY DEL MERCADO DE CAPITALES Y SU REGLAMENTO. Eduven, Caracas, 22-10-98.

LEVY CARCIENTE, SARY. Los Fondos Mutuales y los Sistemas Financieros, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Central de Venezuela, Caracas 1.999.

NORMAS RELATIVAS A LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES, A LA ORGANIZACIÓN Y FINANCIAMIENTO DE LOS FONDOS MUTUALES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE Y A LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE RECOMPRA DE SUS ACCIONES. Gaceta Oficial Nro. 2.975, Extraordinaria, 1.981.

NORMAS RELATIVAS A LA ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS MUTUALES DE INVERSIÓN. Gaceta Oficial Nro. 2.975, Extraordinaria, Caracas 1.981.

SLOMAN, JHON. Introducción a la Microeconomía, Editorial Prentice.Hall Hispanoamericana, .S. A., 3era. Edición, España 1.997.

8.- GLOSARIO:

Acciones: Son valores negociables que representan la propiedad sobre una fracción del patrimonio de una empresa. Cuando usted compra acciones, se convierte en dueño de una parte de la compañía. Junto a otros accionistas, usted podrá beneficiarse si la empresa tiene éxito.

Ahorro: Es el excedente de la renta sobre los gastos de consumo corriente. Los gastos de consumo de las economías domésticas normalmente son iguales o inferiores a su renta, lo cual da lugar a que se mantenga una porción de la misma apartada, en general como precaución ante posibles necesidades futuras de consumo.

Apreciación del capital: El incremento en el valor de la cartera (portafolio) de valores, que se refleja en el Valor de la Unidad de Inversión.

Bonos: Son instrumentos negociables que representan préstamos a empresas y gobiernos. Los prestatarios prometen pagar el préstamo en determinada fecha y pagar un interés regularmente a los inversionistas hasta el vencimiento del instrumento.

Instrumentos del mercado monetario: Inversiones a corto plazo que generalmente implican muy poco riesgo de pérdida de valor y son fácilmente convertibles a efectivo, tales como certificados de depósito, Títulos de Estabilización Monetaria u obligaciones del Tesoro de los EE.UU.

Cartera (portafolio) de valores: Es el conjunto de todos los instrumentos de inversión que son propiedad del fondo mutual, tales como: acciones, bonos y efectivo. La cartera representa a su vez, todas las propiedades individuales de los accionistas del fondo mutual.

Dividendo : Ingreso pagado a los accionistas. Los dividendos se pagan en forma regular, a veces mensual, otras veces anualmente, como en el caso de los fondos de crecimiento.

Entidades de Inversión Colectiva: Son aquellas instituciones que canalizan los aportes de los inversionistas destinados a constituir un capital o patrimonio común, integrado por una cartera de títulos valores u otros activos.

Inversionistas: Las personas naturales o jurídicas, titulares de las unidades de inversión emitidas por las entidades de inversión colectiva.

Fondos mutuales: Se refiere a una compañía anónima que se dedica al manejo profesional de los fondos de inversionistas que poseen características y objetivos de inversión similares.

Interés: Es el costo de usar el dinero. El prestatario paga un interés al prestamista, usualmente de la cantidad del préstamo.

Unidades de Inversión: Los diferentes tipos de títulos valores que emiten las entidades de inversión colectiva, tales como, acciones, cuotas, participaciones u otros instrumentos que confieren derechos a los inversionistas respecto a la titularidad y rendimientos del capital o patrimonio de la respectiva entidad en promoción a su inversión

Mercado de Capitales: Es el mercado financiero para acciones y para los instrumentos de deuda con vencimiento mayor a un año.

Riesgo: Es el principio de que una inversión debe ofrecer un potencial m de retornos más altos como compensación de verse aumentada su volatilidad.

Valor de la Unidad de Inversión(VUI): Es el precio o valor de la acción del fondo. Esta se calcula diariamente sumando el valor de mercado de todos los activos que conforman la cartera restándole los gastos totales del fondo, los cuales no pueden ser mayores del 5% el activo neto promedio dividiendo el resultado entre el numero de acciones en circulación.