

Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero

José María Fanelli



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por José María Fanelli, consultor de la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, con la colaboración de Ramiro Albrieu, de Centro de Estudios de Estado y Sociedad-CEDES, en el marco del convenio con la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

LC/W.304
LC/BUE/W.43

Copyright © Naciones Unidas, enero del 2010. Todos los derechos reservados.
Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

Índice

Resumen	5
I. Introducción	7
II. Los FCI: Características y funciones	11
1. ¿Qué es un FCI?	11
2. Inversores y fondos	13
3. Los FCI en la Argentina	15
4. ¿Cuáles son las ventajas de los FCI?	18
III. Generación de valor en la industria de los FCI y desarrollo financiero	23
1. Intermediación entre el ahorro y la inversión	24
2. Reducción de los costos de información y monitoreo	25
3. Asignación y manejo de riesgos	26
4. Generación de medios de pago y de liquidez	27
5. Asegurar condiciones para el desarrollo financiero	27
IV. Las condiciones para el desarrollo de los FCI y la experiencia internacional	31
1. Riqueza, movilidad social y FCI.....	31
2. Factores macroeconómicos: crecimiento versus crisis	34
3. FCI, modelos de intermediación y globalización	37
4. FCI e intermediarios financieros: ¿sustitutos o complementos?	41
5. Tamaño posible de la industria de FCI en la Argentina	44
V. Conclusiones y reflexiones finales.....	47
1. El inversor	48
2. El producto	50
3. Regulaciones y desarrollo de la industria de FCI	51
Referencias bibliográficas	55

Resumen

Este trabajo analiza la contribución que la industria de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) podría realizar al desarrollo financiero de la Argentina. Se abordan cuatro temas. En primer lugar, se explica qué es un FCI y cuáles son sus funciones en el marco de los mercados de capital. También se enumeran y discuten las ventajas que el producto supone para los inversores. En segundo lugar, se analiza por qué la industria de fondos genera valor agregado; y se explica cómo ese valor se genera en relación con las funciones que las finanzas cumplen en la economía: asignar el ahorro a la inversión, manejar riesgos, crear liquidez en los mercados y mejorar el gobierno corporativo. Sobre la base de esto analiza cómo, al generar valor y realizar innovaciones de producto, los FCI contribuyen a mejorar la posición del pequeño inversor minorista y a profundizar el desarrollo financiero. En tercer lugar, se pasa revista a la experiencia internacional con el propósito de extraer lecciones útiles para identificar restricciones y oportunidades para expandir la industria de los FCI en la Argentina. Sobre la base de la evidencia presentada, se hace un cálculo respecto a cuál debería ser el tamaño de la industria en la Argentina. En la última sección, se discuten posibles vías de acción estratégica para hacer efectivo un mayor desarrollo de los FCI a partir de las condiciones presentes. El énfasis está puesto en la necesidad de diseñar e implementar políticas de largo aliento que articulen las iniciativas de corto con las de largo plazo dentro de una agenda que abarque los actores relacionados con los FCI, las cadenas de valor del sector y su articulación con el resto de las instituciones financieras, la estabilidad macroeconómica y financiera y los requerimientos de la inversión privada y del Gobierno.

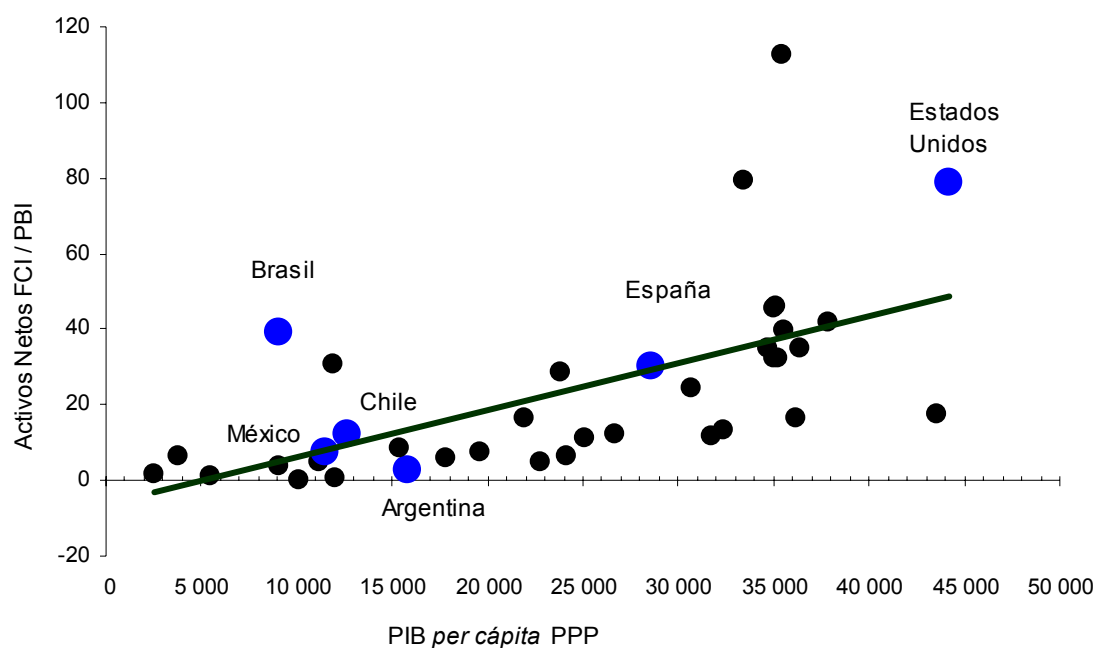
I. Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar la contribución que la industria de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) podría realizar al desarrollo financiero de la Argentina. Por supuesto, una pregunta que surge naturalmente es: ¿tiene la industria de los FCI potencial suficiente como para merecer atención particular a la hora de diseñar políticas que promuevan el acceso a los mercados de capital de la población y motorizar el desarrollo de la estructura financiera? A juzgar por la experiencia internacional en las últimas décadas, la respuesta debería ser afirmativa: el segmento de inversiones en fondos colectivos ha mostrado un enorme dinamismo en los países donde las finanzas se expandieron más. Y esto no sólo ocurrió en el mundo desarrollado, sino también en países emergentes con ingreso comparable a la Argentina.

La estructura financiera de la Argentina presenta, en la actualidad, debilidades que son evidentes: exclusión de buena parte de las familias de los mercados de crédito y de capital; escasez de financiamiento para las unidades productivas –particularmente las Pymes–; restricciones significativas para la colocación de deuda pública; escasa oferta y variedad de servicios para inversores institucionales y calificados, y atesoramiento de dólares billete por parte de los pequeños ahorristas. Estas falencias no sólo han obstaculizado la inversión y el crecimiento económico del país sino que, además, han debilitado mecanismos clave para la movilidad social ascendente, como lo son el acceso al crédito de largo plazo para la vivienda, la posibilidad de acceder a vehículos de ahorro con rendimiento superior al de un dólar billete, o la disponibilidad de capital de riesgo para emprendedores con proyectos innovadores.

Siendo esto así, es razonable argumentar que la Argentina debería prestar más atención al sector: si bien la industria de fondos se expandió en los períodos en que las condiciones resultaron mínimamente favorables, lo cierto es que el desarrollo de los FCI en la Argentina es débil y no es consistente con el nivel de ingreso per cápita alcanzado por el país, como lo muestra el Gráfico 1. Nótese, por otra parte, que países de la región como México, Chile y Brasil, con niveles de PIB *per cápita* similar o menor, tienen industrias de FCI que manejan fondos con relativamente mayor capitalización.

GRÁFICO 1
ACTIVOS NETOS DE LOS FCI Y PIB PER CÁPITA
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de EFAMA y del Banco Mundial (*World Development Indicators*).

En este documento se brindan los elementos analíticos y la evidencia empírica requerida para evaluar por qué es necesario prestar atención a los FCI, en tanto factores de promoción del acceso de la población a los mercados de capital y del desarrollo financiero. También se aportan elementos para diseñar políticas orientadas a revertir el atraso relativo del país en relación con esta industria. La audiencia a la que se dirige el documento es amplia y abarca no sólo participantes clave de la industria como los inversores y los organismos de regulación sino también la opinión pública en general. En función de este propósito, en la redacción se ha privilegiado la claridad expositiva y los tecnicismos se han reducido al mínimo indispensable para garantizar la rigurosidad del análisis.

Hay dos puntos adicionales referidos al contenido del documento que merecen mención. El primero es que el tratamiento del tema está auto-contenido: se presentan todos los elementos de análisis –desde los microeconómicos y de estructura de la industria, hasta los institucionales y macroeconómicos– que son necesarios para comprender las múltiples funciones que cumplen los FCI. Esto nos permitirá examinar, de manera integral, desde las ventajas que los fondos tienen para el inversor minorista, hasta la forma en que la industria genera valor para la economía, contribuyendo de esa forma al crecimiento. El segundo punto para destacar es que el estudio toma muy en cuenta las características específicas del contexto de la Argentina, su inserción en los mercados internacionales y el grado de desarrollo relativo de los FCI en el país en relación a los estándares internacionales. Un enfoque que considere el contexto local y el escenario internacional resulta clave para el diseño de políticas para el sector: por una parte, cualquier proceso de desarrollo financiero en general, y de crecimiento de los FCI en particular, si ocurre, tendrá como punto de partida obligado la situación actual tanto nacional como regional y global; por otra parte, para calcular el potencial de desarrollo de la industria de los FCI en la Argentina parece natural tomar en cuenta la evolución que siguieron los países más ricos y la experiencia actual de países emergentes similares.

El trabajo está dividido en cuatro secciones. En la primera se explica qué es un FCI y cuáles son sus funciones en el marco de los mercados de capital. También se enumeran y discuten las

ventajas que el producto supone para los inversores. La sección termina con una evaluación de lo que hacen los fondos en la Argentina y las diferencias con otros lugares del mundo donde la industria muestra desarrollos que podrían ser útiles para la solución de algunas de las falencias de las finanzas en la Argentina. Éste es un paso necesario para identificar debilidades y necesidades de cambio.

La segunda sección analiza por qué la industria de fondos genera valor agregado para la economía. Se pone particular cuidado en mostrar cómo ese valor se genera en relación con las funciones que las finanzas cumplen en la economía: asignar el ahorro a la inversión, manejar riesgos, crear liquidez en los mercados y mejorar el gobierno corporativo. Tomando como base este análisis, se explica por qué, al generar valor y realizar innovaciones de producto, la industria contribuye a mejorar la posición del pequeño inversor minorista y a profundizar el desarrollo financiero.

En la tercera sección se pasa revista a la experiencia internacional con un doble propósito: familiarizar al lector con esa experiencia y extraer lecciones útiles para identificar restricciones y oportunidades para expandir la industria de los FCI en la Argentina. Sobre la base de la evidencia presentada, se hace un cálculo respecto a cuál debería ser el tamaño de la industria en la Argentina, tomando en cuenta la experiencia de la economía global. Este cálculo es necesario para evaluar cuánto camino hay por andar a los efectos de poner a tono el tamaño de la industria con el nivel de riqueza del país. También es importante para dar una idea del aporte que podría hacer la industria para generar empleo y coadyuvar al desarrollo financiero.

En la última sección se discuten posibles vías de acción estratégica para hacer efectivo un mayor desarrollo de los FCI a partir de las condiciones presentes. El énfasis estará en la necesidad de diseñar e implementar políticas de largo aliento que articulen las iniciativas de corto con las de largo plazo. En este sentido, se propondrán líneas de acción articuladas en una agenda que abarque los actores relacionados con los FCI, las cadenas de valor del sector y su articulación con el resto de las instituciones financieras, la estabilidad macroeconómica y financiera y los requerimientos de la inversión privada y del Gobierno.

II. Los Fondos Comunes de Inversión: características y funciones

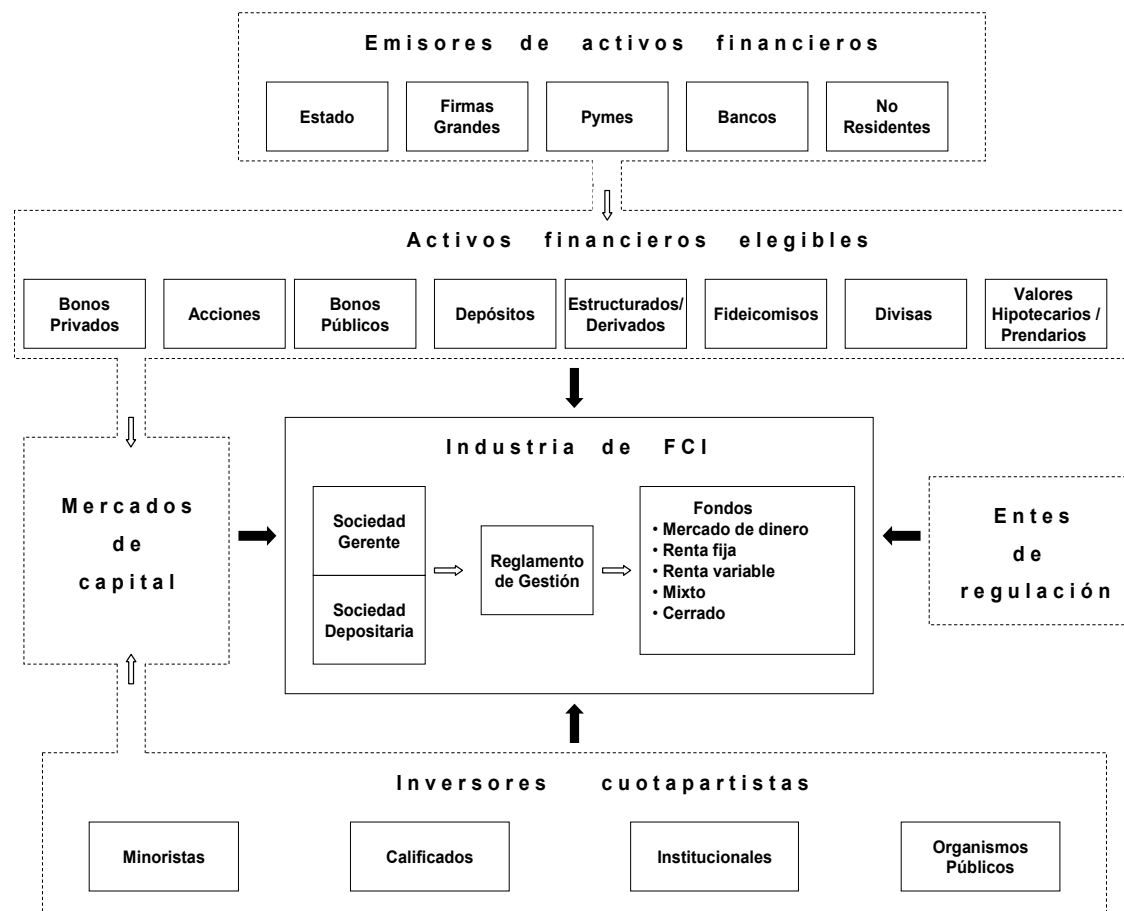
1. ¿Qué son los FCI?

El FCI es una forma de inversión colectiva que permite agregar fondos de varios inversores con objetivos similares, de manera de constituir un portafolio más amplio y diversificado, administrado de forma profesional. La industria de los FCI puede adoptar diversas formas, tanto en lo que hace a la clase de inversores, como a los tipos de fondo y el marco regulatorio. Este último, obviamente, presenta matices en función de las legislaciones nacionales.

Como ocurre con la mayoría de las instituciones que participan en el sistema bancario y en los mercados de capital, los fondos mutuos no surgieron del diseño en un papel, sino que son el fruto de un proceso evolutivo en el que los FCI se fueron perfeccionando a partir de la interacción con otros segmentos del mercado de capitales, los mercados globales y la autoridad de regulación. Los primeros fondos mutuos surgieron en Suiza, en 1849, pero la primera vez que se utiliza el término “fondo colectivo” es en Inglaterra, en 1868. En Estados Unidos aparecen en 1894 y en Alemania en 1923. En la Argentina lo hacen en 1961. A través del tiempo, los fondos se fueron diferenciando en distintas categorías buscando satisfacer a inversores con necesidades disímiles y, también, mejorar la eficiencia en la gestión, la administración y la seguridad brindada al inversor.

Los FCI de cada país tienen rasgos que le son idiosincrásicos y, por lo tanto, no existe una definición única de este vehículo financiero que pueda ser universalmente aplicada. Una razón básica que explica este hecho es que el entorno dentro del cual se desarrolla la industria de los FCI es un determinante fundamental de las características de la misma. El gráfico 2 muestra los elementos que son esenciales para caracterizar la industria de los FCI. Tomando en cuenta el papel que juega el entorno, en el gráfico se ha representado no sólo la industria de los FCI sino también los elementos del entorno y las relaciones que éstos tienen con la industria.

GRÁFICO 2
LA INDUSTRIA DE FCI Y SU ENTORNO



Fuente: Elaboración propia.

En el centro del gráfico aparece la industria de los FCI con sus tres componentes esenciales: los fondos (que pueden ser de diferente tipo), las sociedades que gerencian y custodian esos fondos y el reglamento de gestión que deben respetar al cumplir con su tarea. En la parte inferior, aparecen los inversores que alimentan los fondos con sus recursos y en la parte superior figuran los diferentes activos financieros que pueden elegirse para conformar la cartera del fondo. Como se ve en el gráfico, un componente central del entorno son los diversos emisores de estos activos. Los dos actores restantes son los mercados de capital, donde se intercambian los diferentes activos y los entes de regulación que velan por la seguridad del inversor y el buen funcionamiento de todo el sistema.

Las sociedades que gestionan los fondos constituyen el núcleo dinámico que “mueve” la industria. Si, para constituir un fondo, los inversores tuvieran que buscar ellos mismos a otros inversores que compartan sus objetivos y administrar las suscripciones y retiros, los costos de hacerlo probablemente serían superiores a los beneficios de armar el fondo. Esto crea una oportunidad de negocios para sociedades que estén en condiciones de proveer estos servicios a bajo costo. En el caso de la Argentina, las instituciones que cumplen este rol reciben el nombre de sociedad gerente y sociedad depositaria. Cada una cumple un papel y actúan de manera coordinada. La sociedad gerente tiene por objeto único ocuparse de los fondos que administra. Representa a los cuotapartistas y al fondo en los actos de administración y gestión, define las estrategias de inversión, toma las decisiones de invertir y desinvertir necesarias para gestionar la cartera de inversiones, calcula la unidad de medida de las inversiones, lleva la contabilidad y confecciona los estados contables. La depositaria, a

su vez, custodia los activos, liquida las operaciones de compra y venta, lleva el registro de cuotas partes y típicamente distribuye las cuotas partes. Es importante aclarar que los fondos en sí mismos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica. En otros países esto no es así, y los vehículos de inversión colectiva pueden ser compañías.

Las características de los fondos que lanzan las sociedades gerente y depositaria se especifican en un reglamento interno, que es un documento de carácter público y normalmente queda registrado en el ente que regula la actividad. En nuestro país, ese documento recibe el nombre de reglamento de gestión. El reglamento es un contrato de adhesión que no puede ser modificado por el cuotapartista. En este sentido, un FCI no se diferencia de un consorcio de propietarios de departamentos donde la administración está a cargo de un tercero, y el copropietario acepta el reglamento de copropiedad.

Los mercados de capital son un componente del entorno de la industria de los FCI de gran importancia, pues en ellos se negocian los valores con los que se constituyen los fondos. En principio, la industria de FCI podría existir sin mercados de capital ya que los fondos pueden constituirse con activos como dinero, metales preciosos o bienes reales. Pero, más allá de esto, lo cierto es que la calidad de los servicios que la industria brinda se potencian cuando los mercados de capital son profundos y existen títulos valores en cantidad y diversidad suficientes. En el gráfico se muestra que los emisores de títulos se conectan con los FCI a través de los mercados de capital. Estos emisores pueden ser el Estado, firmas grandes y pequeñas, bancos o no residentes. Los activos elegibles están determinados por la legislación; en el gráfico se listan los más comunes.

La industria no puede funcionar de manera estable sin regulaciones, y es por ello que, dentro del entorno de la industria, el gráfico 2 incluye a los entes de regulación. Una razón central es la existencia de una gran asimetría de información entre el inversor y la sociedad especializada que gerencia el fondo. Esto hace que sea necesario proteger los intereses del inversor de un potencial abuso. Otras motivaciones importantes para regular son, primero, resguardar la competencia de forma de que las comisiones y honorarios se ubiquen en sus valores de equilibrio; segundo, eliminar prácticas incompatibles con la ética del buen hombre de negocios y, tercero, proveer los medios para que el inversor, al momento de elegir un fondo, tenga conocimiento del riesgo que asume con ese fondo y cual será su horizonte de inversión.

En la Argentina, el marco regulatorio está definido por la Ley 24.083, sancionada en 1992. Allí se establece que el rol fundamental de reglamentación y supervisión estará a cargo de la Comisión Nacional de Valores (CNV). En el caso de los fondos de mercado de dinero, el Banco Central también suele tener un rol, ya que las operaciones de esos fondos tienen efectos directos sobre la liquidez y, por ende, sobre variables que son monitoreadas por el Banco Central, como la inflación y el tipo de cambio nominal. La ley también establece el régimen tributario. Las actividades y retornos del fondo no están sujetas a tributación. Esto ocurre también en otros países. Muchas veces los impuestos son diferidos hasta el momento en que el fondo es utilizado por el inversor, como en el caso de los Fondos de Inversión en España (ver punto “Ventajas para los emisores”).

Tomando como punto de referencia esta descripción esquemática de la industria de los FCI y su entorno, se analizará con algo más de profundidad la anatomía y el funcionamiento de la industria.

2. Inversores y fondos

Los inversores son el núcleo del negocio en la medida que, sin su aporte, no habría fondos. Los productos de la industria están, en primer lugar, diseñados para satisfacer sus necesidades. Se los denomina cuotapartistas debido a que cada uno de ellos recibe una cuota parte que es proporcional a los fondos que suscribió (invirtió). La cuota parte representa un derecho de propiedad sobre los activos del fondo y se utiliza tanto para el cálculo de la distribución de los rendimientos del fondo como para determinar los rescates de capital que cada inversor tiene derecho a realizar. Los rescates, no obstante,

tienen que atenerse a ciertas reglas preestablecidas: si el fondo es abierto, la cantidad de cuotas partes es variable: su número sube cuando un inversor integra capital y cae cuando el capital es rescatado. Los cuotapartistas pueden retirar fondos en cualquier momento; aunque, típicamente, hay un lapso de espera breve por razones de administración. Si el fondo es cerrado, en cambio, el número de cuotas partes es fijo y no puede haber rescate anticipado. Para evitar que la inversión en un fondo cerrado sea ilíquida, estos fondos cotizan en bolsa y, de esa manera, sus cuotas partes tienen un mercado secundario. Los FCI cerrados pueden tener objetos de inversión mucho más amplios, incluyendo bienes y derechos reales.

Como se vió en el gráfico 2, es posible identificar distintos tipos de inversor. El inversor minorista tiene, en general, poco apetito por riesgo y debe ser protegido por la regulación en la medida que está poco informado. Los inversores institucionales, en cambio, son profesionales y, por ende, cuentan con mayor sofisticación e información; inversores clásicos de este tipo son las compañías de seguro y los fondos de pensión. Lo mismo ocurre con el inversor calificado que, típicamente, está más informado, muestra una menor aversión al riesgo y cuenta con un patrimonio muy superior al del inversor minorista. Entre los inversores también se encuentran los organismos públicos. En la Argentina, un organismo que utiliza los servicios de la industria es la ANSES, que tiene a su cargo los fondos del sistema de seguridad social. En la economía global, a su vez, en los últimos años han crecido de manera significativa los llamados fondos soberanos. Estos fondos son acumulados por los gobiernos por razones anti-cíclicas, o para distribuir en el tiempo los beneficios de la extracción de recursos no renovables. Chile, por ejemplo, cuenta con un fondo soberano importante. Otros ejemplos son los países petroleros del Golfo y Noruega. El negocio de los fondos soberanos ha mostrado un crecimiento explosivo.

Como los objetivos que persiguen estos inversores suelen diferir, no resulta extraño que en el mercado haya fondos de composición variada que buscan satisfacer estrategias de inversión muy diferentes. Tres aspectos centrales a considerar a la hora de elegir estrategias son: el nivel de riesgo que se quiere asumir; el horizonte temporal de la inversión; y el grado de liquidez. Los cuotapartistas pueden, por ejemplo, seguir la estrategia de conformar una cartera que prometa altos beneficios, aun a riesgo de soportar grandes pérdidas bajo ciertas circunstancias. O, por el contrario, pueden invertir de forma conservadora en papeles que, si bien tienen un rendimiento menor, muestran menos fluctuaciones. Asimismo, el ahorrista que busca acumular un fondo para su retiro no compartirá, seguramente, el horizonte temporal de la estrategia de inversión de quien percibe al FCI como un instrumento para manejar la liquidez de su negocio de forma más eficiente.

Los fondos de corto plazo seleccionan carteras donde se privilegian activos de baja volatilidad y alta liquidez. Los fondos de largo plazo se conforman con activos cuyos precios pueden variar considerablemente en períodos breves, de ahí que quien se posiciona en este tipo de cartera normalmente planea mantener las cuotas partes por un tiempo prolongado. Otros dos aspectos importantes que se tienen en cuenta en las estrategias de inversión son la moneda del fondo y la región donde se realizaran las inversiones. Cuando el ahorrista invierte en fondos con activos en moneda extranjera, asume un riesgo cambiario. La jurisdicción de los activos adquiridos, a su vez, influye sobre la probabilidad de recuperar la inversión y en los costos de renegociación de las obligaciones en caso de no pago. Los fondos pueden ser locales, globales o regionales (por ejemplo, Mercosur).

Para satisfacer las necesidades de los inversores en cuanto a riesgo, liquidez y horizonte temporal se requiere armar fondos de, al menos, cuatro tipos básicos: fondos de renta variable, que se conforman principalmente con acciones; de renta fija, que incluyen bonos públicos y privados; de renta mixta, que se integran con bonos y acciones; y los de mercado de dinero que tienen como estrategia armar carteras con colocaciones muy líquidas, como depósitos bancarios. El reglamento de gestión define de qué tipo de fondo se trata, ya que en él se especifica el objetivo, los mercados de desempeño, los activos elegibles y las limitaciones a respetar al invertir. Asimismo, se establecen los mecanismos de suscripción y rescate, honorarios y comisiones, y si se trata de un fondo abierto o cerrado.

Los fondos pueden ser manejados de manera activa o pasiva. En el primer caso, el profesional a cargo del fondo trata de optimizar la relación entre el riesgo asumido y el beneficio esperado a través

de cambios en la composición de la cartera. En el segundo caso, se trata básicamente de obtener un beneficio similar al de un índice representativo, que puede ser observado por el cuotapartista y usado como estándar de comparación.

Cuando la legislación lo permite (en nuestro país no lo hace), también pueden existir los fondos de cobertura (*hedge funds*), que están diseñados para atender los requerimientos de inversores más sofisticados, informados y con mayor apetito por riesgo. Se conocen, también, con el nombre de fondos de renta absoluta debido a que buscan altos rendimientos, en vez de tomar como estándar de evaluación de rentabilidad un índice. La diferencia específica que caracteriza a estos fondos es que pueden tomar posiciones cortas (vender valores a futuro) para tratar de sacar beneficios de mercados bajistas, y pueden también apalancarse (tomar crédito para comprar títulos) y operar con derivados. Esto les permite tratar de ganar dinero no sólo con mercados en alza sino, también, con mercados en baja. Por supuesto, esta estrategia le agrega mucha volatilidad a los rendimientos de la cartera. Como las operaciones que realizan son riesgosas y sofisticadas, la existencia de estos fondos requiere de reguladores también sofisticados y eficaces para evitar fraudes o mala apreciación del riesgo. Asimismo, como pueden tomar crédito y apalancarse, pueden afectar variables que están bajo la órbita de supervisión del banco central, relacionadas con la estabilidad del sistema financiero.

A medida que las estructuras financieras se hacen más sofisticadas y la riqueza de la sociedad aumenta, aparecen nuevas necesidades. De ahí que la distinción entre distintos tipos de deudor y de fondos que se ha realizado no debe concebirse de manera estática. Ya se presentó el ejemplo de la importancia creciente de los fondos soberanos y se comentó la aparición de los fondos de cobertura, que satisfacen la demanda de inversores calificados.

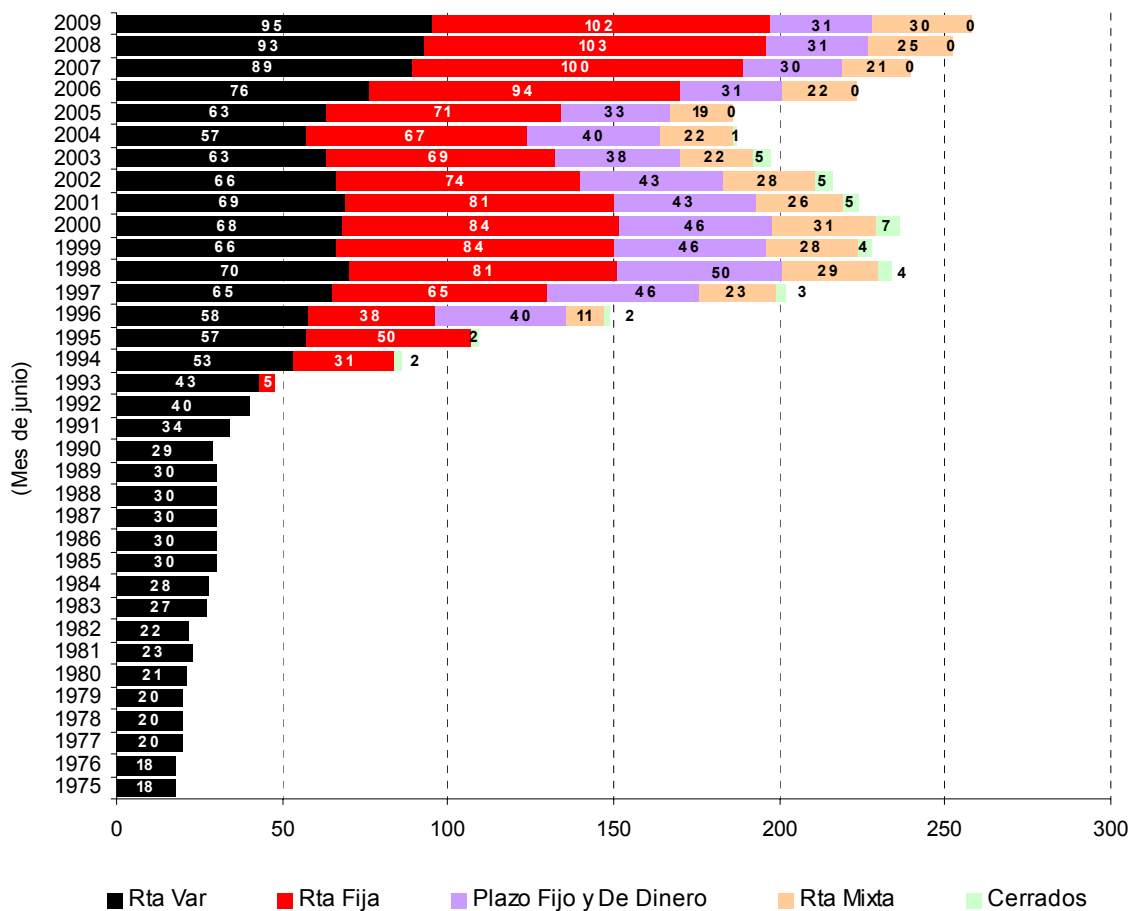
Otro factor muy dinámico de demanda para la industria, que vale la pena subrayar, es la demanda creciente proveniente de los agentes minoristas, cuyos motivos para ahorrar se han ido sofisticando. En particular, han ganado en importancia motivos tales como el ahorro para la educación de los hijos y, sobre todo, para el retiro. Esto es así no sólo en los países desarrollados, sino también en los emergentes. En el caso de América Latina, Chile es un buen ejemplo. Además del aumento sustancial de la demanda por los servicios de la industria asociado con el esquema jubilatorio privado obligatorio, ese país ha desarrollado un esquema de ahorro previsional voluntario (APV). El APV es un mecanismo diseñado para el ahorro a largo plazo, el cual se presenta como un adicional a las cotizaciones obligatorias con el objeto de que el trabajador, dependiente o independiente, pueda acceder a una mejor pensión al retirarse de la vida laboral activa. El fondo de APV se alimenta con dos tipos de aporte. Por un lado, están los “depósitos de APV” que son las sumas destinadas por el trabajador a los planes de ahorro previsional voluntario ofrecidos por las Administradoras de Fondos Mutuos y, por el otro, los “depósitos convenidos” que son aportes en dinero que los trabajadores dependientes acuerdan aportar en un fondo mediante contrato suscrito con su empleador, y que son a cargo de este último. El APV tiene beneficios tributarios. El afiliado puede rebajar directamente de su base imponible el monto equivalente en impuestos, de manera que, cuanto mayor sea el ingreso que percibe la persona, mayor será el descuento por impuestos. Así, el depósito no se considera renta para fines tributarios y no es afectado por el impuesto. Los depósitos tienen, no obstante, un límite máximo. Cabe acotar que los recursos mantenidos bajo este concepto son inembargables, mientras no sean retirados. En Chile, el inversor puede elegir entre 300 fondos mutuos diferentes y está permitido que los aportes se retiren de manera anticipada, en caso de necesidad por imprevistos de salud o cesantía laboral aunque, en este caso, se pierden beneficios tributarios.

3. Los FCI en la Argentina

La industria se rige por una ley sancionada en 1992, que representó, en su momento, un avance para la industria de los fondos. Las características antes detalladas, referidas a las sociedades gerente y depositaria y los reglamentos de gestión deben sus características a esta Ley. La experiencia del país con la industria, sin embargo, no comenzó con esa Ley. La Argentina tiene una experiencia extendida

con los Fondos Comunes de Inversión (FCI) que, como se dijo, existen en el país desde 1961. El país puede considerarse uno de los pioneros en el caso de los mercados emergentes. En la actualidad, la industria de los FCI está conformada por un buen número de entidades especializadas con años de trayectoria en el gerenciamiento de una variedad de FCI, desde fondos de dinero hasta fondos de bonos y acciones, locales y del exterior. Según las últimas cifras disponibles, la Cámara Argentina de FCI cuenta con 39 sociedades gerentes y, a fines de 2008, existían 255 fondos de diferentes tipos. Los gráficos 3 y 4 muestran la evolución de la cantidad de fondos por tipo y su capitalización.

GRÁFICO 3
NÚMERO DE FONDOS

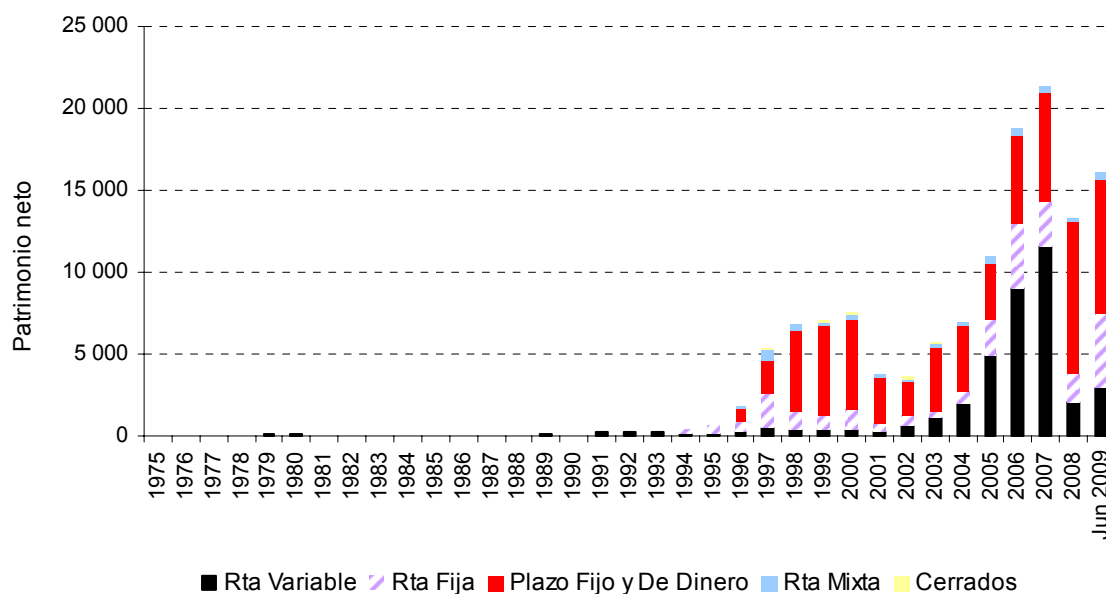


Fuente: Cámara Argentina de FCI.

Como puede observarse, tanto el número de fondos como la variedad y el monto de capitalización aumentan significativamente a partir de la sanción de la ley a principios de los noventa. A partir de ese momento, no obstante, la evolución de la industria muestra períodos de avance y retroceso. Se destacan, en este sentido, la reducción en la capitalización inducida por la crisis de 2001-2002, el sustancial aumento del patrimonio en coincidencia con el fuerte crecimiento de la economía, luego de 2003 y, por último, la nueva reducción en la capitalización asociada con la crisis internacional y los cambios en el marco regulatorio del sistema de jubilaciones y pensiones. Un rasgo a remarcar de esta evolución es que, en los períodos de aceleración del crecimiento económico (mediados de los noventa y de los dos mil), la capitalización de la industria también se aceleró. Esto sugiere que la industria tiene gran elasticidad para responder a cambios favorables en el entorno.

La capacidad de respuesta, no obstante, tiene limitaciones debido a algunas de las características del marco regulatorio. Una limitación en este sentido es que, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en la Argentina los fondos no pueden tener carácter de compañía, y están obligados a constituirse con un objeto único. Cuando el fondo es una compañía, ésta es la propietaria de los activos del fondo y el inversionista posee acciones de la sociedad. Cuando el fondo no tiene personería el inversor es el dueño directo de los activos de la cartera del fondo, a través de las cuotas partes. La habilitación de compañías da mayor flexibilidad para armar fondos de fondos y otras estrategias de manejos de cartera de inversores calificados.

GRÁFICO 4
PATRIMONIO NETO DE LOS FCI
(En millones de pesos)



Fuente: Cámara Argentina de FCI.

Cuando se permiten distintas formas y no se limita al objeto único, la eficiencia del sistema mejora debido a que las sociedades que gestionan las carteras pueden aprovechar economías de escala (manejar más activos) y de gama (ofrecer servicios diferenciados a distintas clases de clientes), explotando de mejor forma la inversión necesaria para una administración profesional y reduciendo costos fijos. En este sentido la legislación argentina es más restrictiva que la de otros países, como España o Estados Unidos. Esto le quita eficiencia a la industria y, además, genera asimetrías regulatorias que limitan su potencial competitivo en relación a otras plazas menos restrictivas. Por ejemplo, en nuestro país es difícil ofrecer servicios de manejo de cartera a inversores calificados, que tienden a utilizar los servicios de gestores de cartera del exterior. En este sentido, a diferencia de las industrias “reales”, la industria de fondos cuenta con protección negativa frente a la competencia externa. Este hecho no ayuda a revertir una de las falencias importantes de la estructura financiera argentina que es, como se verá más adelante, la desnacionalización del ahorro y de las carteras de inversión.

Otro rasgo que no ayuda para que la industria responda a las necesidades de promover el ahorro de los inversores minoristas es que no existen esquemas del tipo APV, antes comentado, que busquen agresivamente competir con la inversión en divisas como forma de ahorro de largo plazo. Esta falencia tiene también efectos de largo plazo para el bienestar ya que, cuanto menor es el ahorro para el retiro que realicen hoy quienes tienen capacidad para hacerlo, mayor será la carga para el Estado en el futuro. La experiencia muestra que, cuando la población de edad avanzada no cuenta con

cobertura, el Estado termina por hacerse parcialmente cargo, aún cuando no se hayan realizado aportes suficientes. Incentivar los APV hoy es una forma eficiente y socialmente equitativa de reducir el déficit de mañana, liberando las manos al Estado para que pueda hacerse cargo de dar cobertura a los segmentos excluidos de la población, que realmente lo necesitan debido a su baja capacidad de ahorro.

En suma, la industria de FCI tiene una larga experiencia en el país, y tenerla en cualquier actividad económica es siempre un activo, ya que la experiencia se traduce en aprendizaje y conocimientos. Pero este punto es particularmente relevante en el caso de los FCI, puesto que la industria es intensiva en el uso de conocimiento y experiencia profesional. Una característica que explica también el hecho de que se trate de una industria que genera alto valor agregado y empleo formal de calidad. En realidad, el país no sólo ha formado con el tiempo un *stock* valioso de profesionales, sino que ha desarrollado las condiciones para producirlos. En los últimos veinte años se han ido consolidando instituciones de formación de profesionales en finanzas con nivel de posgrado en entidades universitarias de excelencia, públicas y privadas. Además, entidades vinculadas a cámaras e institutos de investigación del mercado de capitales también están contribuyendo a la formación de capital humano. Dadas estas condiciones cualitativas, sería de esperar que la industria de FCI en la Argentina mostrara una evolución robusta. Sin embargo, no es ése el caso. En las secciones siguientes se profundizará el análisis del funcionamiento de la industria en busca de elementos que ayuden a comprender las causas del atraso relativo de los fondos e imaginar posibles caminos a seguir para un mayor desarrollo. El análisis se focalizará en las ventajas para inversores y emisores y en los mecanismos por los cuales la industria de FCI genera valor.

4. ¿Cuáles son las ventajas de los FCI?

Las líneas punteadas del gráfico 2 muestran que los inversores y los emisores de títulos se pueden conectar directamente a través de los mercados de capital sin necesidad de los FCI. Esto quiere decir que la intermediación financiera entre inversores y emisores puede existir independientemente de la industria de fondos. Es, justamente, para marcar este hecho que cuando en este trabajo se menciona a la “intermediación financiera” sólo se incluye, como es habitual, a las instituciones que intermedian directamente entre emisores e inversores; y que, por lo tanto, intervienen en la emisión primaria de activos financieros. En función de esta definición, los fondos de inversión colectiva no forman parte de la intermediación financiera propiamente dicha, ya que su tarea central es la de estructurar carteras a partir de los activos que se crean primariamente en el proceso de intermediación financiera o utilizando activos reales, metales preciosos o dinero.

Una pregunta que surge naturalmente al diferenciar entre la intermediación financiera y la industria de fondos colectivos es la siguiente: si inversores y tomadores pueden conectarse directamente a través de entidades financieras y mercados de capital, ¿por qué existen los FCI? ¿No son redundantes los servicios que prestan? Obviamente, un indicio claro de que esos servicios no son redundantes es que los FCI se estructuran a partir de contratos de adhesión voluntarios. Esto es, si los inversores participan de un fondo común es porque esperan que tal estrategia de inversión les reporte un rendimiento neto superior al que podrían obtener invirtiendo sus fondos de manera individual, utilizando la estructura de intermediación financiera ya existente. Por lo tanto, para comprender la función de la industria de los FCI en la economía la cuestión central para investigar es: ¿por qué el “todo” (el fondo) tiene un rendimiento neto mayor que la suma de sus partes (lo aportado por cada inversor)? O, en otras palabras, ¿por qué al agrupar un conjunto de activos en un fondo o cartera se genera “valor agregado” bajo la forma de un mayor rendimiento? ¿Qué le aporta eso a la economía?

Estos interrogantes abarcan diferentes dimensiones y su examen requiere algo de espacio. Para hacer el análisis más ordenado se lo dividió en dos partes. En lo que resta de este capítulo se adoptará el punto de vista del agente individual, y se enumerarán las ventajas que los FCI le aportan a los dos participantes clave que aparecen en el gráfico 2: los inversores y los emisores de activos financieros. En el capítulo siguiente se adoptará el punto de vista de la industria en su conjunto y se

explicará por qué los FCI generan valor para la economía y contribuyen al desarrollo de los mercados de capital.

Ventajas para los inversores

La satisfacción del cliente inversor es un objetivo central de la industria de inversiones colectivas, ya que su función primordial es la de manejar dinero de terceros. De aquí que, para ser lucrativas, las sociedades que participan en el negocio deben ofrecer a sus clientes opciones que no están disponibles para él, o que lo están pero a un costo superior al ofrecido por el fondo. La noción de vehículo de inversión, que se utiliza en la jerga profesional es una figura muy útil en este sentido: lo que la sociedad gerente le brinda al inversor es un vehículo para acceder a una gran diversidad de “lugares”: papeles emitidos en diferentes mercados globales y nacionales, denominados en diferentes monedas y que tienen diferentes grados de riesgo. Las ventajas que esto conlleva pueden resumirse en:

- mayor acceso a mercados;
- simplicidad y transparencia;
- amplia gama y flexibilidad para cambiar de inversión;
- diversificación y manejo de riesgos;
- administración profesional;
- ahorro en costos: comisiones y economías de escala;
- liquidez; y
- mayor protección y seguridad.

La ventaja del mayor acceso se origina en que los fondos permiten que inversores minoristas puedan comprar, a través de cuotas partes, valores que de otra forma no podrían adquirir por venderse los mismos en lotes de inversiones mínimas elevadas; esto ocurre frecuentemente con las emisiones de bonos del gobierno. Asimismo, debido a la diversidad de fondos con carteras diferentes, el inversor tiene una amplia gama de elecciones y gran flexibilidad para cambiar su portafolio de inversiones por la vía de mudarse de fondo. Las ventajas en términos de simplicidad y transparencia devienen del hecho de que el monitoreo de una inversión en un fondo es muy sencilla y cómoda, ya que el valor de las cuotas partes se publica diariamente en los periódicos y no es necesario realizar renovaciones como ocurre con otras inversiones, como en el caso de un plazo fijo. El cuotapartista también se beneficia porque la habilidad de los profesionales en administrar carteras es muy superior al de un inversor individual y ello permite optimizar la relación rendimiento/riesgo. Además, se ahorran costos porque, cuando se manejan carteras de gran dimensión, se realizan economías de escala en las transacciones de activos y en la recopilación y análisis de la información.

Las ventajas en cuanto a liquidez se deben a que las cuota-partes se pueden vender de manera rápida. Los fondos de plazo fijo, por lo general, tienen liquidación a 24 horas y los de acciones o bonos a 72 horas. En este sentido, vale señalar que la sociedad gerente está obligada a disponer de la liquidez necesaria para abonar los rescates de cuotas partes. Los gerentes de inversiones conforman las carteras de forma tal que puedan cumplir con el objetivo de inversión del fondo a la vez que toman los recaudos para disponer de la liquidez necesaria para hacer frente a los rescates.

El inversor goza de protección debido a las regulaciones establecidas en la Ley y a la supervisión del ente regulador (en la Argentina, la CNV). Los derechos de propiedad sobre los fondos son seguros porque éstos son un condominio indiviso que, contablemente, están separados de la sociedad gerente y la depositaria, y están protegidos de los eventos que pudieran afectar a estas sociedades. Por supuesto, esto no implica que el valor de las cuotas partes esté garantizado, ya que ese valor puede fluctuar en algunos casos.

Quizás en el área donde el aporte de la industria reviste una importancia superlativa es en la provisión de nuevas opciones para el manejo de riesgos. Los FCI son un vehículo particularmente apto para lograr una diversificación profesionalmente realizada. Un inversor financiero puede reducir el riesgo por la vía de no colocar una proporción demasiado grande de su cartera en papeles que comparten una misma característica de riesgo (tipo de deudor, concentración sectorial o geográfica, etc.). Sobre la base de estudiar las propiedades estocásticas del rendimiento de los valores –básicamente las correlaciones entre los mismos–, la teoría de formación de carteras ha desarrollado principios que se aplican razonablemente bien en contextos estables. Cuando existen mercados de bonos y acciones, seguir los principios de la teoría de portafolios para diversificar el riesgo es relativamente sencillo para un profesional. De hecho, en gran medida la diversificación es “gratis”. Se trata de elegir una composición de cartera con papeles cuyos rendimientos no se muevan de forma similar. Siguiendo esa regla, es posible darle mayor estabilidad al valor de la cartera. Esto beneficia al cuotapartista porque le da mayor certidumbre respecto al valor de su riqueza.

Por supuesto, no todos los riesgos son diversificables. En una recesión, por ejemplo, los valores de todos los papeles que cotizan tienden a moverse en consonancia hacia abajo. De aquí que desprenderse de un riesgo no diversificable no es gratis: hay que pagarle a alguien para que se haga cargo del riesgo si se quiere estar cubierto (“sacarse el peligro de encima”). Justamente, una segunda forma en que los FCI benefician al inversor es en permitirle manejar riesgos por la vía de separar y vender aparte el componente de riesgo de la operación financiera. Para esto, se han desarrollado instrumentos “derivados” que permiten realizar tal separación. Por ejemplo, un tomador de crédito del sector agrícola puede estar inseguro de poder devolver un préstamo debido a que no sabe a qué precio podrá vender la cosecha. Para separar este riesgo de la operación de préstamo y eliminarlo, puede recurrir al mercado de futuros. Por esa vía, puede vender hoy su cosecha en ese mercado de forma de asegurarse a qué precio venderá la cosecha. Otro ejemplo es el de alguien que desea prestar pero no tomar el riesgo de contraparte. Para ello, puede realizar el préstamo y, al mismo tiempo, contratar un seguro contra no pago del deudor. Los mercados de derivados han tenido un crecimiento muy importante en las últimas décadas en las economías más avanzadas y en algunas emergentes.

Los FCI son particularmente útiles tanto para facilitar la función de separar los componentes de riesgo en una transacción financiera, como para formar carteras adaptadas a las preferencias por riesgo de los cuotapartistas. Los FCI pueden estructurar carteras con futuros, opciones y otros instrumentos derivados similares. También están en condiciones de conformar carteras de distintos niveles de riesgo, sea de renta fija, variable o mixta. Esta capacidad es muy valorada por inversores institucionales como fondos de pensión y compañías de seguro, que tienen preferencias por riesgo muy específicas, debido a las características de sus negocios. Los fondos de capital garantizado que protegen al ahorrista de determinadas pérdidas son útiles en este sentido. Estos fondos invierten en valores y utilizan los mercados de derivados, por ejemplo, opciones o futuros, para asegurar que el capital invertido no sufrirá reducciones. En todos los casos, las herramientas para crear valor son las mismas: gestión profesional, diversificación y economías de escala en el manejo de cartera.

Ventajas para los emisores

Para ser competitivo, el vehículo de inversión colectiva ofrecido por la industria debe estar en condiciones de transportar el dinero del cliente hacia los lugares donde la rentabilidad es mayor a un costo bajo. Y es esta condición, justamente, la que hace que el desarrollo de la industria termine por favorecer, también, a los emisores de papeles. Si gracias al vehículo de inversión colectiva el dinero llega a lugares donde antes no llegaba, aumentará la oferta de fondos disponible para los tomadores y ello inducirá una presión a la baja en las tasas de interés. De esta forma, si bien es cierto que la industria no forma parte de la intermediación financiera en el sentido de que no es generadora de los instrumentos primarios, lo cierto es que su existencia coadyuva a aumentar la eficiencia por la vía de robustecer la demanda de valores negociables en el mercado.

Un ejemplo claro de beneficios para los emisores es que la industria de los FCI, al demandar títulos valores que se negocian en mercados formales, promueve la titulización (*securitization*). Esto

es, promueve la emisión de títulos que se forman a partir de agregar instrumentos intensivos en el uso de garantías, como las hipotecas o los créditos sobre consumo durable, que sería muy riesgoso comprar de manera separada. Al titulizarse la obligación, se reduce el riesgo y, con ello, el costo de intervenir en esa transacción financiera. En la Argentina, recientemente, han tenido un desarrollo importante los fideicomisos que se utilizaron para formar fondos con créditos, por ejemplo, originados en el mercado de consumo durable. Al ser incorporados en las carteras de fondos, estos instrumentos ganaron liquidez y transparencia. En todo el mundo, la demanda de los FCI es clave para darle liquidez a los mercados de estos productos estructurados; y la liquidez es central para mejorar la transparencia en el proceso de formación de precios.

Un segundo ejemplo de cómo los emisores pueden favorecerse con la acción de los FCI es la experiencia de los Fondtesoros en España. En este caso, el emisor que se benefició de manera sustancial fue el sector público. Por su importancia como ejemplo de posible vía de promoción de la industria en nuestro país vale la pena describir brevemente las características de este producto. Los Fondos de Inversión en valores del Tesoro - Fondtesoro – aparecen en 1990. Los Fondtesoros son una modalidad especial de Fondos de Inversión que invierten gran parte de su patrimonio en valores del tesoro. Suponen, para el inversor, una forma indirecta de invertir en esos valores; en lugar de comprar y retener directamente dichos valores, el cuotapartista accede a una cartera diversificada de Valores del Tesoro. Los Fondtesoro son promovidos y administrados por sociedades gestoras que firman con el Tesoro Público un convenio de colaboración que las obliga a cumplir determinadas condiciones, en particular, invertir un determinado porcentaje en valores del Tesoro; no sobrepasar ciertos tope máximos en las comisiones y gastos cargados al Fondo y al cuotapartista; y establecer montos mínimos de inversión bajos. A cambio, el convenio les permite usar la marca Fondtesoro y gozar del apoyo publicitario del Tesoro Público.

Los Fondtesoro actúan dentro de un régimen de capitalización y, por lo tanto, no distribuyen los rendimientos, sino que los reinvierten dando mayor certidumbre de financiamiento al Gobierno. A cambio de esto, el cuotapartista se beneficia de un trato fiscal favorable, es decir, no tributa mientras no se produzca el reembolso de las cuotapartes. La inversión en los Fondtesoro está abierta a todas las personas que lo deseen y que estén dispuestas a efectuar la inversión mínima correspondiente, que es muy baja (300 €).

A través del tiempo, las normas que rigen los Fondtesoros se fueron flexibilizando, y se crearon nuevas modalidades para dar mayor plasticidad al instrumento, ampliando las posibilidades de inversión en valores distintos a los valores del Tesoro y permitiendo la inversión, hasta un porcentaje determinado de su cartera, en valores de renta variable y de renta fija privada que disfruten de una calidad crediticia adecuada.

Además de las ventajas para el sector público, el esquema es particularmente positivo para el inversor minorista. El fondo le permite a éste último acceder a una cartera que está más diversificada en bonos públicos y que es líquida, ya que el inversor puede retirarse del Fondo, en parte o totalmente, en cualquier momento con sólo solicitar a la Sociedad Gestora el reembolso de sus participaciones. Para garantizar esta liquidez las Sociedades Gestoras mantienen una parte de los recursos en efectivo. El instrumento es seguro pues, además de las regulaciones, el Tesoro Público vigila el cumplimiento de las cláusulas del convenio que tiene suscrito con estas entidades en aspectos como composición de la cartera, comisiones, información, etc. Es tributariamente beneficioso, pues los Fondtesoro permiten al inversor no pagar impuestos por los rendimientos que genere su participación en la cartera del fondo hasta que no se produzca el reembolso de su participación. Cuando éste se produce, el inversor tributa por la diferencia entre el valor al que adquirió las participaciones y el valor de reembolso de las mismas; el impuesto es del 18%.

III. Generación de valor en la industria de los FCI y desarrollo financiero

En el capítulo anterior se resaltaron las ventajas que tiene la industria para los agentes individuales. Pero queda pendiente la pregunta de por qué la industria está en condiciones de brindar esas ventajas. Esto es, no se profundizó lo suficiente en la cuestión de cómo es que la industria genera valor. En este capítulo se analizará ese tema.

Entender la forma en que las finanzas agregan valor no es sencillo. A la teoría económica le llevó su tiempo: finanzas es una de las ramas más recientes de la economía y está aún en desarrollo. Por otra parte, un buen número de las personas que realizan transacciones financieras lo hacen con la sospecha íntima de que esas transacciones no “producen” nada, es decir, la actividad financiera consiste en intercambiar papeles que representan títulos de propiedad sobre cosas que o bien ya existen o bien serán producidas por agentes distintos a los que intermedian en la transacción. Las investigaciones más recientes, sin embargo, han logrado clarificar por qué las finanzas crean valor. La estrategia fue poner el foco en las funciones que cumplen las finanzas en la economía. Más específicamente, esas funciones son cinco:

1. Intermediar entre el ahorro y la inversión.
2. Asignar el riesgo y proveer instrumentos para su manejo.
3. Reducir los costos de información y monitoreo.
4. Proveer un sistema de pago y manejo de la liquidez.
5. Asegurar condiciones para el progreso financiero.

Las organizaciones que cumplen estas funciones son variadas, van de las instituciones de intermediación financiera –como los bancos– hasta instituciones que manejan dinero de terceros y lo invierten en papeles ya existentes, como los fondos de inversión colectiva. Aunque son diferentes, existe una interacción muy estrecha y muy fructífera entre las instituciones de intermediación financiera y la industria de fondos. En efecto, por una parte, los FCI se benefician de la acción de los intermediarios, pues la variedad de vehículos de inversión colectiva que la industria de fondos podría crear sería muy limitada si las instituciones de intermediación financiera y otras organizaciones de los mercados de valores no intervinieran en la emisión primaria de los papeles que los fondos necesitan para integrar sus carteras. De aquí que las posibilidades de crecimiento de la industria estén muy condicionadas por el nivel de desarrollo de la intermediación financiera que constituye su entorno.

Pero, por otra parte, la industria de los FCI contribuye al desarrollo financiero al generar una mayor demanda de los papeles que la intermediación financiera genera.

A partir de los hallazgos sobre las funciones de las finanzas, un camino bastante directo para comprender el proceso por el cual los FCI crean valor y contribuyen al desarrollo financiero es analizar el aporte que la industria de los FCI hace a cada una de las cinco funciones antes señaladas, y mostrar por qué ese aporte es valioso, específico de la de industria y adicional al aporte que realizan la intermediación financiera y otras instituciones de los mercados de capital. O, dicho en otras palabras, si la industria de los FCI genera valor agregado y contribuye al desarrollo financiero, sus actividades deben reflejarse en un cumplimiento más eficiente de alguna(s) de las cinco funciones listadas y, por ende, en menores costos de intermediación y en la incorporación de nuevos participantes en los mercados financieros. Esto puede ocurrir por ganancias de eficiencia y la introducción de innovaciones en los productos financieros por parte de los FCI y puede ocurrir, también, por mejoras en la disponibilidad de los “insumos” aportados por el gobierno (regulaciones) y el sector privado (títulos valores) que, al mejorar el ambiente del negocio, crean un campo fértil para el desarrollo de la industria. A continuación, se discutirán estos temas. Para organizar el análisis e identificar ventajas y debilidades de los FCI se usará, como guía, las cinco funciones ya señaladas.

1. Intermediación entre el ahorro y la inversión

La función de intermediación entre el ahorro y la inversión, que cumplen las instituciones financieras, mejora la asignación de los recursos, porque los sectores que ahorran no necesariamente tienen los mejores proyectos de inversión y quienes cuentan con esos proyectos no necesariamente poseen los recursos para llevarlos a cabo. Entre los segmentos de la población que generan un superávit para prestar se encuentran, típicamente, las personas que ahorran para enfrentar contingencias futuras como accidentes, enfermedades o vejez; las que desean aumentar su patrimonio para incrementar la herencia de sus hijos; empresas con excesos de flujo de caja; inversores institucionales y extranjeros. Del lado de quienes poseen proyectos de inversión se encuentran las firmas ya establecidas con proyectos rentables, los nuevos emprendedores e innovadores, el Estado y tomadores del exterior. Lo que gana la sociedad al vincular a estos agentes por la vía de la intermediación es la diferencia entre lo que obtendría el ahorrista en el mejor uso que podría darle a sus recursos por sí mismo, y el mayor rendimiento que logra al prestarlo a alguien con un proyecto mejor, neto de los costos de la intermediación financiera.

Cumplir con esta función es complicado. Los proyectos de inversión suelen requerir sumas elevadas, aportadas de una sola vez y que deben inmovilizarse por un tiempo a veces prolongado. Esto implica que, por una parte, será necesario agregar recursos aportados por una gran cantidad de ahorristas y, por otra, lograr que esos recursos permanezcan en el fondo compartido durante el período requerido por el proyecto de inversión. Dada la diversidad de motivos para ahorrar, está claro que será trabajoso agrupar una suficiente cantidad de ahorristas que compartan sus motivos de forma tal de agregar una cantidad suficiente de recursos en un solo fondo. Además, aún si los ahorristas coincidieran en esto, todavía sería necesario que las preferencias de los ahorristas coincidan con los plazos de inmovilización de fondos que los tomadores necesitan para llevar a cabo sus proyectos. Para compatibilizar las necesidades de los que tienen proyectos con las preferencias de los ahorristas se necesita una gran plasticidad en los instrumentos de intermediación. Las instituciones de intermediación que participan de este proceso –como por ejemplo los bancos de inversión– son de gran ayuda en la emisión primaria de papeles por parte de quienes quieran financiar un proyecto. Pero esos papeles tienen una variedad limitada, y los intermediarios suelen tener dificultades para colocarlos entre el público minorista.

Es aquí donde entra la industria de los FCI. Su función es crear la diversidad que falta de forma de adaptar mejor los instrumentos a las necesidades tanto de oferentes como de demandantes y hacerlo a bajo costo, de manera que el inversor minorista pueda, también, participar del proceso. En

esencia la estrategia es combinar los papeles existentes de forma que el agregado tenga las características de diversidad deseadas. Cuando la industria de los FCI es reducida, esa diversidad no se crea y, aún cuando coincidieran globalmente la oferta y la demanda de fondos, la falta de adaptación en los perfiles de plazo, riesgo, etc. deseados por oferentes y demandantes haría imposible la transacción. Sería como si existiera una suficiente cantidad de tela para satisfacer la demanda global de vestimenta, pero no existiera la tecnología para fabricar prendas de diferentes talles o sólo existieran tiendas mayoristas.

¿Cómo cumplen esta función los FCI? En primer lugar, son un vehículo para solucionar el problema de agregar pequeños fondos de ahorro y canalizarlos hacia proyectos de inversión que demandan fondos que deben desembolsarse de manera conjunta. La industria de FCI ha demostrado ser muy eficiente para agregar sumas relativamente pequeñas de ahorros de las familias, las cuales constituyen el segmento principal de usuarios en los países con mayor desarrollo financiero. Al agregar y canalizar fondos de manera profesional y centralizada, la sociedad gerente del FCI puede abaratar los costos de transacción explotando economías de escala en la compra y venta de acciones y bonos; además, puede acceder a la compra de valores cuya emisión se realiza en lotes de montos muy altos, como ocurre con la deuda pública que suele colocarse en grandes volúmenes.

Por supuesto, los bancos también pueden agregar y canalizar pequeños montos de ahorro. Sin embargo, hay una distinción importante: a diferencia de los bancos que otorgan préstamos cuyo valor no cotiza en mercados públicos, en el caso de los FCI el valor y la composición de la cartera es transparente para el ahorrista. Los FCI aumentan la competencia y la transparencia del sistema de intermediación, y hacen que la parte menos informada de la transacción, que es el ahorrista, mejore su posición.

Los FCI también contribuyen a hacer compatibles el perfil de la oferta y el de la demanda de fondos en lo que hace a preferencias de plazo. Los FCI realizan esta función por la vía de perfeccionar la tarea de los mercados de valores. Los mercados de valores son esenciales para hacer compatibles las necesidades de inmovilizar recursos en proyectos a largo plazo por parte de las firmas y el Estado, por un lado y, por otro, las preferencias por liquidez del pequeño ahorrista o de quien maneja el flujo de caja de una empresa o realiza inversiones institucionales. Al existir un mercado organizado donde se pueden comercializar bonos de largo plazo y acciones, los fondos quedan inmovilizados en proyectos productivos y el ahorrista conserva, simultáneamente, la posibilidad de hacer líquida su inversión vendiéndola en el mercado. Debe asumir, obviamente, el riesgo de que el precio sea distinto al esperado al momento de vender. Los FCI perfeccionan esta tarea de los mercados de valores por la siguiente razón: cuando los montos a invertir son pequeños, el ahorrista sólo puede comprar una cantidad limitada de bonos y acciones. Ello implica que tendrá sus inversiones muy poco diversificadas, asumiendo un mayor riesgo de incurrir en pérdidas si necesita liquidez en un contexto de mercados a la baja. Además, incurrirá en costos proporcionalmente mayores al pagar las comisiones por “entrar” y “salir” de diferentes papeles. Al adquirir cuotas de un fondo con una gran diversidad de papeles, el cuotapartista accede de forma más barata a un portafolio más diversificado y, al mismo tiempo, retiene la posibilidad de deshacerse de su cuota cuando lo desee. Al reducir el costo y los riesgos de utilizar los mercados de valores, los FCI contribuyen a movilizar el ahorro y canalizarlo con mayor eficiencia a su mejor uso.

2. Reducción de los costos de información y monitoreo

La segunda función básica de las finanzas es la de reducir los costos de información y monitoreo del uso de recursos por parte del tomador de fondos. Los costos de información pueden ser altos porque es necesario detectar la oportunidad de negocios de intermediación. Esto implica informarse, por un lado, sobre quiénes desean prestar fondos o desprenderse de un riesgo y, por otro, averiguar cuáles son los mejores candidatos para tomar esos fondos o para hacerse cargo del riesgo que se quiere trasladar. Asimismo, una vez realizado el contrato es necesario monitorear que, ya realizada la transacción, quienes participan de ella cumplan lo pactado. Quien acepta una promesa de pago diferido al prestar o

trasladar un riesgo y renuncia a controlar parte de su patrimonio poniéndolo en manos de otro agente asume un riesgo importante. De aquí que un servicio que los acreedores esperan de los intermediarios financieros es que tal riesgo sea manejado de manera eficiente. Está claro que si un ahorrista desea un mayor retorno deberá asumir un mayor riesgo, pero el punto es que el intermediario debe garantizarle que la remuneración que está recibiendo por asumir ese riesgo es la que corresponde.

Así, si los intermediarios realizan bien este servicio deberán especializarse, por una parte, en recoger información para identificar a quienes tienen los mejores proyectos –desde instalar una planta y realizar inversión pública hasta brindar un seguro– y, por otra, en desarrollar técnicas para monitorear el desempeño del tomador de forma que éste cumpla con la promesa de devolver los fondos bajo las condiciones pactadas. Nótese que esta función es vital para el crecimiento económico, es decir, se seleccionan los mejores proyectos y aumenta la probabilidad de que los mismos sean efectivamente realizados.

Dos técnicas básicas para lograr esto por la vía privada en relación con los mercados de bonos y el crédito bancario son las de solicitar activos en garantía (como en el caso de hipotecas) e incentivar la buena conducta reduciendo el costo del crédito para quienes tengan alta reputación crediticia por haber cumplido con promesas de pago previas. Otro aspecto central es que existan reglas de gobierno corporativo efectivas para defender los intereses de los accionistas minoritarios.

Todas estas tareas de información y monitoreo están a cargo de las instituciones de intermediación y los FCI no participan directamente en esto, ya que los FCI, en general, no realizan un monitoreo directo de la inversión ni tienen incidencia en las estructuras de gobierno de las firmas o en la definición de las políticas públicas. A pesar de ello, juegan un rol muy importante en cuanto a mejorar la función de información y monitoreo. Hay varias razones.

En primer lugar, al comprar y vender bonos de deuda privada y pública en los mercados, los fondos castigan a aquellas empresas que no cumplen con una cierta calificación crediticia ya que, por cuestiones regulatorias, los fondos no pueden invertir en papeles de deudores privados u oficiales que no cuenten con un nivel mínimo de calidad crediticia. Además, cuando cuentan en cartera con bonos privados o públicos, pueden castigar el mal gobierno corporativo o las malas políticas públicas desprendiéndose de los papeles de las firmas o gobiernos “malos” que tienen en cartera. De esta forma, al tiempo que prestan a largo plazo, por la vía del monitoreo de corto plazo generan incentivos para el buen comportamiento del deudor. Esto presiona en el sentido de mejorar el gobierno corporativo y las políticas públicas. En segundo lugar, lo mismo ocurre con las acciones: las firmas que tienen una mala disciplina corporativa tendrán problemas para emitir acciones con un costo de capital conveniente. En tercer lugar, un fondo bien administrado tampoco depositaría fondos en un banco que no controla la calidad de sus deudores, y esto genera incentivos para que los bancos mantengan una cartera de crédito sana y cumplan con las regulaciones bancarias.

3. Asignación y manejo de riesgos

Las transacciones financieras implican un intercambio de dos cosas; promesas de pago diferido en el tiempo y riesgos. Con gran frecuencia ocurre que una de las partes está deseosa de realizar la transacción relativa al pago diferido o préstamo (por ejemplo, invertir hoy en un fondo para su retiro), pero no lo está de aceptar el riesgo que ello implica. La tercera función de la intermediación financiera se relaciona justamente con esto: facilitar el manejo de los riesgos de forma que éstos no impidan la realización de las operaciones de préstamo. Históricamente, las instituciones de intermediación han desarrollado una serie de estrategias para mitigar los riesgos y reasignarlos. Pero más allá de los aportes de estas instituciones, la industria de fondos, en las últimas décadas, ha estado haciendo aportes significativos al gerenciamiento de riesgos, complementando la tarea de los intermediarios financieros. En realidad, es en la provisión de instrumentos para el manejo de la incertidumbre donde la industria de fondos ha demostrado de manera más contundente su capacidad para generar valor.

La generación de valor por parte de los FCI en relación con el riesgo discurre por tres canales básicos. El primero es la diversificación. La diversificación de carteras es una de las estrategias más poderosas para el manejo de riesgos, y ya se ha señalado anteriormente que un fondo es un instrumento especialmente apto para este fin. El segundo canal se relaciona con el hecho de que los fondos facilitan la comercialización en los mercados organizados de instrumentos que son necesarios para separar el componente de riesgo del componente de crédito en las operaciones financieras. Como ya vimos, esos instrumentos son los derivados y los estructurados que permiten separar y vender aparte los riesgos implícitos en operaciones de préstamo. Como los fondos son demandantes muy importantes de esos instrumentos, proveen incentivos para que los intermediarios los generen. En particular, en los últimos años, los fondos han promovido de manera significativa el proceso de titulización.

4. Generación de medios de pago y de liquidez

Una cuarta función fundamental de las instituciones de intermediación financiera es la de generar medios de pago. Antiguamente, la función de medio de pago la cumplían mercancías con determinadas características, como el oro o la plata. En la actualidad, esta función la cumplen diversos instrumentos financieros. Los intermediarios que cuentan con ventaja para realizar esta función son, como es sabido, el Banco Central que emite base monetaria y los bancos comerciales que manejan depósitos de diferente duración.

Si bien no actúan directamente en el sistema de pagos, los FCI tienen un papel cada vez más relevante en el manejo de la liquidez, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, a través de los fondos de mercado de dinero. Este servicio tiene gran desarrollo en el Brasil. En la Argentina también opera a través de los fondos de plazos fijos y de mercado monetario. Estos instrumentos crean valor en el tramo corto del mercado porque permiten asignar el máximo de recursos al financiamiento con el mínimo sacrificio de liquidez. Cuando el regulador impone una separación estricta entre la gestión de los FCI y los intereses de los bancos, los fondos de dinero son un instrumento idóneo para generar competencia en la producción de vehículos para la generación de liquidez y eso beneficia al inversor de corto plazo. Los fondos de dinero también juegan un rol en cuanto ayudan a “completar” la curva de rendimientos en el tramo de corto plazo, mejorando así la eficiencia del proceso de formación de precios (ver más abajo).

Los FCI pueden ser funcionales para la protección del sistema de pagos en la medida que hacen posible una separación más estricta entre los bancos que administran los medios de pago y están apalancados, por un lado; y los agentes que toman riesgos asociados con el crédito a más largo plazo, las acciones y los instrumentos derivados, por el otro.

5. Asegurar condiciones para el desarrollo financiero

La quinta y última función que debe cumplir la estructura financiera de un país es la de crear las condiciones para su propio desarrollo. Esta función es particularmente importante porque la actividad financiera tiene un rasgo que le es específico: en todos los países del mundo existen aún importantes mejoras a realizar en las cuatro funciones ya comentadas y, adicionalmente, todavía hay amplios segmentos de la población excluidos de la intermediación financiera. Por supuesto, la distancia por recorrer es mucho más larga en los países emergentes, pero ello no significa que la que resta en el mundo desarrollado sea corta.

Se habla de desarrollo y no de crecimiento, pues no todo crecimiento de las actividades financieras genera desarrollo financiero. Para que exista desarrollo se deben dar tres condiciones: primero, aumento en la oferta de instrumentos en cantidad, variedad y sofisticación; segundo, incorporación progresiva de los segmentos de la población y las organizaciones que no tienen acceso a los mercados; tercero, estabilidad sistémica. Tanto la experiencia internacional (ver capítulo siguiente)

como la teoría de las finanzas indican que la expansión de la industria de los FCI aporta de manera significativa en relación con cada una de las tres condiciones mencionadas.

El análisis que ya hemos realizado en relación a las fuentes de generación de valor en la industria indican que los FCI tienen ventajas comparativas claras en relación con la primera condición; está en la esencia de la industria crear nuevos vehículos de inversión que aumenten la cantidad y variedad de opciones disponibles, y permitir una mayor adaptación entre el perfil de riesgo/horizonte del inversor y el del emisor y dando mayores opciones al inversor institucional y al calificado.

La industria también contribuye a fortalecer la segunda condición del desarrollo financiero, ya que la expansión de sus oportunidades de negocio está íntimamente ligada con la incorporación de una clientela que o bien está excluida de los mercados de capital, o bien no se le ofrecen carteras adaptadas a sus necesidades. Por el lado de los inversores, ya se remarcó que los FCI son particularmente útiles para incorporar al pequeño inversor minorista. Por el lado del emisor, al facilitar el proceso de titulización y dar mayor liquidez a los mercados de valores, la industria contribuye indirectamente a incrementar el acceso al crédito de los agentes cuyas deudas se titulan. Es el caso, por ejemplo, de la titulización de hipotecas o el crédito de corto a Pymes vía el armado de carteras de papeles de corto plazo o de cheques diferidos. Así, en el proceso de buscar adaptar sus productos al perfil de demanda de los inversores, la industria de los FCI puede cumplir un rol estratégico en cuanto a innovación financiera.

¿Tienen los FCI un papel en relación con la tercera condición para el desarrollo financiero, relativa a la estabilidad sistémica de la estructura de intermediación? La respuesta es afirmativa: la expansión de la oferta de la industria tiene potencial para consolidar la estabilidad financiera. Aunque esto no implica pasar por alto el hecho de que también podría, bajo ciertas circunstancias, debilitar esa estabilidad. Para potenciar los efectos positivos y evitar los negativos es vital que la estructura regulatoria cumpla con requisitos mínimos de calidad.

Una primera razón por la cual los FCI pueden ser funcionales a la estabilidad sistémica es que ayudan a controlar la labor de los intermediarios financieros, que tienen a su cargo la generación primaria de instrumentos financieros. Esto es crítico pues estos intermediarios tienen un papel central en hacer respetar los derechos de acreedores y deudores y, por ende, en despejar las amenazas a la estabilidad. Para minimizar la probabilidad de no pago, los intermediarios deben seleccionar y monitorear a los deudores de manera correcta. Pero siempre pueden aparecer incentivos para que el intermediario ejecute esta función deficientemente, y actúe de forma de maximizar los beneficios propios sin demasiados miramientos por los del inversor que representa. Esto ocurre cuando la asignación de crédito se hace sin mirar el riesgo y con el objetivo dominante de cobrar comisiones y honorarios por intermediar. Como en general los intermediarios están mucho mejor informados que el ahorrista, la probabilidad de que esto ocurra no es menor. En realidad, dada la enorme asimetría de información entre los profesionales de la intermediación y los usuarios, ningún sistema financiero podría funcionar sin leyes y regulaciones que protejan a quienes dan el control de su propiedad a otros. Pero también es cierto que, cuando existe competencia, las mismas fuerzas del mercado ayudan en el disciplinamiento de los intermediarios financieros. Es aquí, justamente, donde aparece el aporte de los FCI. La existencia de la industria aumenta la competitividad del sistema porque, por una parte, rivaliza con los bancos y otras entidades por el favor de los ahorristas; y, por otra, los profesionales a cargo de los fondos están en mejores condiciones para discriminar entre diferentes opciones de inversión que el ahorrista, y esto obliga a que los intermediarios y los emisores de títulos actúen con mayor cuidado. Si no lo hacen, aumenta la probabilidad de que sean castigados por el mercado. Un factor que actúa en igual sentido son las regulaciones que les impiden a los FCI adquirir papeles por debajo de una cierta calificación crediticia. Así, la mayor competencia inducida por los FCI se refleja en menores riesgos y ello beneficia a todo el sistema.

Obviamente, para que este beneficio se realice, la autoridad de regulación debe ser estricta en separar los intereses de las sociedades que manejan los FCI de los intereses de los bancos y otros intermediarios. También debe serlo a la hora de resguardar los intereses del cuotapartista; de lo contrario, podrían ser los gerentes del fondo los que no cumplieran con su tarea de gestionar correctamente las carteras a su cargo.

El desarrollo de la industria de los FCI puede favorecer la estabilidad sistémica por una segunda vía, que es el aumento de la profundidad y liquidez de los mercados. En efecto, como los FCI son gerenciados activamente, sus actividades aumentan la cantidad de transacciones en los mercados de capital y eso ayuda a que aumente la liquidez. Cuando la liquidez aumenta, las señales de precio son más confiables para todos los participantes, no sólo para los FCI. Por ejemplo, al arbitrar entre diferentes plazos y segmentos del mercado ayudan a “dibujar” una curva intertemporal de rendimientos más creíble. Esta curva, que muestra los rendimientos que el mercado está pagando por préstamos a diferentes plazos es vital para calcular el costo de capital de proyectos de distinta duración y para tomar decisiones respecto a cómo financiarlos. En los países en los que los inversores profesionales tienen poca actividad, habrá plazos en los que no se registran transacciones de títulos y, por ende, el mercado no brindará información sobre qué rendimiento esperar para ese plazo. Bajo estas condiciones, los agentes pueden tomar malas decisiones de endeudamiento, y ello puede traducirse en inestabilidad sistémica. Cuando el mercado da señales buenas y completas aparece un beneficio del cual todos los inversores se benefician sin tener que pagar por ello.

Un tercer factor para tener en cuenta al evaluar la relación entre los FCI y la estabilidad sistémica es que los fondos no están apalancados. Cuando un intermediario está apalancado, quiere decir que financió sus inversiones (por ejemplo, una cartera de préstamos en el caso de un banco) con crédito que obtuvo, a su vez, de otros agentes. Por lo tanto, si el intermediario tomó malas decisiones, eso repercutirá no sólo en su patrimonio sino, también, en el de quienes le prestaron. Por esta vía, los efectos de las malas decisiones se propagan en el sistema y pueden llevar, eventualmente, a un colapso. Los FCI, por el contrario, invierten sus propios fondos. En los períodos recesivos, el valor de la cuota parte y la riqueza del ahorrista son los que reciben el impacto y lo absorben sin transmitirlo al resto del sistema, debido a la falta de apalancamiento crediticio del FCI. En consecuencia, los efectos de las malas decisiones quedan encapsulados dentro de los límites del fondo. Esto hace que la mala gestión de un FCI tenga consecuencias sistémicas mucho más acotadas que las asociadas con la mala gestión de un banco.

De hecho, debido a que las recientes turbulencias han estado muy relacionadas con un apalancamiento excesivo en los países desarrollados, los FCI podrían tener una ventaja competitiva en la evolución futura de las finanzas. Muy probablemente serán percibidos como un factor que podría jugar un rol positivo para la estabilidad del sistema. Así, si la reacción de la autoridad de regulación en el futuro es la de limitar de manera significativa el apalancamiento exigiendo mayor capitalización de los intermediarios, la ventaja comparativa de la industria de los FCI como vehículo no apalancado para la toma de riesgos se verá, sin dudas, potenciada.

IV. Las condiciones para el desarrollo de los FCI y la experiencia internacional

Para evaluar el papel, tanto actual como potencial, de la industria de FCI en la Argentina resulta útil pasar revista a las diferentes experiencias internacionales, a fin de comprender mejor cómo las características del entorno nacional e internacional afectan el desarrollo de esa industria.

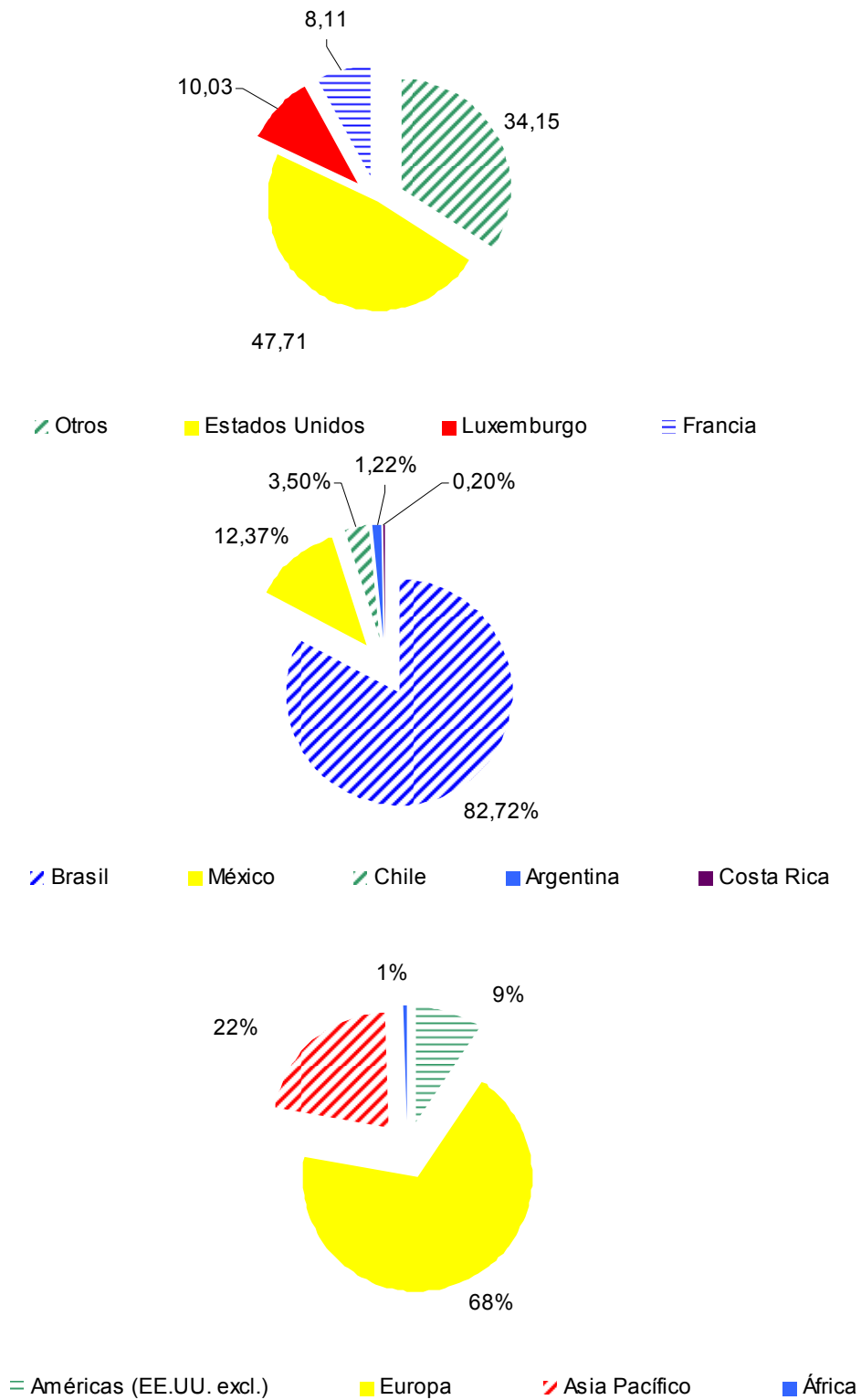
1. Riqueza, movilidad social y FCI

Como ya se mencionó, el tamaño de la industria de los FCI está asociado positivamente con el nivel de ingreso *per cápita* de la sociedad (ver Gráfico 1). No sorprende, entonces, que la industria más importante del mundo, por tamaño, esté localizada en los Estados Unidos. Asimismo, si se excluye a los Estados Unidos, la mayor proporción de los fondos se encuentra en Europa, seguida por Asia y luego América Latina (ver Gráfico 5). En América Latina, el país que cuenta con una industria de mayor tamaño es Brasil, seguido por México y Chile. La Argentina tiene una participación muy inferior a la que se esperaría en función de su riqueza relativa.

Esta evidencia sugiere que, a medida que la sociedad se enriquece, se hacen más necesarios los servicios de la industria de FCI. Esto es bastante esperable cuando se tienen en cuenta las transformaciones sociales, demográficas, culturales y económicas que acompañan el desarrollo y el aumento de la riqueza del ciudadano promedio.

Primero, cuando la sociedad es más rica, una mayor cantidad de personas tiene un nivel de ingreso que le permite acceder a bienes superiores. Aún si la distribución de la riqueza no cambia, el desarrollo impulsa la movilidad ascendente de millones de familias que pasan a acumular un patrimonio considerable, tanto bajo la forma de capital físico como humano. Es natural que demanden los servicios de la industria de los FCI para que les administren ese patrimonio. En los Estados Unidos, alrededor del 50% de las familias tiene acceso a la industria. Además, la participación de las familias es superior en el mundo avanzado que en el emergente, donde hay mayor participación de las firmas e inversores institucionales en la demanda de los FCI, sobre todo de corto plazo.

GRÁFICO 5
LA INDUSTRIA DE FCI EN EL MUNDO (2006)
(Participación en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de EFAMA.

Segundo, en los países desarrollados, el ascenso social implica inclusión de los individuos en la economía formal. Como es sabido, la informalidad y la exclusión social son características del subdesarrollo. La inclusión social cambia los hábitos culturales. Los trabajadores del mercado formal demandan servicios de seguro como salud, vida y retiro. Esto lleva al aumento de la demanda de fondos de inversión colectiva por dos razones. Por una parte, estos fondos son un instrumento adecuado para el ahorro a largo plazo. Por otro, quienes demandan seguros se incorporan a esquemas de ahorro contractual vía compañías de seguros y fondos de pensión. Estas compañías utilizan los FCI como vehículo de sus inversiones y ello coadyuva a aumentar la demanda por los servicios de la industria. En el mismo sentido, opera la demanda de las familias que ahorran directamente en un fondo voluntario para su retiro, como en el caso ya comentado del esquema de APV.

Tercero, dentro de los hábitos culturales que cambian con el aumento de la riqueza se encuentra el apetito por el riesgo. Cuando las personas tienen un patrimonio mayor, están más deseosas de asumir combinaciones de riesgo/beneficio menos conservadoras y ello genera demanda por innovaciones financieras que satisfagan ese mayor apetito. Nótese, por otra parte, que en la sociedad del conocimiento y la tecnología, una buena parte de la riqueza de los “nuevos ricos” de clase media está constituida por su capital humano. Ese capital es la fuente fundamental de sus flujos de caja. Sin embargo, a diferencia de una firma, cuando las personas tienen flujos excedentes de caja en su edad madura, no les conviene seguir invirtiendo en su propio capital humano. Aunque vivirán más que en el pasado, sería un muy mal negocio invertir en sí mismos, pues la productividad decae con la edad. No es como una empresa que puede invertir lo que no reparte en dividendos en la propia firma. Los particulares necesitan, por lo tanto, encontrar fuentes alternativas de inversión para trasladar su ahorro presente hacia el consumo en el futuro. Se crea, así, una oportunidad de negocios para los FCI.

Cuarto, en todos los países desarrollados se producen cambios demográficos que se traducen en el fenómeno conocido como *ageing* o envejecimiento poblacional. Esto naturalmente aumenta la demanda por esquemas de ahorro a largo plazo que sean eficientes. Además, alientan la globalización de las finanzas. Nótese que el *ageing* impulsa el ahorro pero, si miramos del lado de la inversión productiva, no necesariamente los proyectos de inversión con la mejor combinación riesgo/beneficio estarán en una economía que está envejeciendo. De ahí que aumenta la demanda por invertir en papeles del exterior. Los FCI tienen ventajas comparativas como vehículo para este tipo de inversiones. También hemos visto que se adaptan a las necesidades de fondos soberanos orientados a pasar a las futuras generaciones las rentas presentes de recursos naturales no renovables.

En suma, el grado de presencia de los FCI en la economía puede considerarse como un indicador del grado de movilidad social existente en la economía. En una economía en que la economía informal es muy grande, la propiedad del capital está muy concentrada y, además, el capital humano es escaso, los servicios de intermediación de los FCI son menos necesarios.

Obviamente, esto no quiere decir que el desarrollo de la industria de los FCI es inevitable a medida que la economía se desarrolla. La Argentina, sin ir más lejos, es un ejemplo de una economía donde el tamaño de la industria no condice con el nivel de riqueza acumulado. Esto implica que en nuestra economía, habrá servicios que no estarán disponibles para enfrentar los fenómenos antes mencionados, como el *ageing* o la acumulación de capital humano. Ya vimos que no existe un modelo único para el desarrollo financiero; así que podría ocurrir que otros intermediarios estén cumpliendo las funciones que no llena la industria de los FCI. Éste no es el caso en la Argentina, pues toda la estructura de intermediación está muy subdesarrollada.

¿Qué hace, entonces, en la Argentina, el segmento de la población que está en condiciones de generar excedentes de caja con su capital humano o que desea invertir para su vejez? La evidencia empírica indica que utiliza los servicios financieros de otros países para cumplir con este objetivo o invierte en activos poco productivos, como la adquisición de propiedades inmuebles. Los costos que paga la sociedad por invertir de esta forma son múltiples. Aquí, simplemente cabe mencionar que esas inversiones o bien tienen rendimientos muy bajos (como ocurre al atesorar dólares billete) o bien tienen alto costo de transacción y mantenimiento (como en el caso de las propiedades). Por otra parte,

esta estrategia de inversión crea un peso muerto para el desarrollo y, por ende, para la movilidad social de los grupos aún excluidos. Esto es así, porque detrás de todo peso de ahorro mal colocado se encuentra un peso de inversión productiva eficiente no realizado, o de capital humano no acumulado.

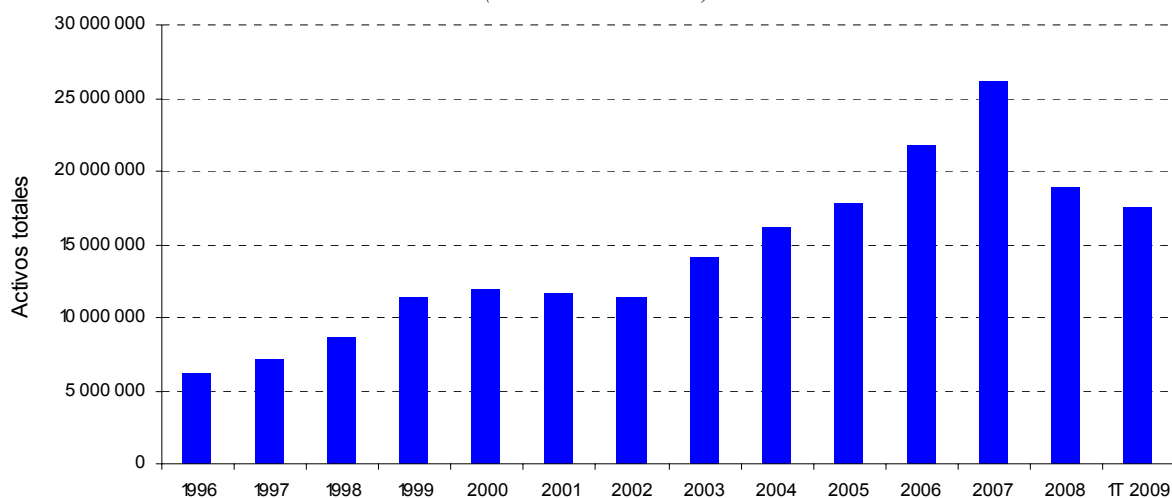
Por supuesto, las funciones que no realiza la industria de inversión colectiva podría, aunque sea en parte, realizarlas el Estado. Por ejemplo, históricamente, a través del sistema de jubilaciones y pensiones, el Estado ha jugado un rol central en convertir ahorro presente en consumo futuro. De hecho, es natural que el Estado intervenga en los períodos iniciales del desarrollo cuando es muy baja la proporción de personas que tienen capacidad de ahorro o trabajan en el sector formal. Asimismo, es natural que, por razones de equidad, el Estado se preocupe por garantizar, aún en estadios más avanzados del desarrollo, una cobertura mínima que abarque a toda la población. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, a medida que avanza el fenómeno de *ageing* y los fondos acumulados por una población más rica aumentan, la tarea del Estado se complica. El Estado recibe cada vez más fondos que debe invertir de manera correcta. Además, en una democracia, la población tiene estándares altos de demanda de transparencia en el uso de fondos. Por lo tanto, aún en un esquema de jubilación estatal, el Estado podría utilizar los servicios de la industria de los FCI para asignar sus fondos de mejor forma hacia la inversión y garantizar transparencia ya que la composición de los fondos es pública y los FCI están regulados por un ente público.

2. Factores macroeconómicos: crecimiento *versus* crisis

Las condiciones macroeconómicas influyen significativamente sobre la evolución de la industria de FCI. En particular, el crecimiento económico es un gran abono para su desarrollo mientras que la volatilidad y las crisis la perjudican seriamente.

La industria de FCI en el mundo creció de manera sistemática en el contexto de la llamada segunda globalización que se inicia a fines de los años setenta. Lo hizo de la mano del progreso económico que fue acompañado por las transformaciones sociales y económicas antes señaladas. Como América Latina fue una de las regiones con más problemas para crecer sostenidamente durante la segunda globalización, la expansión de los FCI fue menor en la región.

GRÁFICO 6
ACTIVOS TOTALES DE LA INDUSTRIA EN EL MUNDO 2000-IT 2009
(En millones de US\$)



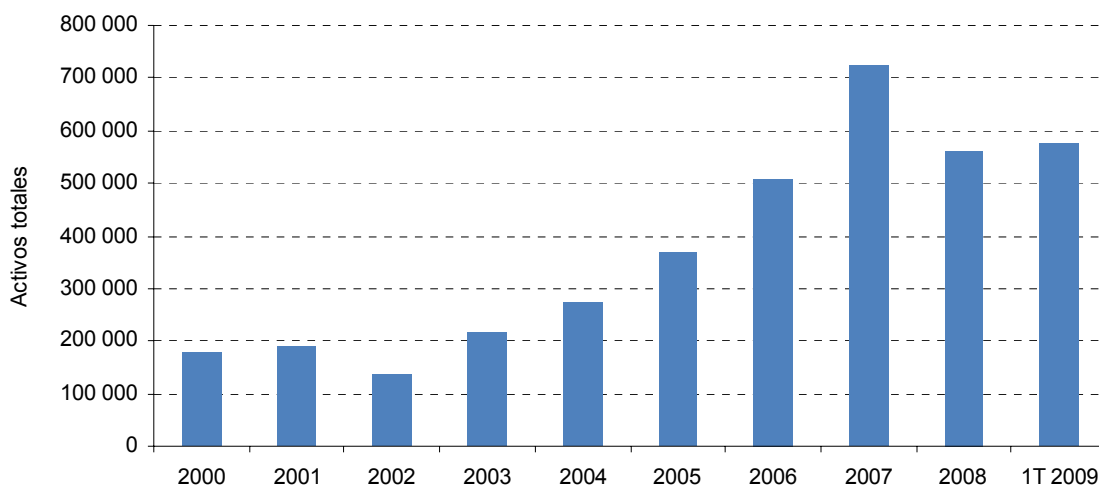
Fuente: ICI.

El proceso que se tradujo en la mayor difusión de los servicios de los fondos de inversión colectiva no fue lineal; hay tanto períodos de fuerte crecimiento como de retroceso, normalmente ligados a situaciones de estrés financiero. El crecimiento fue particularmente acentuado en la larga fase expansiva de la economía mundial que antecedió a los desequilibrios financieros que las economías avanzadas sufren en el presente. Como puede verse en el gráfico 6, los fondos crecen muy rápidamente hasta el año 2007, cuando los activos totales administrados por la industria en todo el mundo alcanzan un valor máximo de 26.1 billones. En el año 2008 caen como resultado de la crisis.

La velocidad con que se expanden los activos totales de los fondos durante los períodos de crecimiento sugiere que la demanda por los servicios financieros que provee la industria tiene una alta elasticidad en relación con el ingreso; es decir, la demanda por los servicios de los FCI tiende a subir más que proporcionalmente cuando el PIB per cápita sube y viceversa. Esto es consistente con la hipótesis de que se trata de un bien superior que es demandado con mayor intensidad a medida que la riqueza de los particulares aumenta y el apetito por riesgo también lo hace. Un estudio econométrico realizado por el Banco mundial (Deepthi, y otros, 2003) reafirma este punto: muestra que un ingreso alto es clave y que los períodos en los que los retornos de los portafolios son altos son beneficiosos para el crecimiento de la industria.

La evolución de los FCI en la región en la década actual fue similar a la del resto del mundo. En los años que van de 2003 a 2008, la economía de América Latina registró el crecimiento económico más acelerado y sostenido desde la década de 1960 y, como se observa en el Gráfico 7, la industria de FCI acompañó ese crecimiento.

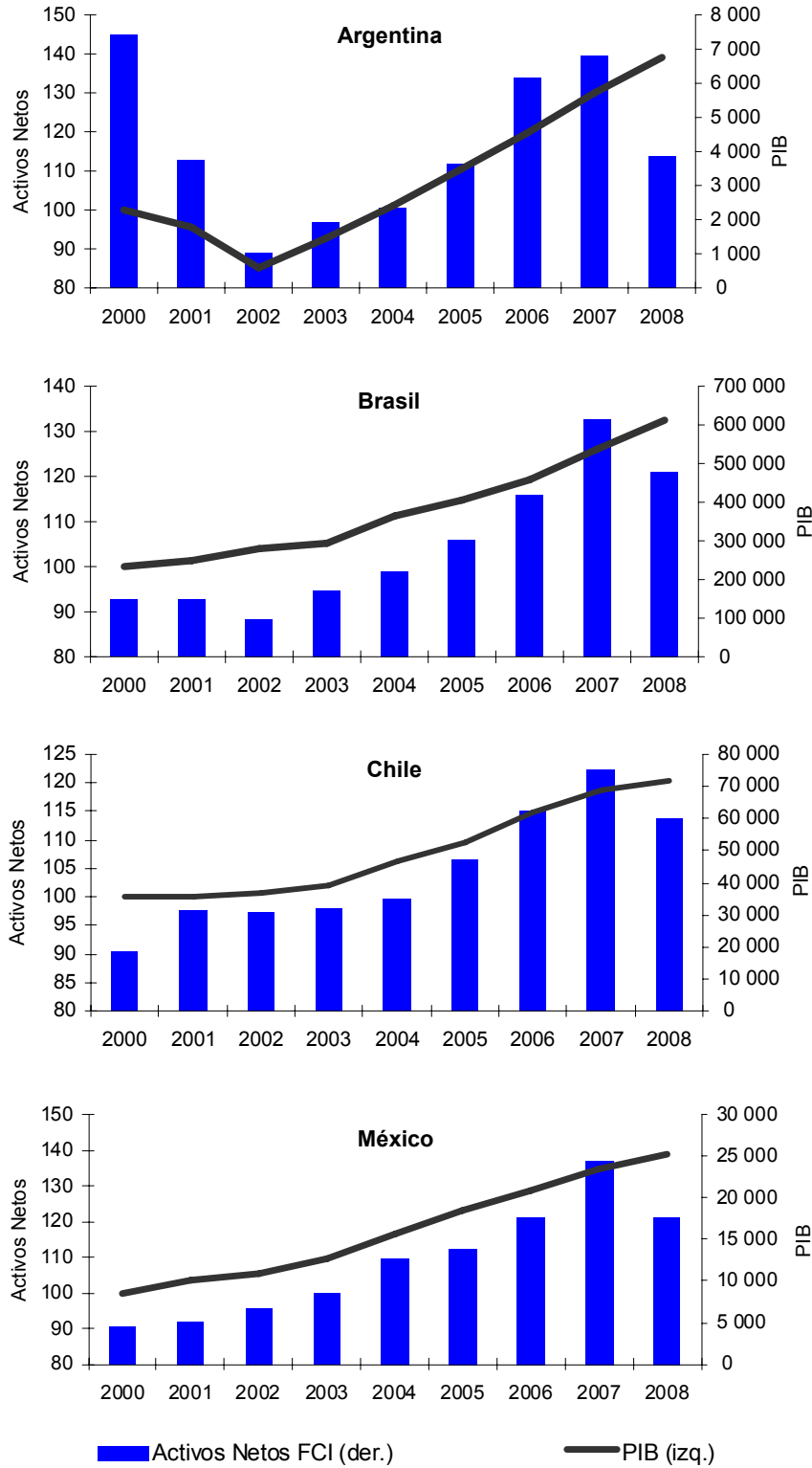
GRÁFICO 7
ACTIVOS TOTALES DE LA INDUSTRIA EN AMÉRICA LATINA 2000-IT 2009
(En millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de EFAMA.

Con el propósito de dar una visión más detallada de las evoluciones nacionales, el Gráfico 8 exhibe cuatro casos nacionales que sugieren que el proceso de expansión de la industria fue generalizado en todos los países en la etapa de crecimiento económico reciente. En los cuatro casos que se exhiben, la industria de FCI se expande en igual medida o supera el crecimiento del PIB. Por supuesto, también se observa que el tamaño de la industria se reduce por los efectos de la crisis en los países desarrollados. No obstante, como no se trata de un vehículo basado en el apalancamiento vía crédito, el impacto del *shock* quedó relativamente “encapsulado” bajo la forma de una reducción en la riqueza de los cuotapartistas por la caída en las cotizaciones sin expandirse, por la vía del desapalancamiento, a otras entidades de intermediación. También hubo una presión negativa sobre los fondos de dinero debido al proceso de fuga hacia la calidad.

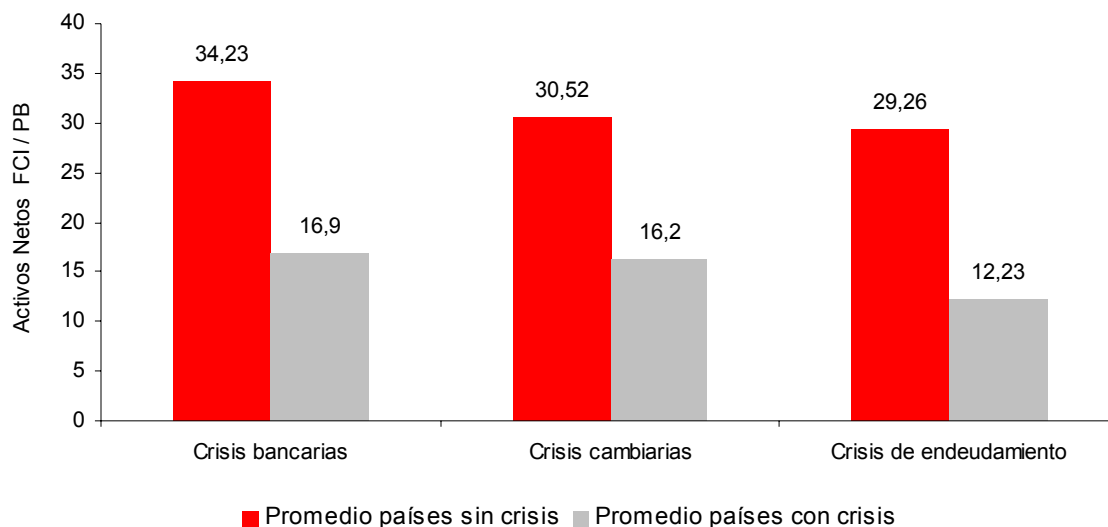
GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE FCI EN PAÍSES SELECCIONADOS
(2000 =100 y Millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de EFAMA.

Los fondos se ven muy afectados por las crisis financieras. Anteriormente se señaló el achicamiento del valor de los fondos a partir de 2008, en el marco de la crisis internacional. El gráfico 9 aporta evidencia adicional.

GRÁFICO 9
LOS FCI Y LAS CRISIS
(Activos Netos FCI / PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de EFAMA y Laeven y Valencia (2008).

Utilizando datos hasta 2007, el gráfico 9 muestra los efectos que tienen sobre la industria de FCI los tres tipos de crisis que son más frecuentes en los países emergentes: las bancarias, las cambiarias y las de endeudamiento público. Estas últimas parecen ser las más dañinas para la industria pero, en todos los casos, los países que no pasaron por alguna de esas crisis exhiben un desarrollo mayor de los FCI. Esto permite anticipar que la industria en los países desarrollados se verá afectada por la crisis actual y, lo que es también importante, este hecho podría representar, paradójicamente, una ventana de oportunidad para el crecimiento de la industria en los países emergentes que logren capear el temporal y evitar una crisis. Por ahora, la crisis ha encontrado a los países latinoamericanos con mejores fundamentos macroeconómicos que en el pasado y ello es muy positivo.

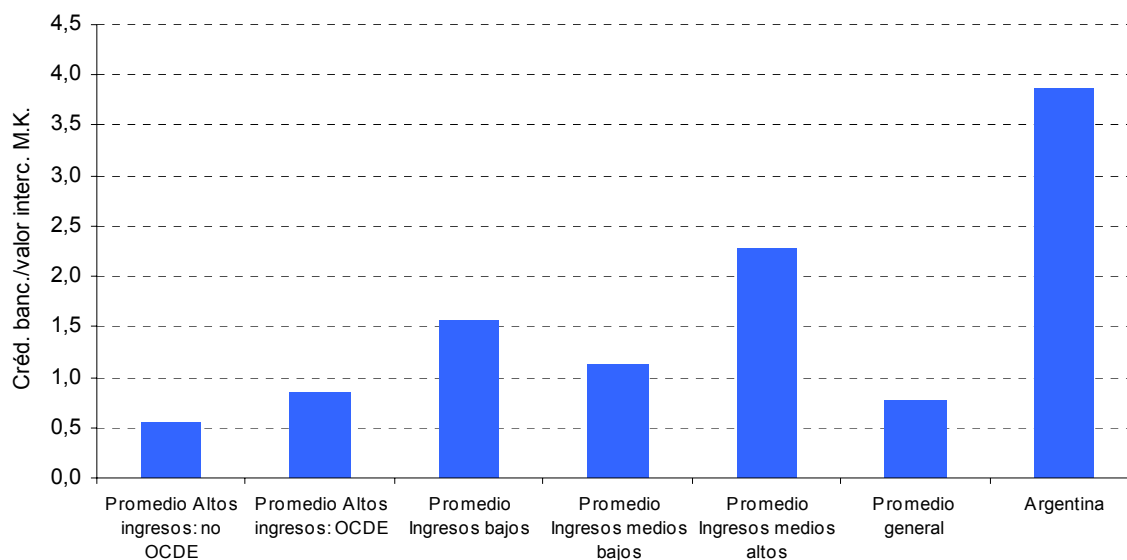
En suma, hay dos puntos para subrayar. El primero es que los países que crecen deben estar preparados para absorber una demanda creciente de los servicios provistos por los FCI, debido a que se trata de un servicio que tiene alta elasticidad de demanda. El segundo es que la estabilidad macroeconómica y apropiada regulación y supervisión de la industria son muy importantes para el desarrollo de la misma, ya que reducen la probabilidad de ocurrencia de crisis.

3. FCI, modelos de intermediación y globalización

La industria de FCI opera con papeles emitidos por intermediarios financieros y, por lo tanto, no interviene directamente en los actos de emisión y extinción de los instrumentos que utiliza. Como los bancos y mercados de valores son los encargados de tales actos, es lógico que la evolución de la industria de FCI dependa, en parte, de las características del sistema bancario y de los mercados de valores. Como los instrumentos financieros pueden, además, ser emitidos en el exterior; también influye el grado de apertura financiera de las economías, así como las transformaciones tecnológicas e institucionales que “acortan” la distancia entre las finanzas locales y las globales.

Un factor muy importante para los FCI es si la estructura de intermediación es *bank-based* o *market-based*. Esto es, si en la estructura de intermediación predominan los bancos o los mercados de valores. Como se ve en el gráfico de barras anterior, los mercados de capital tienen mayor presencia en relación a los bancos en los países más avanzados y lo contrario ocurre en los países de ingreso medio. Así, en los países emergentes predominan los sistemas *bank-based*. Cabe notar, no obstante, que dentro del mundo desarrollado, Europa y Japón tienen una intermediación menos basada en mercados de valores que Estados Unidos e Inglaterra. El Gráfico 10 revela que en la Argentina el sesgo hacia la intermediación bancaria es aún más marcado que en el promedio de países de ingreso medio al que pertenece.

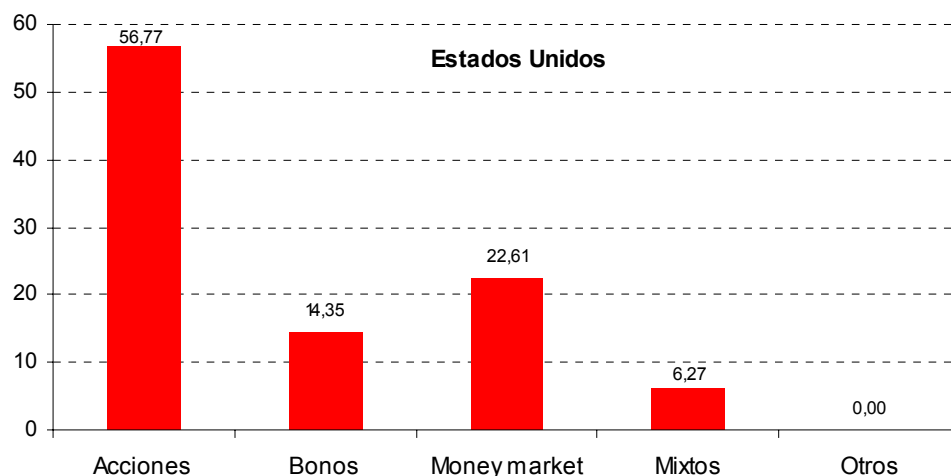
GRÁFICO 10
MODELOS DE INTERMEDIACIÓN POR REGIÓN
(Crédito bancario / valor intercambiado M.K.)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Beck y otros (2006 actualizado al 2009).

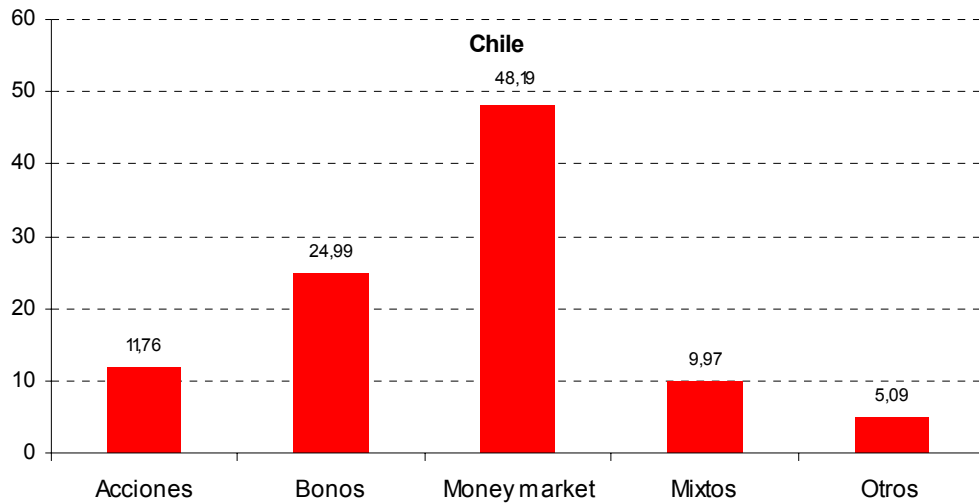
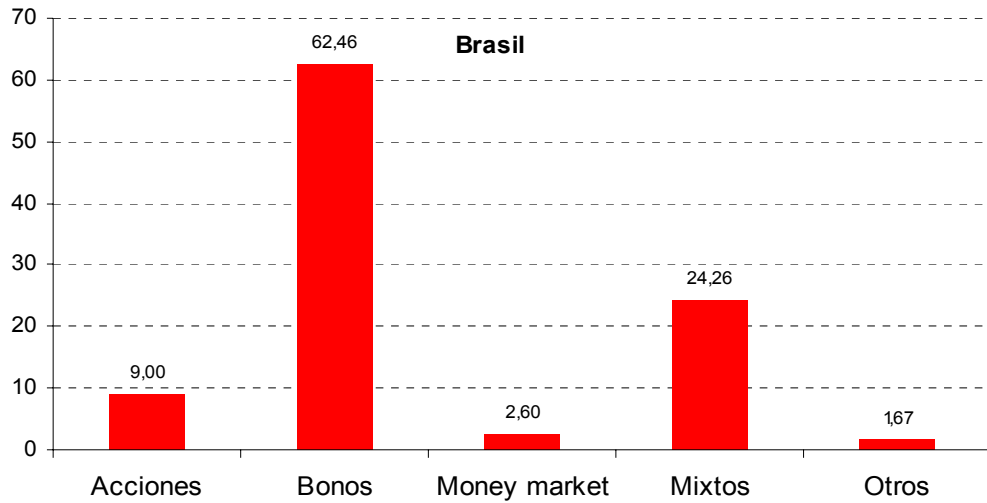
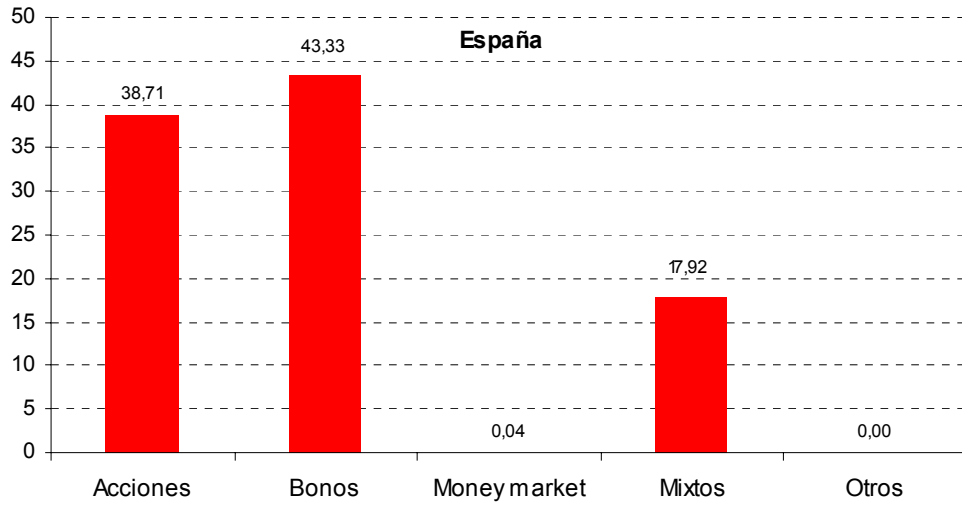
GRÁFICO 11
ESTRUCTURA DE FCI AGREGADOS EN PAÍSES SELECCIONADOS Y EN ARGENTINA, 2006

(a) Países Seleccionados



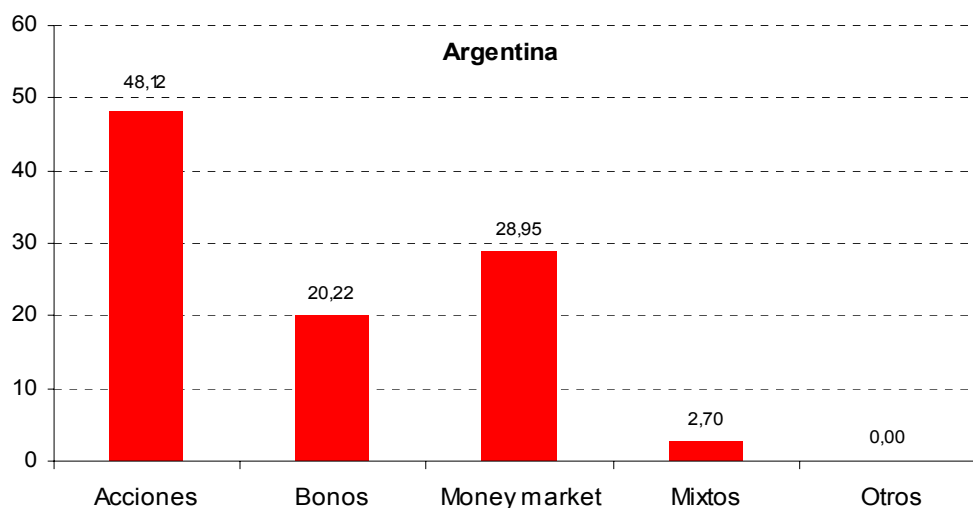
(continúa)

Gráfico 11 (continuación)



(continúa)

Gráfico 11 (conclusión)



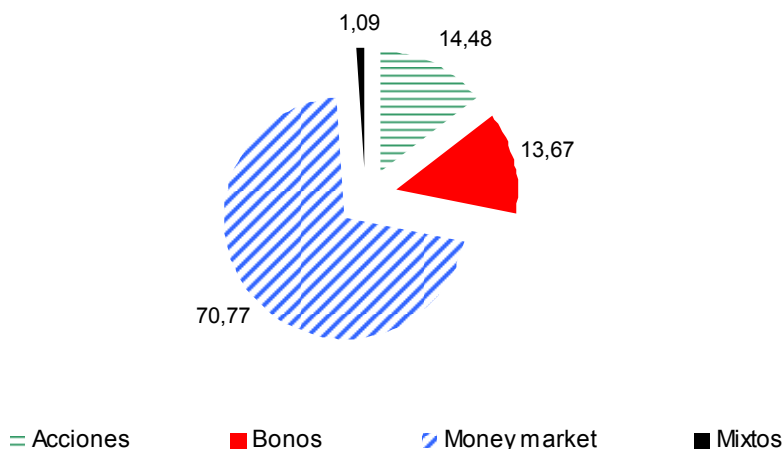
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de EFAMA.

En lo relativo a los FCI, en los sistemas *bank-based* tienen mayor presencia los fondos de dinero y los fondos de renta fija. En los que son *market-based*, por el contrario, tienen más presencia los fondos de renta variable y los bonos de largo plazo son un instrumento de financiamiento muy utilizado. El gráfico anterior muestra la composición de las carteras en casos que son muy ilustrativos. Hemos utilizado las participaciones de 2006 para reflejar una situación más normal, previa al período de crisis.

Como era de esperar en una economía que es *market-based*, en Estados Unidos predominan los fondos de acciones, mientras que los de bonos y los mixtos también tienen participación relevante. En España, la participación de los fondos de bonos es más alta y se reduce la importancia de acciones a favor de los fondos de mercado de dinero, muy relacionados con los bancos. El fuerte crecimiento de los fondos de bonos en España no es independiente de las políticas públicas de promoción, como el programa de los Fondtesoro ya descrito, que fueron funcionales para incorporar el ahorro de las familias. Brasil tiene la industria más grande de América Latina. Sin embargo, las características cualitativas son algo débiles. La participación de los fondos de renta variable es menor y predominan los fondos de manejo de liquidez orientados a corporaciones e inversores institucionales, como los fondos de pensión que obtienen ventajas tributarias al utilizar los FCI (ahorran el impuesto a las transacciones financieras). El sistema tiene poca penetración en las familias. El caso chileno es similar: tiene un fuerte desarrollo pero sesgado hacia fondos de dinero. La Argentina antes de la crisis, como se observa en el gráfico, tenía una participación mayor de acciones en el portafolio, lo cual es un rasgo positivo. Esta característica, lamentablemente, cambió con la crisis y las transformaciones a nivel doméstico. Hoy, 2009, la estructura de la industria es similar a la chilena y a la brasileña (julio de 2009, ver Gráfico 12).

La competencia más seria para las industrias nacionales en los países desarrollados proviene de fondos de localizaciones como Luxemburgo, Hong Kong, Irlanda, Singapur y Suiza. Estos fondos –sobre todo los europeos– satisfacen una demanda que prefiere renta fija y está dominado por jugadores grandes relacionados con bancos, lo cual resiente la competencia. Las industrias de la región, obviamente, también están expuestas a la competencia de los grandes jugadores internacionales.

GRÁFICO 12
ARGENTINA. COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS AGREGADOS, JULIO 2009



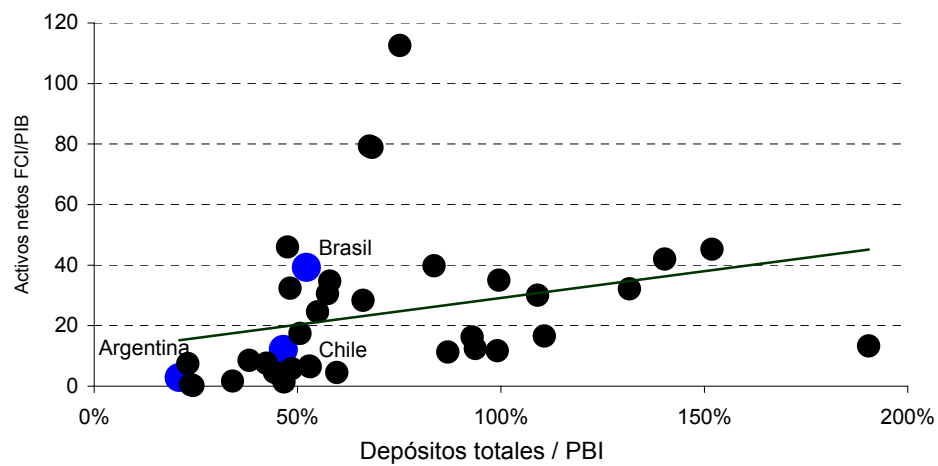
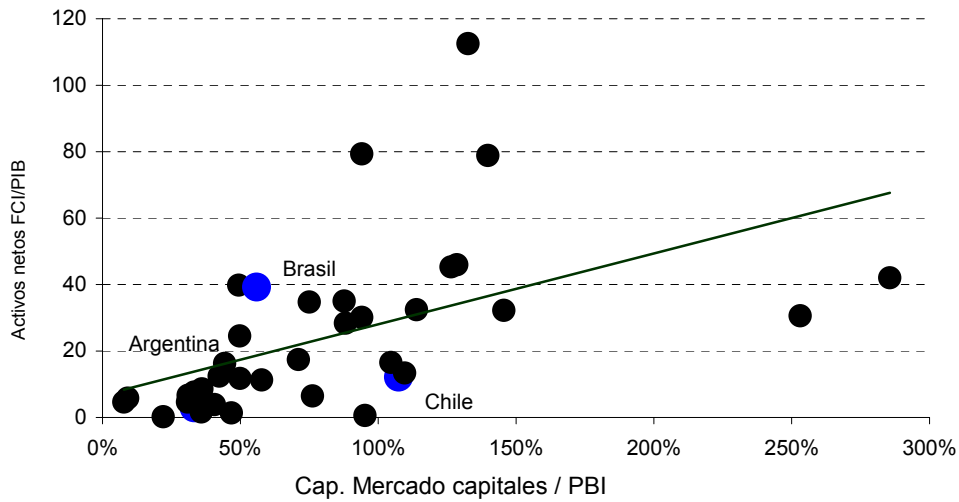
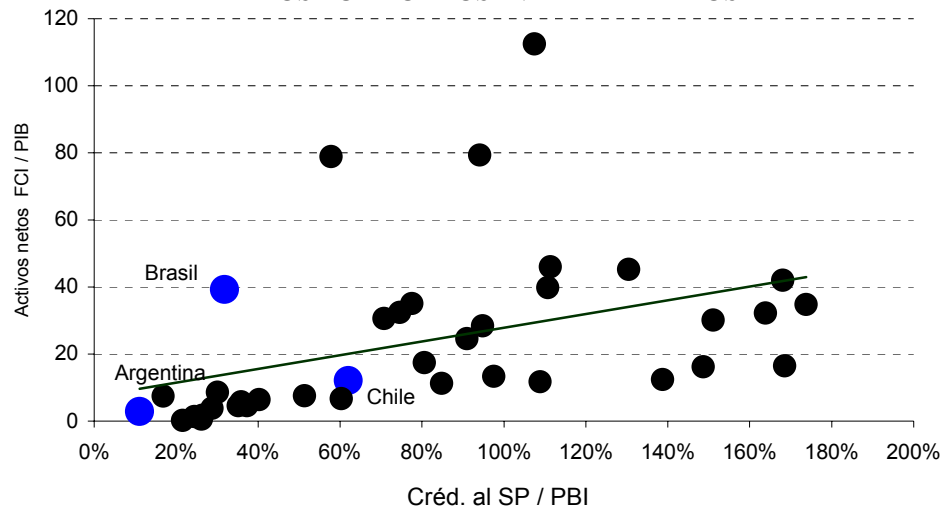
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de BCRA.

4. FCI e intermediarios financieros: ¿sustitutos o complementos?

¿Estas diferencias en las estructuras financieras implican que el desarrollo de un segmento de la intermediación ocurre siempre a costa del resto? Podría pensarse que un tipo de entidad sólo puede crecer a costa de otra, ya que existe competencia a nivel microeconómico por ganar el favor de los inversores. Los tres gráficos que siguen aportan evidencia en contra de esta hipótesis: existe una correlación positiva entre la cantidad de activos manejados por la industria de FCI, por un lado, y el *stock* de crédito y depósitos en los bancos y el tamaño de los mercados de valores (bonos y acciones), por el otro.

La evidencia internacional sugiere, entonces, que a pesar de la competencia entre distintos tipos de entidades, a nivel de la estructura de intermediación nacional como un todo los diferentes tipos de instituciones, instrumentos y vehículos de inversión se complementan. ¿A qué se debe esta contradicción entre el nivel microeconómico y el macroeconómico? La contradicción es sólo aparente cuando se toman en cuenta las externalidades y complementariedades que se producen en el marco del desarrollo financiero. Más específicamente, nos referimos al crecimiento de las transacciones financieras, que perfecciona la operación de los mecanismos de precio para todos los que participan en esas transacciones; a los sistemas de selección y monitoreo de crédito por parte de los bancos, que mejoran la reputación de los deudores y los habilita para emitir bonos y utilizar mercados que compiten con los bancos; a los bancos, que generan nuevos productos estructurados como las hipotecas “securitizadas”, habilitando a los FCI para competir en un negocio que era exclusivo de los bancos, etc. Así, al perseguir su lucro individual e innovar en productos y procesos, los distintos segmentos generan beneficios que se “reparten” entre todas las entidades y los ahorristas. En este sentido, cabe mencionar que el estudio econométrico del Banco Mundial (Deepthi y otros, 2003) antes citado resalta que otras variables que se relacionan positivamente con los FCI son una liquidez alta de los papeles que conforman los portafolios y una volatilidad baja de sus rendimientos. En suma, más allá de la competencia microeconómica, la industria de los FCI se beneficia de mercados más profundos, al tiempo que contribuye a que tales mercados se profundicen.

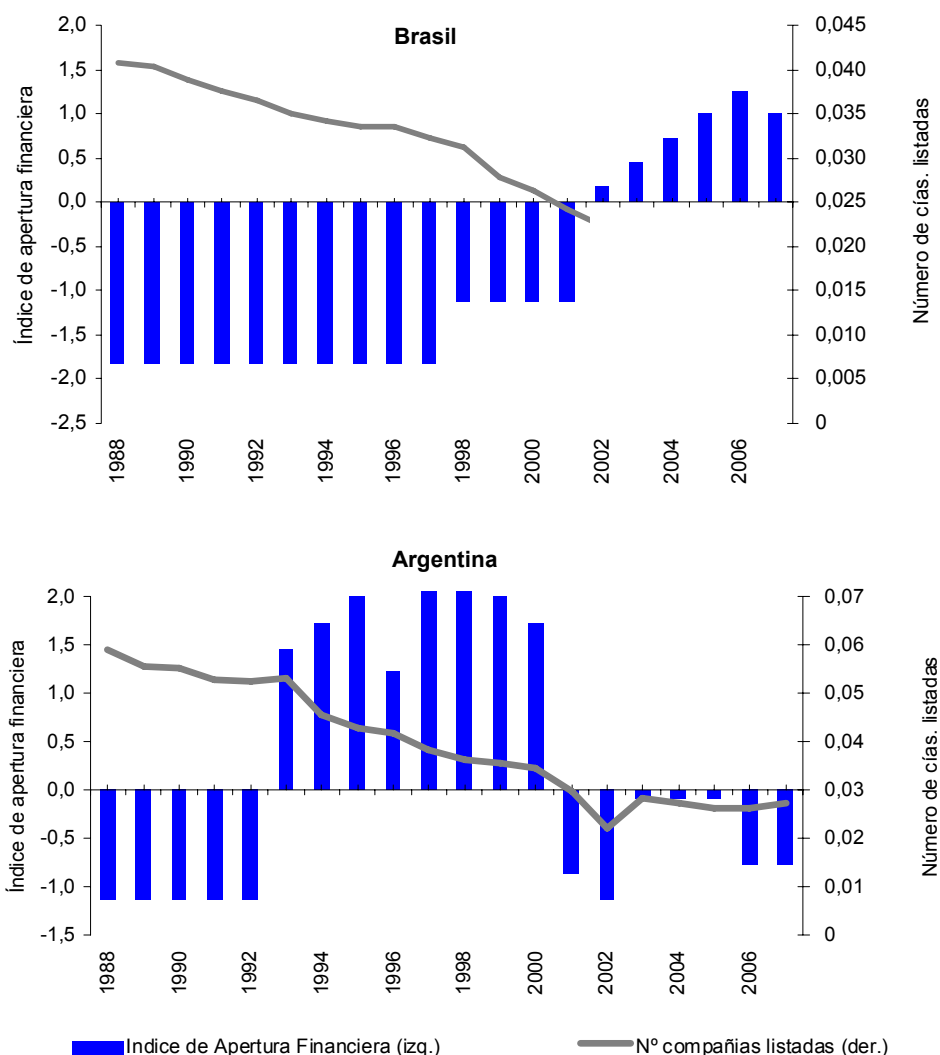
GRÁFICO 13
LOS FCI Y OTROS INTERMEDIARIOS



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Beck y otros (2006 actualizado a 2009) y EFAMA.

Hay evidencia, no obstante, de una situación en la que la competencia se puede traducir en sustitución más que en complementariedad; y tiene que ver con la exposición a la competencia internacional. En efecto, un estudio del Banco Mundial (de la Torre y otros, 2006) sobre el desarrollo de los mercados de capital en América Latina muestra que existe una cierta tendencia a que las empresas más grandes y con mayor reputación migren hacia los mercados desarrollados en plazas como Nueva York. Los American Depositary Receipts (ADRs) han jugado un rol importante en relación con esto. Este fenómeno está bien ilustrado por los casos de Brasil y Argentina. Como se ve en el Gráfico 14, la cantidad de empresas que se listan en los mercados ha tendido a decrecer.

GRÁFICO 14
EMPRESAS LISTADAS POR HABITANTE Y APERTURA
(Cada 10.000 habitantes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Chinn e Ito (2008) y Beck y otros (2006 actualizado a 2009).

Este fenómeno afecta a los FCI de dos maneras. Por una parte, para poder competir con fondos de inversión colectiva del exterior, a los FCI les debe estar permitido incluir en sus portafolios activos externos. Las regulaciones domésticas influyen sobre esto. Por otra parte, si los mercados de valores no tienen suficientes empresas domésticas listadas, la industria se queda sin insumos para armar portafolios de renta variable.

Este problema es particularmente agudo en la Argentina. Dentro del volumen negociado en la bolsa en 2008, un 71% son bonos públicos, un 10% son acciones, un 17% son pases, cauciones y otros, y sólo un 2% son Cedears. Para el 2008, las primeras diez empresas explican el 80% del índice Merval y un 78% del volumen total en los mercados de competencia. TENARIS, la más grande, representa un cuarto del mercado.

Esto limita la diversificación sectorial. Por ejemplo, dentro del mercado accionario, la industria siderúrgica representa un 30%; un 25%, las petroleras y gasíferas; un 14%, bancos, un 12%, los *holdings*, un 5%, telecomunicaciones y bebidas. El 10% restante se distribuye en el resto de las actividades.

Bajo estas condiciones, es difícil cumplir con la función de diversificación de riesgos que deben realizar los fondos de inversión colectiva. Esto implica que las políticas regulatorias deben buscar un equilibrio entre facilitar la integración en los mercados internacionales de capital y promover el desarrollo de los mercados domésticos, de forma tal que los inversores no se vean obligados a buscar en el exterior la diversificación que la intermediación doméstica no les brinda. Es difícil, pero no imposible. El estudio del Banco Mundial (de la Torre y otros, 2006) antes citado muestra que el proceso de caída en la cantidad de empresas listadas no se observa en los mercados emergentes del Asia. Más allá de esto, lo que sí está claro es que se deben evitar situaciones de protección negativa de la industria, como la ya comentada en relación con las limitaciones que el objeto único significa para las sociedades locales a la hora de competir con las instituciones de gestión de activos del exterior.

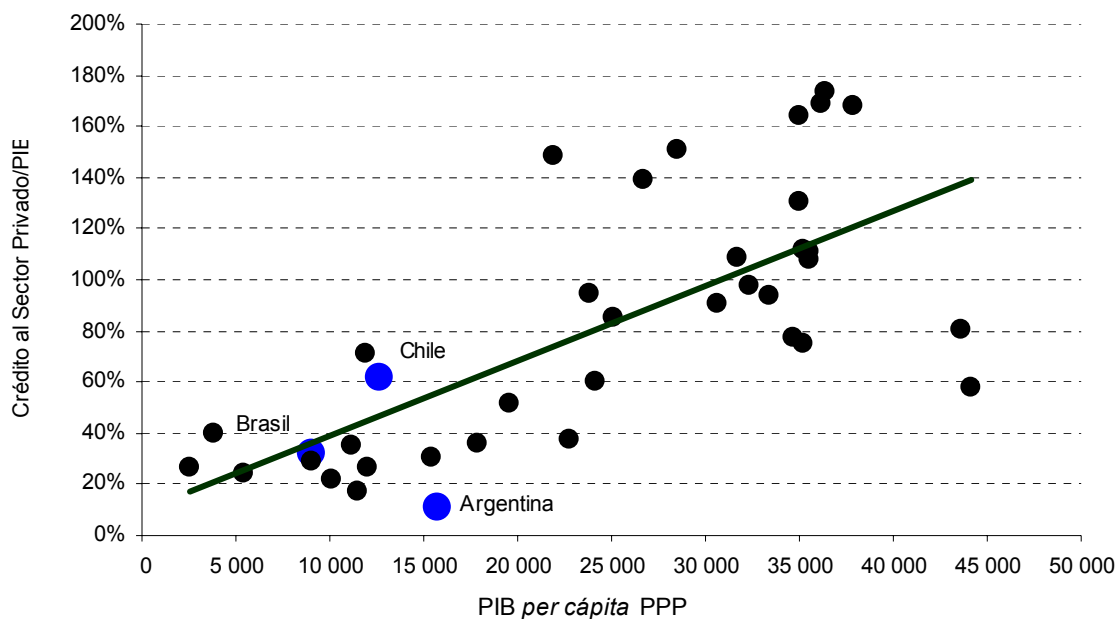
5. Tamaño posible de la industria de FCI en la Argentina

La hipótesis de que las complementariedades con otros segmentos de la estructura financiera son clave para el desarrollo de los FCI es consistente con el hecho de que, en la Argentina, no sólo el tamaño de la industria de fondos sino el nivel global de su desarrollo financiero no concuerdan con su ingreso *per cápita*. El gráfico 15 muestra que la Argentina tiene un nivel de desarrollo financiero que es bastante menor al que debería tener en función de su PIB *per cápita*. Nuevamente, se observa que otros países de la región tienen una relación entre el crédito al sector privado y el PIB mayor al de la Argentina.

Estos hechos indican, claramente, que nuestro país sufre de un atraso financiero relativo y que ello afecta a toda la estructura de intermediación. ¿Cómo debería ser la intermediación en la Argentina si se tuviera éxito en relación con lograr una mayor concordancia entre la riqueza del país y sus finanzas?

Si la Argentina tuviera una estructura de intermediación acorde con su ingreso *per cápita*, la evidencia estadística internacional indica que la relación entre los activos financieros totales (capitalización bursátil, más activos generados en el sector bancario más *stock* de bonos) y el PIB debería ubicarse en alrededor del 150%. Con un PIB de alrededor de 330.000 millones de dólares, la intermediación total debería ubicarse en torno a los 500.000 millones de dólares. Si sumamos la capitalización en los mercados de bonos y acciones, más los activos en poder de los bancos, en 2008 el tamaño del sistema se aproxima a los 290.000 millones. Es largo el camino por recorrer, pues la intermediación financiera debería subir en más del 40%.

GRÁFICO 15
DESARROLLO FINANCIERO Y PIB PER CÁPITA
(Crédito al Sector Privado/PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Mundial (WDI).

Un hecho a primera vista sorprendente es que, más allá de esta debilidad en la intermediación, lo cierto es que los ahorristas en la Argentina parecen estar en condiciones de realizar sus objetivos de diversificación, manejo de liquidez y ahorro de largo plazo con menos intermediación que sus pares en el resto del planeta. Parecen ser más eficientes. Sin embargo, esto no es así. Si a la cifra anterior le agregamos la formación de activos en el exterior, por parte del sector privado (no financiero), que está calculada en 150.000 millones de dólares, vemos que, en realidad, los ahorristas argentinos no son tan distintos. Y no solamente eso. También pagan un precio en términos de eficiencia. Por ejemplo, la FED calcula que en la Argentina hay alrededor de 50.000 millones de dólares billete, lo que significa 1.300 dólares *per cápita*. Obviamente, la tasa de retorno de estos activos es negativa e igual a la tasa de inflación internacional. Y para calcular el costo de oportunidad total habría que sumar lo que se pierde por no invertir en un papel con tasa de rendimiento positiva en términos reales. Por otra parte, si se toman en cuenta las consecuencias macroeconómicas, a estos costos microeconómicos hay que agregarle los sistémicos. La inversión en activos externos, de la forma en que se hace en la Argentina, deja sin financiamiento al sector productivo que, por lo tanto, genera trabajo de peor calidad. Así, el ahorrista promedio también paga el costo de no poder extraer a su capital humano el retorno que merece, mientras no se acumula capital suficiente para las generaciones futuras por falta de incentivos.

Estas situaciones de tan alta ineficiencia, donde todos pierden, se deben a que existe una trampa de bajo desarrollo financiero; un problema de coordinación de conductas individuales. Los ahorristas invierten en dólares y propiedades porque la intermediación financiera no les brinda alternativas y la estructura de intermediación no brinda alternativas porque, dado el entorno, los inversores no demandan los servicios de los intermediarios financieros. Son muchos los países, no obstante, que han logrado escapar de esta trampa. El ejemplo más cercano en la región es Chile, que muestra un nivel de desarrollo financiero mucho más acorde con su nivel de riqueza.

¿Qué potencial de desarrollo tendría la industria en un escenario en que las políticas públicas financieras y macroeconómicas se focalizaran en el objetivo de lograr que la Argentina acorte la brecha entre su nivel de desarrollo económico y su desarrollo financiero? En un escenario así, ¿cómo sería la

industria de los FCI? Si tomamos como parámetro el tamaño de la industria en el emergente típico que posee el PIB *per cápita* de la Argentina, surge que la industria debería tener un tamaño cuatro veces superior. A su vez, si la participación en la torta de los diferentes fondos fuera como la existente en el promedio del período 2003-2007 para bancos, bonos y acciones, habría lugar para 2 puntos del PIB más de acciones, 2,5 puntos del PIB de bonos y algo similar en el mercado de dinero. Si consideramos un aumento del empleo con una elasticidad similar a la de la economía en su conjunto (0,5), el nivel de ocupación del sector podría duplicarse, generando así empleo de alta calidad y valor agregado.

Por supuesto, para realizar este potencial la industria necesita un entorno institucional y macroeconómico razonable. Sin instituciones creíbles, la intermediación financiera es imposible porque, como se analizó, su esencia es trabajar con promesas y ello no puede hacerse si los inversores no confían en que los contratos se cumplirán. La volatilidad macroeconómica atrasa el desarrollo financiero por varias vías. Sin estabilidad macroeconómica no existe una moneda confiable para denominar contratos y la economía se dolariza; no existe certidumbre y los plazos de los contratos financieros se acortan, y se instala un cortoplacismo que impide el crecimiento de los mercados de bonos. Pero más allá de esto, para crecer, la industria de los FCI debe atraer a los inversores y diseñar productos acorde a las necesidades de estos. Además, debe operar con una estructura de mercado que garantice la competencia dentro de la industria y con otros segmentos y contar con un marco regulatorio adecuado. Las iniciativas para lograr esto, tanto desde el gobierno como desde la industria, deben cumplir con dos condiciones para ser exitosas: estar coordinadas entre los agentes participantes y ser realistas, lo que implica tomar en cuenta el contexto específico del país hoy.

V. Conclusiones y reflexiones finales

En este documento se han analizado las ventajas que los vehículos de inversión colectiva brindan al inversor y al emisor, y se han estudiado las fuentes de generación de valor y la experiencia internacional. Será conveniente sintetizar, ahora, las conclusiones que pueden ser de utilidad para el desarrollo de la industria de FCI en la Argentina.

La industria de FCI es valiosa por las siguientes razones.

- Facilita el acceso de pequeños ahorristas al mercado de capitales.
- Promueve el ahorro y su asignación eficiente a la inversión.
- Administra carteras de manera profesional.
- Aumenta la transparencia operacional y la competencia del sistema.
- Ayuda en el manejo de riesgos vía diversificación y re-asignación.
- Ayuda al manejo de la liquidez complementando el sistema de pagos.
- Baja los costos de intermediación explotando economías de escala y gama.
- Coadyuva a la innovación, incorporando servicios y canales de distribución.
- Genera externalidades positivas para el desarrollo financiero.
- Contribuye a la estabilidad del sistema financiero.

Pero la industria requiere:

- Regulación eficiente para evitar el riesgo ético para el cuotapartista.
- Estándares éticos compatibles con los de un “buen hombre de negocios”.
- Un marco macroeconómico y regulatorio adecuado.
- Mercados de valores con suficiente diversidad y liquidez.
- Estabilidad bancaria.

Para estar en condiciones de cumplir sus funciones, la industria de los FCI de un país debe orientarse a cubrir un amplio espectro de actividades de forma de ofrecer todos los tipos de servicios que el inversor demande. En una situación óptima, la industria estaría en condiciones de estructurar carteras a medida para cada necesidad, y podría hacerlo independientemente del tamaño del inversor. El inversor pequeño podría acceder a productos financieros sofisticados debido a que la explotación de economías de escala y de gama que hacen los FCI permitiría reducir a un mínimo los costos de transacción.

Una lección que queremos remarcar es que los países que avanzan en el desarrollo de los FCI necesitan innovar en procesos, productos y marco regulatorio. Dimos ejemplos como el APV y los Fondos de Inversión, donde estos elementos se hicieron presentes de manera simultánea. Cuando las FCI realizan innovaciones, ello se traduce en una mayor disponibilidad y variedad de instrumentos para el manejo del riesgo y de los plazos. Además, las innovaciones que realiza un agente suelen ser copiadas por otros agentes, lo cual genera externalidades positivas para todo el sistema. En realidad, el hecho de que en la gran mayoría de los países –incluyendo la Argentina– los fondos gocen de ciertas ventajas tributarias no hace más que confirmar que existe conciencia del grado de externalidad positiva que puede generar la industria.

La innovación en la industria de FCI tiene un gran componente de búsqueda de nuevas formas de explotar ventajas de escala y de gama en el manejo de carteras. Esto es así en la medida en que estos elementos son fuentes de ventajas competitivas para la industria y permiten incorporar nuevos usuarios y servicios y estructurar nuevos productos a bajo costo. Lo que impulsa a las sociedades gerencadoras a explotar esas ventajas de costo, por supuesto, es la búsqueda de un mayor lucro. Cuando la industria es suficientemente competitiva, no obstante, a largo plazo la concurrencia entre los fondos termina por reducir la rentabilidad y abaratar los costos para los usuarios por la vía de menores comisiones y honorarios.

Pero la operación del negocio y la innovación necesitan de reglas. De aquí que el desarrollo de los FCI requiere de un esquema de regulación que sea propicio para las innovaciones, la rentabilidad y la competitividad. Por ende, quienes están a cargo de los entes de regulación tienen un papel crítico. Además, como las innovaciones y las condiciones de competitividad son muy cambiantes, ese rol debe ser jugado de manera dinámica y creativa. Una industria dinámica necesita de regulaciones y de reguladores dinámicos.

A continuación se presentan una serie de puntos referidos al inversor, a los productos de la industria y a las regulaciones que, según lo que se sigue del trabajo, deberían ser consideradas a la hora de diseñar iniciativas para un mayor desarrollo de la industria de los FCI en el país.

1. El inversor

Como ya se subrayó, el ideal que debería perseguir la industria debería ser el de estar en condiciones de ofrecer todos los servicios que el inversor demande para optimizar el uso de sus recursos de ahorro. Cuando se observa la realidad actual de la industria en la Argentina con esta perspectiva, surge rápidamente que es mucho lo que la industria necesita avanzar para satisfacer las necesidades de los inversores. Esto es muy evidente en relación con el inversor minorista, pero también hay trabajo para realizar en relación con los inversores calificados y con el Estado. Los siguientes puntos merecen destacarse.

- El inversor minorista debe estar en el centro de la escena. Hoy, ese inversionista cuenta con un muy reducido menú de opciones de inversión que lo lleva a realizar inversiones de mala calidad. Una forma en que esto se expresa es en la inversión en activos externos con muy bajo rendimiento, y que lo exponen a riesgos altos, por ejemplo, en relación al ahorro para el retiro.
- Los FCI pueden competir con la acumulación de dólares de bajo rendimiento y mejorar la diversificación de cartera del ahorrista. En realidad, una de las causas por las cuales se demandan dólares es porque el activo es una buena cobertura contra crisis

macroeconómicas: cuando hay inestabilidad y la probabilidad de quedarse sin ventas o sin empleo aumenta, el valor real del dólar también aumenta. Esto implica que si se garantizara una mayor estabilidad macroeconómica la demanda de dólares caería al caer la incidencia del riesgo que se estaba buscando cubrir. No obstante, mientras la macroeconomía siga siendo relativamente inestable, los FCI podrían ofrecer portafolios diseñados para brindar la misma cobertura a corto plazo, pero con un rendimiento mejor que el dólar billete y con mejores condiciones de diversificación de riesgo. Lo podrían hacer por la vía de dar acceso al inversor a carteras diversificadas de activos internacionales. Un efecto colateral es que se crearía un incentivo para mantener las inversiones dentro del circuito formal supervisado por las autoridades.

- El dólar como vehículo de ahorro de largo plazo implica riesgos para el ahorrista. Esto es así porque un activo en dólares brinda cobertura contra riesgos macroeconómicos de corto plazo, pero al costo de aumentar la exposición a riesgos de largo plazo. En particular, quien ahorra para una jubilación espera gastar la misma en una canasta de bienes cuyo valor se moverá con el IPC y no con el valor del dólar. Esto genera un riesgo importante: el futuro pensionado podría retirarse en un período de intenso atraso cambiario (ocurre frecuentemente en la Argentina), cuando el valor de su canasta de consumo en dólares fuera muy alto. Los FCI pueden armar portafolios inmunizados contra este riesgo. Ello beneficiaría: (1) al futuro trabajador retirado; (2) al inversor cuyo flujo de caja está más atado al IPC que al dólar; (3) al riesgo sistémico: la crisis de 2001 –y las que están ocurriendo hoy en el este y centro de Europa– tuvieron su origen en el hecho de que sectores no transables se endeudaron en moneda extranjera. Si el inversor está dispuesto a diversificar su cartera, colocando parte de ella en papeles con riesgo más atado a los precios internos, se generaría oferta de fondos prestables sin riesgo cambiario para el tomador. La Argentina hoy está muy poco expuesta al riesgo cambiario. Pero ello no se debe a que se generó suficiente crédito no dolarizado; se debe a que no se generó suficiente crédito.
- Los FCI deben ofrecer sus servicios al inversor estatal. La industria está en condiciones de expandir su colaboración en el manejo de los fondos de pensión que hoy maneja el Estado y estaban anteriormente en manos de las AFJP. Aún cuando el Gobierno tuviera sus recursos invertidos de diferentes formas, mantener una proporción en fondos con valor de mercado puede ser una forma de contar con una tasa de rendimiento testigo. La experiencia internacional muestra que existe una clara tendencia por parte de los gobiernos a la utilización de estos servicios. El caso paradigmático es el de los fondos soberanos.
- Los FCI deben brindar servicios para captar los recursos del inversor calificado. Los inversores institucionales podrían, así, hacer un mejor uso del producto. También se necesita mayor flexibilidad para diseñar portafolios para inversores calificados con un patrimonio elevado. Competir en este segmento es fundamental para internalizar los capitales hoy invertidos en el exterior. Como se hizo notar, los problemas que hoy tienen las finanzas globales podrían abrir una pequeña ventana de oportunidad para competir. La industria demostró tener capacidad de innovación para adaptarse a los requerimientos de inversores sofisticados. Cuando existió la demanda de las AFJPs, los FCI, que estaban dominados por los fondos de dinero en los noventa, sofisticaron su oferta.
- Es necesario mejorar la red de distribución. Una red de distribución sólida es fundamental para llegar al inversor minorista. Asimismo, es una ayuda tanto para profundizar la competencia como para mejorar la atención del cliente. En este sentido, sería funcional promover una red de distribución independiente de arquitectura abierta cuya fuente de recursos principal fuera, justamente, el negocio de colocación de fondos entre los clientes potenciales.
- Es necesario volver a ganar la confianza del inversionista. Éste es un paso obligado para la industria y el desarrollo financiero en la Argentina y requiere de un esfuerzo redoblado. El ahorrista típico tiene un entendible escepticismo hacia los productos

financieros debido a todos los episodios de crisis por los que atravesó el país. Es clave, en este sentido, informar claramente sobre la combinación riesgos/beneficios y sobre los costos de operar con un FCI.

- La educación del inversionista es fundamental. Los medios para hacerlo son múltiples y van desde la escuela hasta los medios masivos de comunicación. Se trata de una industria que trabaja con productos que son relativamente complejos y que, además, pueden ser innovadores. En la Argentina, la existencia del producto no está muy difundida.
- Educar y generar confianza es un problema individual de cada institución del mercado, pero también es una tarea colectiva en la que las autoridades deben intervenir activamente. Esto es así porque la educación y la confianza generan externalidades positivas para la industria en su conjunto: la falta de confianza que hoy tiene el inversor es en el sistema en su conjunto, no en un tipo de participante, en particular. Los FCI tienen ventajas para ganar la batalla de la educación y la confianza por tratarse de vehículos que están muy regulados, la asignación de los fondos es transparente y son un buen vehículo para el ahorro de largo plazo.

2. El producto

Un problema que enfrenta la industria de los FCI en la Argentina para satisfacer las necesidades del inversor es la falta de diversidad en la oferta de papeles para incorporar en los portafolios. Hay diferentes estrategias que podrían utilizarse para aumentar la diversidad y, de esa forma, los instrumentos disponibles para diversificar el riesgo y los plazos. En muchos casos, no obstante, la aplicación de la estrategia requiere cambios en las regulaciones.

- Ahorro previsional voluntario. Los esquemas de tipo APV tienen potencial como alternativa de ahorro a largo plazo para el pequeño inversor. Debería haber un esfuerzo por penetrar en mayor medida en el mercado de ahorro previsional voluntario. Países como Estados Unidos y, más cerca nuestro, Chile, han desarrollado este segmento. Hay una oportunidad de negocios porque hoy los instrumentos que utiliza el ahorrista para ahorrar para su retiro son muy imperfectos, como es el caso de la inversión en inmuebles que no puede diversificarse por la ausencia de desarrollo de fondos inmobiliarios.
- “Fondtesoros” argentinos. El sector público ha mejorado su solvencia; esto abre la posibilidad de movilizar ahorro privado para el sector público. Deberían explorarse las posibilidades que abren experiencias como las de los Fondtesoros en España, adaptando los requerimientos de recursos fiscales a las posibilidades actuales del fisco. Es de resaltar que el programa de los Fondtesoros tenía un componente de educación del inversionista que está en línea con las necesidades actuales de la Argentina.
- Fondos para inversores calificados. La falta de una oferta amplia de estos productos en el mercado local impide que la industria satisfaga la demanda de una gama importante de clientes sofisticados. Esto actúa, de hecho, como un incentivo para la colocación de capitales en el exterior en la medida en que el inversor calificado busca en otros mercados los servicios que no encuentra en el país. Facilitar la creación de nuevos productos para llenar esta necesidad no sólo removería una barrera para el desarrollo de la industria local – que debe competir en desventaja con gerenciadorees de fondos del exterior– sino que coadyuvaría a una mejor gestión de los riesgos de las carteras de inversión.
- Fondos comunes cerrados. En nuestro país, la industria opera con fondos abiertos, los cerrados son casi inexistentes y no se desarrollaron en buena medida por razones tributarias ya que hasta hace poco había asimetrías tributarias que favorecían al fideicomiso. Este hecho contrasta con la experiencia de otros países de la región como Costa Rica y Chile. En este último país, por ejemplo, hay 63 fondos por más de 5.000

millones. Una ventaja importante de los FCI cerrados es que facilitan el vínculo entre actividad productiva y fondos de inversión, ya que no necesitan liquidez para afrontar eventuales rescates. Además, los fondos pueden tener carácter mobiliario e inmobiliario. Estos últimos en Chile o Costa Rica invierten en inmuebles, oficinas y locales comerciales. En Chile, los fondos de *private equity* invierten en obras de infraestructura orientadas a servicios y transporte. Por supuesto, los fondos inmobiliarios, por tener riesgo de gestión, deben contar con controles adecuados. Las calificadoras de riesgo pueden tener un rol relevante en este aspecto. Los fondos para inversores calificados suelen utilizar fondos cerrados con activos mobiliarios como subyacente, al tiempo que también pueden armarse fondos de capital protegido.

- Productos de menor liquidez. Los FCI tienen potencial para dar liquidez a instrumentos que, a veces, no la tienen como los fideicomisos o desarrollar vehículos para inversiones de riesgo (*venture capital*). El *venture capital*, en particular, es una alternativa de financiamiento muy útil para cubrir simultáneamente la necesidad de financiar empresas con fuerte potencial de crecimiento y generar oferta de instrumentos para inversores calificados. Personas adineradas podrían apostar parte de su patrimonio a proyectos de alto riesgo ofrecidos por emprendedores sin acceso fluido al financiamiento. Este tipo de iniciativas genera mucha externalidad al crear, indirectamente, un mercado secundario, mayor liquidez y transparencia para papeles que no los tendrían. Los mecanismos para valorar activos, como las agencias de precios, son muy importantes en relación con este tipo de iniciativas. Si las agencias se estructuran en acuerdos con instituciones académicas se crea un vínculo muy útil para aceitar la innovación y la incorporación de conocimiento de punta en la industria.
- Fondos Pyme. Ha habido iniciativas para desarrollar fondos abiertos Pyme que operan básicamente con cheques de pago diferido, avalados por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Un problema es que existen pocas SGR que tengan calificación por encima del grado de inversión. Tienen pocos instrumentos elegibles, esos instrumentos son ilíquidos y operan a tasa fija y con valuación a devengamiento. Estas características limitan su desarrollo. En su casi totalidad estos fondos están colocados en la ANSES. Una alternativa podría ser la promoción de fondos cerrados para Pymes. Un ejemplo regional en este sentido es el Estado Plurinacional de Bolivia, donde existen fondos de *factoring* internacional –para exportadores pequeños y medianos– y fondos para capital de trabajo de pequeñas empresas.
- Es necesario explorar con más intensidad las alternativas de integración regional. El Mercosur es un ámbito natural para negociar con Brasil, que cuenta con el mercado más grande de la región. Brasil tiene, claramente, una ventaja competitiva por escala. Pero la Argentina puede agregar diversidad y tiene un enorme potencial de demanda por los activos colocados en el exterior. Se pueden realizar, por ejemplo, convenios entre las cámaras y evaluar la posibilidad de transnacionalidad de las cuotas partes y de que entidades locales actúen como delegados de fondos del otro país. Los UCITS europeos son una fuente de lecciones. En relación con esto, hay que considerar que sería necesario rediseñar las regulaciones que imponen el objeto único. Esto ayudaría a romper la asimetría hoy existente, por la cual fondos de Chile o Brasil pueden manejar fondos argentinos, pero lo contrario no es posible.

3. Regulaciones y desarrollo de la industria de FCI

La estructura de regulaciones puede tanto acelerar como retardar el desarrollo de la industria y la posibilidad de ofrecer al inversor los productos que demanda. Para resultar funcional en este sentido, las regulaciones deben nivelar el campo de juego, eliminando asimetrías impositivas y normativas entre vehículos de inversión y, también, deben garantizar las condiciones de competencia entre las

instituciones de la industria y entre la industria, los intermediarios financieros y los gerenciadore de cartera del extranjero.

Es necesario estudiar la legislación con la vista puesta en estos puntos y evaluar en qué medida ciertas normas limitan el avance de la industria. Adicionalmente, se debe analizar la forma en que la legislación se interpreta y aplica. La buena relación entre la industria y el regulador anticipa que este trabajo podría ser muy fructífero. El sector académico no debería estar ausente en estas discusiones, a los efectos de agregar capacidad analítica al ejercicio y generar sinergia institucional.

En particular, en función de lo discutido en este estudio, cabe destacar los siguientes puntos que reclaman la atención del regulador.

- Objeto único. Para poder competir, sobre todo con los gerenciadore de cartera del exterior, las sociedades gerentes necesitan más espacio de maniobra. La restricción del objeto único debería revisarse buscando mejorar la capacidad de las sociedades gerente para amortizar más eficientemente los costos fijos y sacar provecho, de esa forma, de las economías de escala y gama que pueden alcanzar los administradore profesionales de cartera.
- Red de distribución. El régimen regulatorio existente no es claro en la delimitación de las responsabilidades de quienes participan en la distribución del producto. Esto desincentiva la realización de acuerdos de distribución con terceros y frena el desarrollo de mecanismos independientes para comercializar cuotapartes. Sin interferir con objetivos muy importantes como impedir el lavado de dinero y el financiamiento al terrorismo, sería necesario diseñar mecanismos para definir la responsabilidad de quienes intervienen en la distribución. Sería prudente diseñar contratos bien especificados entre la sociedad gerente y el distribuidor para asegurar una correcta auditoría del distribuidor independiente y una adecuada solidez patrimonial que limite un eventual riesgo de crédito.
- Fondos cerrados. Habría que evaluar la normativa en lo que hace a impuesto a las ganancias y principios de diversificación a utilizar. Se trata de introducir modificaciones que permitan desarrollar una mayor variedad de fondos en línea con objetivos como aumentar el financiamiento a Pymes y dar mayor viabilidad a inversiones de baja liquidez y alto rendimiento.
- Inversore calificados. Los FCI no tienen flexibilidad suficiente para satisfacer a inversore sofisticado. La CNV podría explorar posibilidades para flexibilizar las opciones disponibles, aunque sólo para el caso de una categoría especial de fondos orientado a inversore calificado. Entre los temas a considerar figuran: la determinación de los activo elegible; las disposiciones sobre inversión en derivados; el grado de diversificación exigido; la valuación y el nivel de endeudamiento permitido.
- La calidad de las regulacione importa. Una consecuencia de enfatizar el rol de la innovación, la rentabilidad y la competencia para el desarrollo de vehículo de inversión colectiva es poner la calidad de las regulacione en el centro de la escena. Esto es así por dos razones. La primera es que, si las regulacione no protegen al inversor, alguna empresa de la industria podría verse tentada a buscar rentabilidad no por la vía de la innovación y la mejora del servicio sino por la vía de explotar su mayor calificación profesional para sacar provecho de un inversor desinformado. La segunda es que, si las regulacione no aseguran la competencia dentro de la industria y de ésta con la intermediación financiera, desaparece el mecanismo que hace que las ganancias de costo terminen por traducirse en menores comisiones y honorario para el inversor en el largo plazo.
- Consistencia sistémica. Es necesario realizar un ejercicio permanente de evaluación para verificar si las regulacione que afectan a distintos segmente de la intermediación financiera son coherente entre sí. Por ejemplo, en los caso en que las operacione de los fondo de dinero pueden influir sobre las condiciones monetario generale, sería necesario contar con reglas de juego que, sin afectar esas condiciones de manera

inconsistente con lo buscado por la autoridad monetaria, brinden certidumbre a quien gerencia el fondo. La consistencia sistémica y la estabilidad financiera también reclaman separar negocios de inversión y de banca comercial. Los FCI pueden ser una gran ayuda en este sentido, por tratarse de instituciones no apalancadas.

En síntesis, nuestra discusión sobre la industria de los FCI sugiere que crear las condiciones para el desarrollo de una industria de FCI próspera no es sencillo. Se requiere de eficiencia y espíritu de innovación en las sociedades que gerencian los fondos, y de dinamismo por parte del regulador para adaptar las normas y prácticas a un mundo financiero en continua evolución. En este sentido, no sorprende que sólo un número de economías en el mundo hayan tenido éxito en desarrollar una industria de fondos vigorosa y que, aún esas economías, hayan sufrido en ocasiones retrocesos debido a la ocurrencia de crisis. Pero también es cierto que el premio al éxito está en relación a la dificultad para alcanzarlo: las investigaciones muestran que contar con vehículos eficientes de inversión colectiva es una ventaja, no sólo para crecer y competir en la economía global, sino para incorporar al pequeño ahorrista a los mercados de capital y facilitar el proceso de movilidad social ascendente. Los países con mayor desarrollo financiero muchas veces conquistan mercados sobre la base de condiciones financieras superiores, y no tanto debido a calidad o precios más competitivos del producto que venden. Asimismo, logran poner a disposición de segmentos de la población servicios cada vez más amplios, que permiten que los individuos cubran mejor sus riesgos y asignen mejor sus ahorros. Esto es central para cumplir con objetivos tan importantes para la inclusión social como son acceder a una vivienda, financiar la educación de los hijos o contar con ahorros para gozar de una vejez segura.

Referencias bibliográficas

A. Documentos con información general y / o básica

- Anderson, S. y P. Ahmed (2005), *Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings*, Springer.
- Atwell, Carlos “Los Fondos Comunes de Inversión” en *Curso para Inversores*, Fundación Bolsa de Comercio, Buenos Aires.
- Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. y R. Levine (2006, 1999), “A New Database on Financial Development and Structure,” *World Bank Policy Research Working Paper*.
- Chinn, M.; H. Ito (2008), "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis* 10(3), Septiembre,307-320.
- de la Torre, A., J. C. Gozzi, y S. L. Schmukler (2006), “Financial Development in Latin America: Big Emerging Issues, Limited Policy Answers”, *World Bank Policy Research Working Paper* 3963.
- Deepthi, F.; L. Klapper, V. Sulla y D. Vittas (2003), “The Global Growth of Mutual Funds”, *World Bank Policy Research Working Paper* N° 3055.
- Greemilion, L. (2005), *Mutual Fund Industry Handbook: A Comprehensive Guide for Investment Professionals*. NICSA.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008), "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF Working Paper* 08224.
- Kaminsky, G.; R. Lyons y S. Schmuckler (2000), *Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview*, World Bank.
- Russell, E. (2007), *An Introduction to Mutual Funds Worldwide*, John Wiley & Sons.
- Smith, David M. (2009), *The Economics of Mutual Funds. A Companion to Mutual Funds*, John A. Haslem, ed., en prensa. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1413926>

B. Documentos avanzados

- Detzler, M. L.,(2000), *The Performance of Global Bond Mutual Funds*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=62> or DOI: 10.2139/ssrn.
- Phalippou, L. y M. Massa (2005), “Mutual Funds and the Market for Liquidity”, *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=609883>.
- Rouwenhorst, K. Geert (2004), “The Origins of Mutual Funds”, *Yale ICF Working Paper* No. 04-48. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=636146>.
- Womack, K. L. e Y. Zhang NMI (2001), “Evaluating Mutual Funds Styles and Performance”, *Tuck Case No. 03-112*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=481882>.

Zhang, Xin y F. R. Edwards (1998), “Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability”, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 13, No. 3. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=138490>

C. Análisis aplicado de los fondos de inversión por regiones

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (2006), Características generales de las instituciones de inversión colectiva. Disponible en <http://www.inverco.es/pdocumentos.do>

Borensztein, E.; y R. G. Gelos, “Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds”. Próximamente en *IMF Staff Papers*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract/318501>

Disyatat, P. y R. G. Gelos (2001), “The Asset Allocation Of Emerging Market Mutual Funds”, *IMF Working Paper* N° 01/111. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283838> or DOI: 10.2139/ssrn.283838

European Fund and Asset management Association (2008), *Factbook 2008*. <http://www.efama.org/index.php>

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (2007), Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica.

Investment Company Institute (2009), *Factbook 2009*. <http://www.icifactbook.org/>

D. Estudios aplicados de los fondos de inversión por países

Cai, J., K.C. C. Chan y T. Yamada (2007), “The Performance of Japanese Mutual Funds”, *Review of Financial Studies*, Vol. 10, N° 2. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=8286>

Disyatat, P. y R. G. Gelos (2001), *The Asset Allocation Of Emerging Market Mutual Funds*, *IMF Working Paper* N° 01/111. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283838> or DOI: 10.2139/ssrn.283838.

Fernandez, P. y V. J. Bermejo (2009), *Mutual Funds in Spain 1991-2008 (Rentabilidad De Los Fondos De Inversion)*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1337480>

Fonseca, N. F., A. A. Bressan, R. A. Iquiapaza y J.P. Guerra (2007), “Recent Performance Analysis of Mutual Funds in Brazil (Analise Do Desempenho Recente De Fundos De Investimento)” N° Brasil). *Contabilidade Vista & Revista*, Vol. 18, No. 1, pp. 95-116, January/March 2007. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1156606>

Grewe, O. y R. Stehle (2001), *The Long-Run Performance of German Stock Mutual Funds*. EFMA 2001 Lugano Meetings. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=271452> or DOI: 10.2139/ssrn.271452

E. Fuentes de información sobre fondos de inversión

En línea. Dirección URL: <http://www.icifactbook.org/>

En línea. Dirección URL: <http://www.efama.org/>

En línea. Dirección URL: <http://www.fiafin.org/estadisticas.aspx>

En línea. Dirección URL: <http://www.fondosargentina.org.ar>

En línea. Dirección URL: <http://www.anbid.com.br>

En línea. Dirección URL: www.aafm.cl

En línea. Dirección URL: <http://www.inverco.es>

En línea. Dirección URL: <http://www.amib.com.mx>

Más información en la Argentina:

En línea. Dirección URL: <http://www.bcra.gov.ar>

En línea. Dirección URL: <http://www.cnv.gov.ar>