

EL FONDO DE INVERSION: UNA VISION ESTRATEGICA

Diego García Meléndez

27 de junio de 2017

Primer Congreso Internacional de Estrategia Legal

Santo Domingo, República Dominicana

1. Abstracto

Analizamos en abstracto el marco regulatorio de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras (3.1.1) para determinar su utilidad en el marco de una estrategia legal para invertir en el mercado de valores (3.1.2), para luego examinar sus ventajas competitivas. Concluimos estableciendo que es una herramienta a tener en cuenta en una estrategia legal para invertir en el mercado de valores, incluso puede ofrecer ciertas ventajas competitivas para inversionistas que buscan tomar control de una sociedad (4).

2. *Introducción*

El mercado de valores de la República Dominicana ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años en cuanto a bonos y cuotas de fondos de inversión, como muestran las estadísticas publicadas por la Superintendencia de Valores. Si bien el mercado de acciones cotizadas en bolsa no ha experimentado este crecimiento, mantenemos la esperanza de que la República Dominicana algún día cuente con un mercado de valores completamente funcional y significativo.

En ese sentido, entendemos pertinente el estudio de la regulación del mercado de valores, en especial desde el punto de vista de la estrategia legal. El ordenamiento jurídico dominicano pone a disposición de los inversionistas una variedad interesante de recursos legales que pueden ser aprovechados para alcanzar objetivos de negocio. Dentro de estos recursos, encontramos una diversidad de estructuras bajo las cuales un negocio puede ser implementado que no siempre son aparentes en la regulación.

En este trabajo estudiamos los fondos de inversión el objetivo de identificar ventajas competitivas que puedan derivarse de estos recursos legales como parte de una estrategia de implementación de un negocio. Estas ventajas competitivas luego son analizadas para intentar definir en qué situaciones o por qué tipo de inversionistas pueden ser mejor aprovechadas. Concluimos que estos recursos legales pueden ser explotados en formas no necesariamente previstas explícitamente en la legislación para maximizar la generación de valor, alinear intereses y minimizar ciertos riesgos, haciéndolas opciones a considerar al momento de diseñar una estructura para invertir en el mercado de valores de la República Dominicana.

3. *Desarrollo de la investigación*

3.1 *Fondos de Inversión:*

Un fondo de inversión es un “*patrimonio autónomo constituido por la captación de aportes de personas físicas y jurídicas, denominadas aportantes, para su inversión en valores, bienes y demás activos [...]*”¹ administrado por una sociedad administradora de fondos de inversión. La doctrina suele verlos como una institución de inversión indirecta y colectiva, diseñada para que unas personas, llamadas administradores, inviertan el capital de otras personas llamadas inversionistas en instrumentos financieros, mercados de metales preciosos y otros mercados emergentes (Barrachina 2013). Es notorio que, si bien los fondos de inversión tienen un patrimonio propio, carecen de personalidad jurídica (Zunzunegui 2005), por lo la sociedad que lo administre es la persona jurídica que realiza todas las operaciones con cargo al patrimonio independiente del fondo.

3.1.1 *Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión*

Debido a que, en virtud de la legislación dominicana, es un prerrequisito para crear un fondo de inversión estar autorizado para operar como sociedad administradora de fondos de inversión (en lo adelante, “SAFI”), analizaremos la regulación de estas sociedades antes de continuar con nuestro análisis de los fondos.

Las SAFIs responden a un régimen de regulación orientado a garantizar su solvencia y mejores prácticas en la administración de los fondos de inversión. La regulación les requiere ser sociedades anónimas dominicanas y mantener un capital suscrito y pagado mínimo de RD\$15,000,000.00, o el 10% de su capital social autorizado, si esto significara un monto superior². Cabe resaltar que la

¹ Artículo 373 del Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores

² Arts. 7 y 393 del Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores

Ley General de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada exige a las sociedades anónimas un capital social autorizado mínimo de RD\$30,000,000.00, requisito a su vez aplicable a las SAFIs por ser sociedades anónimas dominicanas.

En virtud del artículo 9 del Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores, las SAFIs deben mantener en todo momento un Patrimonio Contable aplicable equivalente al 1% o más del total de los patrimonios de todos los fondos de inversión que administren. El Patrimonio Contable Aplicable es calculado tomando el resultado de balance general de la SAFI en cuestión y restando el capital suscrito y pagado mínimo requerido. La Superintendencia de Valores supervisa que las SAFIs cumplan con este requisito regulatorio a través de una declaración mensual de solvencia que deben hacer en la cual indiquen su nivel de patrimonio, y cuentan con un plazo de 30 días para corregir cualquier anomalía.

El artículo 216 del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores establece un régimen de inhabilidades para participar en la gestión de cualquier participante del mercado de valores dominicano, incluidas las SAFIs en virtud del artículo Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, en virtud del cual no puede participar en dicha actividad quien:

- 1) No se encuentre en pleno ejercicio de sus derechos civiles;
- 2) Sea asesor, funcionario o empleado de las Superintendencias de Valores, de Bancos, Seguros, Pensiones, Junta Monetaria, Consejo Nacional de Valores u otras instituciones de similares competencias;
- 3) Tenga auto de emplazamiento o sentencia condenatoria por la comisión de delitos comunes;

- 4) Sea miembro del consejo de administración, gerente general, ejecutivo o empleado de otro participante del Mercado de Valores;
- 5) Se encuentre sub-júdice o haya sido condenado por la comisión de cualquier hecho de carácter penal o por delitos contra la propiedad, el orden público y la administración tributaria;
- 6) Haya sido declarado en estado de quiebra o bancarrota, insolvencia o cesación de pagos, aun cuando posteriormente haya sido rehabilitado;
- 7) Sea responsable de quiebras, por culpa o dolo, en sociedades en general y que hubiera ocasionado la intervención de sociedades del sistema financiero;
- 8) Haya cometido una falta grave o negligencia en contra de las disposiciones de la Junta Monetaria, de las Superintendencias de Valores, de Bancos, de Seguros, de Pensiones u otras instituciones de similares competencias;
- 9) Esté impedido de manera expresa por cualquier ley, reglamento o resolución emanada de cualquier Poder del Estado u organismo autónomo descentralizado;
- 10) Sea deudor con créditos castigados del sistema de intermediación financiera;
- 11) Hubiera sido declarado, conforme a procedimientos legales, culpable de delitos económicos contra el orden financiero o en la administración monetaria y financiera;
- 12) Tenga conflicto de interés de acuerdo con lo definido en la ley, el presente Reglamento y la normativa vigente establecida por la Superintendencia o el Consejo, según corresponda.

La última de estas inhabilidades da paso a una situación de riesgo legal para inversionistas que realicen otras operaciones o se vean vinculados a otros participantes del Mercado de Valores, debido a que el conflicto de interés es definido en el Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores como *“toda situación que pueda darse con ocasión de la prestación de un servicio de inversión, o actividades conexas, de la que pueda derivarse un menoscabo de los intereses de uno o varios inversionistas o demás participantes del Mercado de Valores”*.

Es claro que toda definición de conflicto de interés será ambigua debido al interés del legislador por o dejar fuera un escenario que él entiende que debe ser considerado conflicto de interés. Sin embargo, desde el punto de vista estratégico entendemos que la redacción de esta definición abre la puerta a que el legislador califique como conflicto de interés una situación en la que realmente no ocurra tal conflicto o no prevista y como consecuencia haga la operación planeada inviable. Esto se traduce en un riesgo legal que debe ser identificado, medido por el estratega ya que condicionará la decisión del vehículo de inversión escogido. En caso de que se escoja como vehículo de inversión un fondo, el estratega consciente de este riesgo debe hacer esfuerzos por mitigarlo.

Además, las SAFIs deben revelar a la Superintendencia de Valores de la República Dominicana las personas vinculadas a la sociedad, según se define en el artículo 213 y siguientes del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores. Estos artículos prevén dos tipos de vinculación: a través de la propiedad y a través de la gestión.

Hay vinculación a través de la propiedad entre un emisor o participante del mercado de valores y:

- los accionistas que posean más de un 3% de su participación accionaria;
- los accionistas de sus accionistas;

- su cónyuge separado o no de bienes;
- sus parientes dentro del segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad;
- las empresas donde el participante o emisor o sus accionistas tengan una participación influyente – esta vinculación en particular se hace extensiva a todos los socios que tengan una participación influyente en la segunda sociedad;

Hay vinculación a través de la gestión entre un emisor o participante del mercado de valores y:

- quienes ejercen algún grado de control sobre las decisiones de la entidad o de cualquiera de sus sociedades coligadas, debido al cargo que ocupan en ellas o a ser representantes legales de estos;
- las sociedades con las que tengan directores o representantes comunes;
- sus ejecutivos y empleados.

Esta disposición está diseñada aparentemente para permitir al legislador identificar conflictos de interés, lo que le permitiría identificar las inhabilidades identificadas anteriormente. Sin embargo, en caso de que estas disposiciones supusieran un impedimento a establecer una fiduciaria, algunas dificultades pueden ser evitadas diseñando la estructura correcta. Por ejemplo, el ordenamiento jurídico dominicano no reconoce a favor de la Superintendencia de Valores una disposición similar a la llamada “regla de sustancia sobre forma” establecida en el Código Tributario a favor de la Dirección General de Impuestos Internos, por lo que entendemos que una estructura de control de tres niveles o más puede evitar dificultades relativas a la vinculación por propiedad con accionistas de los accionistas y con empresas donde el participante o emisor o sus accionistas tengan una participación influyente.

Evitar la vinculación por propiedad relativa a la participación del 3% o mayor conlleva una estructura más compleja, pero no jurídicamente imposible de lograr, debido al nivel de atomización requerido para que ningún accionista pase del nivel establecido en el Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores. Esta estructura puede no ser viable para el inversionista.

Las reglas relativas a la consanguinidad y el matrimonio presentan igualmente un grado de dificultad mayor. En un caso, inversionista tendría que decidir no casarse (o divorciarse) si no desea revelar esta información o si la misma hace la estructura de la operación inviable. En el otro, el inversionista deberá asegurarse no solo de la optimización de su estructura legal, sino también la de sus familiares a los que aplicaría esta norma.

Las reglas relativas a la vinculación por gestión pueden ser más complicadas de sortear, aunque no deja de ser posible hacerlo nombrando administradores, ejecutivo y empleados distintos en sociedades controladas por un mismo inversionista, en cuyo caso sería necesario coordinar sus actuaciones.

Por otra parte, las SAFIs deben cumplir con obligaciones contables y de gobierno corporativo entre las cuales cabe destacar la separación física y funcional de estas de los demás miembros del grupo financiero y la preparación de manuales operativos de procedimiento, prevención de lavado de activos y de contabilidad que deben ser aprobados por la Superintendencia de Valores³.

Las SAFIs también están obligadas a enviar a la Superintendencia de Valores los documentos a través de los cuales subcontraten la prestación de servicios, de modo que esta pueda verificar que son conformes a la regulación en virtud del artículo 31 del Reglamento de Aplicación de la Ley del

³ Arts. 15 y 19 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión y art. 286 del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores

Mercado de Valores. Sin embargo, la responsabilidad de las SAFIs frente a terceros se mantiene en relación a los servicios que subcontraten.

La regulación del mercado de valores establece ciertas actividades y transacciones que las SAFIs no pueden llevar a cabo⁴, entre las cuales cabe resaltar las siguientes:

1. Transferir un activo de un fondo a su patrimonio o al de otro fondo;
2. Ofrecer tasas garantizadas de rendimiento;
3. Recibir dinero por conceptos distintos a la suscripción de cuotas de un fondo que administren;
4. Participar la administración, asesoramiento, dirección o cualquier otra función que no sea la de accionista en aquellas sociedades en que un fondo tenga inversiones, excepto por en la designación de los miembros del consejo de administración y miembros de comités especiales;
5. Ser accionista con más de un 5% de participación en una sociedad en la que un fondo administrado por ellas haya invertido;
6. Administrar carteras de valores pertenecientes a personas físicas o colectivas y no a los fondos de inversión que administra;
7. Garantizar obligaciones de terceros;
8. Estructurar y administrar fondos de oferta privada;

⁴ Artículos 389, 402 y 403 del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores, y artículos 62 y 63 y 125 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión

9. Invertir por cuenta de los fondos administrados en acciones propias o en cuotas de fondos administrados por la misma SAFI;
10. Manipular precios, cotizaciones y valores de cuotas que no reflejen la realidad del mercado en ese momento;
11. Prestar o tomar prestado dinero de los fondos que administren, salvo razones de fuerza mayor, caso fortuito o imposibilidad sobrevenida; en cuyo caso podrán contratar una línea de crédito con una entidad de intermediación financiera que no supere el 10% del portafolio de inversiones del fondo y por un plazo máximo de 48 horas;

De igual modo, en virtud del artículo 404 del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 57 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, las SAFIs están obligadas a:

1. Registrar los valores, inversiones y cuentas bancarias propiedad del fondo a nombre del fondo;
2. Llevar registros de contabilidad separados, tanto del patrimonio de la SAFI como de otros fondos, para cada fondo que administren;
3. Definir la política de rescate de los fondos abiertos;
4. Publicar diariamente por medios tecnológicos a los que tenga acceso el público y remitir a la Superintendencia de Valores, en relación a cada fondo administrado:
 - a. La composición del portafolio de inversión;

- b. La duración promedio ponderada de los valores representativos de deuda del portafolio de inversión;
 - c. El valor de la cuota del día actual y del anterior;
 - d. La tasa de rendimiento del fondo en los últimos 30, 90, 180 y 360 días;
 - e. Las comisiones que cobra el fondo, tanto en concepto como en monto;
5. Remitir una memoria anual del fondo a la Superintendencia de Valores;
6. Comunicar a las Superintendencia de Valores:
- a. Los casos en que uno de sus ejecutivos y empleados presenten una vinculación cualquier conflicto de interés con otras personas físicas o jurídicas, al día siguiente de tomar conocimiento;
 - b. Las inversiones personales que cada ejecutivo de la SAFI tenga en el mercado de valores;
7. Asegurarse de que sus promotores de inversión lleven a cabo un proceso de debida diligencia para determinar la experiencia y conocimientos del cliente y le ofrezcan operaciones y servicios adecuados.

El legislador no ha otorgado ningún beneficio fiscal directamente a las SAFIs; por el contrario, la administración tributaria ha entendido necesario especificar de manera expresa que tienen las mismas obligaciones fiscales que las demás sociedades anónimas⁵. Por lo tanto, las SAFIs están

⁵ Arts. 4 y 5 de la Norma General 05-13 sobre el tratamiento fiscal de las Administradoras de Fondos de Inversión y los Fondos de Inversión

obligadas al pago de todos los impuestos establecidos en el ordenamiento jurídico dominicano cuando incurran en su hecho generador, y a actuar como agente de retención en los impuestos que corresponda. Sin embargo, como veremos luego los fondos como tal si han recibido un trato fiscal preferencial que deriva en reducir el impacto fiscal de las operaciones llevadas a cabo por los fondos como tal.

3.1.2 Fondos de Inversión

El ordenamiento jurídico dominicano establece la existencia de fondos de inversión abiertos y cerrados. Los fondos abiertos no tienen un número preestablecido de cuotas ni una duración determinada, y los inversionistas pueden salir o entrar en cualquier momento redimiendo sus cuotas ante la sociedad que administra el fondo. Los fondos cerrados, tienen un número preestablecido de cuotas y son de duración determinada por lo que los propietarios de las cuotas no pueden solicitar a la administradora que los redima, pero pueden vender sus cuotas de participación en el mercado secundario⁶.

Sin embargo, existen ciertas obligaciones de gobierno corporativo y mejores prácticas relativas a todo tipo de fondos. Como hemos dicho, el fondo carece de personalidad jurídica y es administrado y operado por la SAFI, por lo que estas obligaciones pesan realmente sobre ella. Igualmente, todos los fondos están limitados a invertir de acuerdo al objeto y los criterios establecido en su reglamento interno, de acuerdo a lo establecido en el artículo 112 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

⁶ Ver definiciones establecidas en el Art. 3 literales m y p de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión

Los fondos también comparten las obligaciones fiscales de fungir como agentes de retención de los impuestos aplicables, y de realizar declaraciones juradas anuales del impuesto sobre la renta ante la administración tributaria⁷. En virtud del artículo 11 de la Norma General sobre el Régimen Tributario de las Administradoras de Fondos y los Fondos de Inversión, los fondos no están sujetos al pago de impuesto sobre la renta ni, en consecuencia, a su retención; sin embargo, los beneficios obtenidos por parte de los beneficiarios de los fondos de inversión si están sujetos al pago de impuesto sobre la renta.

3.1.2.1 Fondos Abiertos

Los fondos abiertos son definidos por la Ley sobre el Mercado de Valores como “*un patrimonio variable, conformado por aportes de personas físicas y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública, administrado por una compañía administradora de fondos por cuenta y riesgo de los aportantes, previo contrato suscrito entre las partes*”. Una vez el fondo está en funcionamiento, ningún aportante puede tener más del 10% de las cuotas del fondo⁸.

Como hemos indicado, la característica principal de los fondos abiertos es que los aportantes pueden salir cuando deseen solicitando a la SAFI el rescate de sus cuotas. Esto genera riesgos de mercado y de contagio que pueden afectar a la SAFI y en consecuencia al inversionista que la estableció. Existe la posibilidad del equivalente a un *bank run* sobre el fondo de inversión: el evento en que se presenten solicitudes de rescate de los aportantes propiedad de una cantidad de cuotas que descapitalicen al fondo y/o pongan a la SAFI en una situación en la que no tenga liquidez suficiente para responder (Cherkes 2003). Sin embargo, este riesgo puede ser mitigado

⁷ Art. 10 de la Norma General sobre el Régimen Tributario de las Administradoras de Fondos y los Fondos de Inversión.

⁸ Art. 383 Párrafo del Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores

contractualmente, desincentivando el rescate de cuotas por medio de comisiones altas⁹. Hacemos la salvedad de que el importe de las cuotas debe ser revelado *a priori* a la Superintendencia de Bancos y a los inversionistas, por lo que ellos no serán sorprendidos por esta cuota.

De acuerdo al artículo 113 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, los fondos abiertos pueden invertir en:

1. Valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
2. Depósitos en entidades nacionales reguladas por la Ley Monetaria Financiera y supervisadas por la Superintendencia de Bancos. Estas entidades deberán poseer una calificación de riesgo no menor de grado de inversión;
3. Valores de oferta pública inscritos en el Registro emitidos por organismos multilaterales de los cuales la República Dominicana sea miembro.

A la fecha de redacción de este trabajo, ninguna sociedad dominicana ha registrado sus acciones a la venta en el mercado de valores. Esto limita las operaciones que puede realizar un inversionista a través de este vehículo, aunque no elimina la utilidad que podría tener en caso de que el mercado de acciones crezca en el futuro. En ese caso, sería necesario tomar en cuenta los límites de inversión establecidos para estos fondos en el artículo 115 de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, entre los cuales destacan los siguientes:

1. Valores representativos de capital que equivalgan al 15% del capital de una sociedad ni del 10% del portafolio de inversión;

⁹ Art. 400 del Reglamento de Aplicación de la Ley del Mercado de Valores y arts. 57 Párrafo II literal c) de la Norma que Regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión

2. Valores representativos de deuda que equivalgan al 30% de una emisión;
3. Cuotas de participación de un fondo cerrado que equivalgan al 25% del fondo de inversión;
4. 20% del portafolio de inversión en valores emitidos por la misma entidad o grupo financiero;
5. 5% del portafolio de inversión en valores representativos de deuda emitidos por personas vinculadas a su sociedad administradora, siempre y cuando su calificación de riesgo sea igual o mejor al grado de inversión;
6. 0% del portafolio de inversión en valores representativos de capital de una SAFI, incluyendo la que los administra y sus personas vinculadas;

La SAFI debe subsanar los excesos a los límites de inversión (i) en 30 días si ocurren por condiciones exógenas, y (ii) en 15 días si ocurren por causas atribuibles a ella. Las causas no atribuibles a la SAFI son (i) La variación en el precio o cotización de valores adquiridos dentro de los límites, (ii) los rescates de cuotas del fondo, y (iii) las modificaciones en la calificación de riesgo de instrumentos del portafolio de inversión¹⁰.

3.1.2.2 Fondos Cerrados

El artículo 99 de la Ley sobre el Mercado de Valores define los fondos cerrados de inversión como:

“[...]un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, para su inversión [...], con fecha de vencimiento cierta, administrado por una administradora de fondos por cuenta y riesgo de los aportantes, previo contrato

¹⁰ Art. 121 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

suscrito entre las partes. Este patrimonio es fijo y sus activos deben ser homogéneos. Los aportes quedarán expresados en cuotas de participación no redimibles anticipadamente. Las cuotas de los fondos de inversión cerrados serán negociables en las bolsas.”

Las cuotas de los fondos cerrados son valores de oferta pública con un valor determinado representadas mediante anotación en cuenta, con un valor determinado por la administradora después del cierre operativo del fondo de cada día y deben ajustarse a las formalidades de la representación, inscripción, transmisión y demás disposiciones establecidas sobre valores desmaterializados¹¹.

A los fondos cerrados se les permite un portafolio de inversión más variado que a los fondos abiertos, que puede incluir¹²:

1. Valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
2. Depósitos en entidades nacionales reguladas por la Ley Monetaria Financiera y supervisadas por la Superintendencia de Bancos. Estas entidades deberán poseer una calificación de riesgo no menor de grado de inversión;
3. Valores de oferta pública inscritos en el Registro emitidos por organismos multilaterales de los cuales la República Dominicana sea miembro.
4. Bienes inmuebles totalmente construidos para ser explotados a través de ventas, arrendamientos o *leasing*;

¹¹ Arts. 109, 110 y 11 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

¹² Art. 114 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

5. Documentos que otorguen el derecho de usufructo de inmuebles, o concesiones administrativas;
6. Opciones de compra de inmuebles cuya prima no supere el 5% del valor del bien y que tengan un vencimiento menor a 2 años;
7. Proyectos inmobiliarios por concluir, siempre que sea con el objetivo de terminarlos y posteriormente venderlos o arrendarlos.

Sin embargo, esta apertura no es total pues el artículo 116 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de inversión también les impone los siguientes límites de inversión:

1. 40% de una emisión de valores representativos de deuda de oferta pública;
2. 20% de su portafolio invertido en valores representativos de deuda de oferta pública;
3. 20% invertido en valores que representen el capital suscrito y pagado de una misma sociedad;
4. 15% del capital suscrito y pagado del fondo invertido en una misma emisión de valores representativos de capital;
5. 25% del portafolio de inversión en cuotas de participación de otro fondo cerrado;
6. 20% del portafolio de inversión en valores emitidos por una misma entidad o grupo financiero;
7. Valores representativos de capital de una SAFI;
8. 0% del portafolio en cuotas de fondos abiertos.

Llama la atención que los límites de inversión establecidos para los fondos cerrados hacen difícil su utilidad estratégica en situaciones de adquisición de control de ciertas sociedades o activos debido a la imposibilidad de adquirir más del 20% del capital suscrito y pagado de una sociedad. Sin embargo, existe la opción de establecer un fondo cerrado de desarrollo de sociedades, al cual se le permite adquirir valores representativos de capital y/o deuda, que le permitan al fondo de inversión tomar participación directa, temporal y sin carácter de permanencia en determinadas sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que no estén inscritas en el Registro del Mercado de Valores y que no pertenezcan al sector financiero y pueden participar en la administración de las actividades realizadas por las sociedades en las que invierten¹³. De hecho, el 60% del portafolio de inversión de estos fondos debe estar invertido en este tipo de sociedades en virtud del artículo 157 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión. Esto se traduce efectivamente en la posibilidad de realizar inversiones de tipo capital-riesgo (Zunzunegui 2005) con el patrimonio del fondo.

De hecho, llama la atención el artículo 160 Párrafo de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, ya que obliga a los fondos cerrados de desarrollo de sociedades a invertir en condiciones bastante favorables, las cuales describimos a continuación:

1. Preferencia en la suscripción del capital de la sociedad;
2. Derecho preferente de liquidación, en caso de que la sociedad sea liquidada;
3. Condiciones de gobierno de la sociedad que incluyan la participación del fondo cerrado de desarrollo de sociedades en el máximo órgano de gestión;

¹³ Art. 155 y 160 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

4. Obligaciones de información de la sociedad y de sus accionistas tanto controladores como minoritarios a favor del fondo cerrado de desarrollo de sociedades.

La regulación del mercado de valores también prevé los fondos cerrados de inversión inmobiliaria, *“cuyo objetivo principal es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento, así como para obtener rentas provenientes de sus ventas”*¹⁴, y los fondos cerrados de desarrollo inmobiliario, cuyo objetivo es invertir en *“proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción, para su conclusión y venta, o arrendamiento”* y para la generación de plusvalías¹⁵. En virtud del artículo 117 Párrafo II y VI de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión, estos fondos deben diversificar sus inversiones conforme los criterios y límites descritos a continuación:

1. 10% del patrimonio del fondo invertido directa o indirectamente en opciones de compra de inmuebles valoradas al 100% de la prima pagada;
2. 20% del patrimonio del fondo en cuentas bancarias e instrumentos financieros, límite que puede excederse por 6 meses cuando ingrese dinero por una desinversión;
3. 65% del patrimonio del fondo invertida directa o indirectamente en el mismo bien inmueble;
4. 25% del valor de los activos del fondo y de un inmueble en particular en reparaciones o remodelaciones de ese inmueble;

¹⁴ Art. 117 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

¹⁵ Art. 117 Párrafo I de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión.

5. 25% del valor de un inmueble en específico en su ampliación, pudiendo sobrepasarse hasta el 100% de la última valoración del inmueble cuando se cuente con el acuerdo de la asamblea general de los aportantes.

Desde el punto de vista del control, todos los fondos cerrados están expuestos al riesgo que representa la facultad que el artículo 142 de la Norma que regula las Sociedades Administradoras y los Fondos de Inversión a los aportantes de reunirse en asamblea general y tomar ciertas decisiones. En virtud de este artículo, los poderes de la asamblea general de aportantes ordinaria son moderados; sin embargo, la asamblea general de los aportantes extraordinaria debe aprobar las modificaciones al reglamento interno y prospecto de emisión del fondo y aprobar la fusión con otro fondo cerrado, y puede acordar la liquidación del fondo y la transferencia de su administración a otra SAFI.

3.1.3 Ventajas y desventajas competitivas ofrecidas por los fondos de inversión

Como vemos, la regulación del mercado de valores permite a las SAFIs un marco de acción muy cerrado. Sin embargo, analizado desde el punto de vista estratégico existen utilidades marcadas para un inversionista a través de una estructura que haga uso de fondos de inversión. Por ejemplo, si bien les está prohibido participar la administración, asesoramiento, dirección o cualquier otra función que no sea la de accionista en aquellas sociedades en que un fondo tenga inversiones, se les permite participar en la designación de los miembros del consejo de administración y miembros de comités especiales.

Tomando esto en cuenta, y según vimos al examinar la regulación específica de los fondos de inversión, esta estructura puede permitir a un inversionista bien planificado tomar control de una sociedad sin usar la totalidad de su capital. Un inversionista capaz de montar la estructura de una

SAFI y un fondo de inversión cerrado puede captar capital de terceros, interesados solo en rentabilidad y no en control de uno u otro activo, invertir adquiriendo acciones en una sociedad e instalar un equipo de su elección para administrarla. El resultado de esta operación es que el inversionista ha tomado control de la sociedad objeto de inversión del fondo siendo financiado por terceros que han aceptado una rentabilidad variable e incluso la posibilidad de que existan pérdidas. El hecho de que los aportantes no puedan elegir salir en cualquier momento permite al administrador del fondo cerrado invertir en activos menos líquidos que al administrador de un fondo abierto debido a que no existe el riesgo del *bank run* que hemos descrito antes; y su calidad de aportante del fondo, cuando así ocurra, permite a los demás aportantes ver que sus intereses están alineados con los del administrador (Cherkes 2003)¹⁶.

Basta con que el equipo de administración designado *de facto* por el inversionista haga rentable la sociedad objeto de inversión, o incluso demostrar una buena expectativa de rentabilidad, para que cualquier duda relativa a conflictos de interés o de idoneidad de la inversión sea despejada. Si el equipo de administración designado *de facto* por el inversionista puede hacer rentable la inversión, los intereses de los dueños de las cuotas del fondo que han en realidad financiado una operación de adquisición se ven completamente alineados con los del inversionista que ha ideado la operación.

Pero la regulación ofrece posibles ventajas competitivas para un inversionista que busque controlar una o varias sociedades a través de la constitución de un fondo cerrado de desarrollo de sociedades, que como hemos visto le permite rebasar los límites de inversión en una misma sociedad y amplía

¹⁶ Cherkes expone esto desde el punto de vista de una jurisdicción en la que la calidad de aportante de la administración es una consecuencia de que su compensación dependa del rendimiento del fondo. En nuestra jurisdicción esto también ocurre, pero la SAFI también tiene la opción de aportar capital al fondo. Esto reforza aún más su posición.

la cantidad y tipo de sociedades en las que podría invertir un fondo cerrado ordinario. Por supuesto, los fondos cerrados de desarrollo de sociedades tienen la desventaja de tener una regulación más cerrada y opciones de inversión más limitadas por lo que un inversionista distinto con un hambre de capital podría preferir otras opciones.

En el caso específico de los fondos cerrados de desarrollo de sociedades, sin embargo, llama la atención que permiten a un inversionista que busca control, que por lo tanto normalmente tendría un ingreso típicamente residual y variable, usar el capital de inversionistas hambrientos de capital, que normalmente buscarían un ingreso fijo y preferente, para invertir en una sociedad con una sociedad y obtener un ingreso, si bien todavía variable, más lejos de ser residual y más cerca de ser preferente mientras toma el control efectivo de esa sociedad. En otras palabras, hablamos de una estructura que puede reemplazar una adquisición financiada, ordinariamente por la banca comercial que demandaría un ingreso fijo y preferente y una serie de concesiones por vía contractual que restarían la capacidad del inversionista de controlar libremente la sociedad, por una estructura que es efectivamente una adquisición financiada por inversionistas que normalmente no requerirán esas concesiones de control y que por regulación no tienen derecho a un ingreso fijo ni preferente.

Los fondos cerrados de desarrollo inmobiliario e inversión inmobiliaria pueden ser útiles de manera similar para inversionistas que buscan tomar control de activos inmobiliarios y carecen del capital para hacerlo por las mismas razones expuestas arriba.

El caso de los fondos abiertos es distinto. Esta estructura no aparenta permitir el mismo grado de control que los fondos cerrados, en especial los fondos cerrados de desarrollo de sociedades y de desarrollo inmobiliario e inversión inmobiliaria. Sin embargo, esta estructura sí permite obtener buenos ingresos a un inversionista con el conocimiento técnico para explotar efectivamente un

patrimonio en el mercado de valores. Los límites del patrimonio del fondo que pueden pertenecer a la SAFI y sus personas vinculadas tenderán a limitar el retorno que el inversionista que busca este objetivo puede obtener de administrar un fondo abierto; sin embargo, el unir ese patrimonio limitado con el de los demás aportantes del fondo podría abrirle la puerta a invertir en instrumentos o activos que quizá no alcanzaría invirtiendo a través de otra estructura y definitivamente le otorga la oportunidad de generar rentabilidad adicional a partir de las comisiones que puede cobrar a los demás aportantes. Esta estructura, por lo tanto, se podría ajustar a los objetivos de un inversionista activo que cuenta con capital y conocimientos suficiente para establecerla y aprovecharla.

Nuestro análisis ve la SAFI y al fondo como un componente táctico de una estrategia de inversión o adquisición. La SAFI, vista como componente de la estructura, no debe generar un impacto fiscal importante ni siquiera en lo relativo al impuesto sobre la renta debido a que los únicos ingresos que puede recibir son las comisiones por suscripción de cuotas de un fondo que administre. Generalmente, el monto recibido por la SAFI no generará un impacto fiscal importante en comparación con una adquisición directa de una sociedad a través de otra estructura debido a que la SAFI pagaría el 28%¹⁷ de la renta generada de la comisión que cobre al fondo por la suscripción de cuotas del fondo, no el 28% de la ganancia de capital generada por la inversión.

Sin embargo, esto no quiere decir que no existan riesgos de diversos tipos. Por ejemplo, el inversionista que decide crear un fondo cerrado se expone a los riesgos que representan los poderes de la asamblea general de los aportantes. Así mismo, el administrador de la SAFI y en consecuencia del fondo se expone a los altos costos transaccionales que implica cumplir con la regulación, y a los riesgos operacionales que implica llevar a cabo esa operación. Tampoco debe dejar de tomarse

¹⁷ Tasa del Impuesto Sobre la Renta establecida en el artículo 297 del Código Tributario de la República Dominicana

en cuenta el riesgo legal que existe en un mercado emergente con un regulador, unas agencias gubernamentales y unos tribunales que no tienen demasiada experiencia en la materia.

4. Conclusión

Los fondos de inversión, sobre todo los fondos cerrados de desarrollo de sociedades, son recursos legales interesantes para inversionistas en el mercado de valores, y merecen ser opciones a estudiar a la hora de crear una estrategia legal para invertir.

Constituir un fondo de inversión, en especial el caso de los fondos cerrados de desarrollo de sociedades, puede permitir al inversionista efectivamente apalancarse para suplantar estructuras tales como la adquisición financiada de una sociedad, o simplemente permitirle acceso a instrumentos y mercados financieros a los que de otro modo no tendría por falta de capital. La doctrina ha mostrado que el carácter cerrado de estos fondos alinea los intereses de los aportantes y los administradores, ahorrando algunos costos de agencia para ambas partes y dándole al administrador la seguridad necesaria para invertir en instrumentos más rentables y riesgosos.

Establecer un fondo cerrado de desarrollo de sociedades, o un fondo cerrado de inversión general, es una estructura atractiva para inversionistas expertos que desean acumular capital para lograr un objetivo específico. Les permite evitar comprometerse a pagos fijos y preferentes con una institución de intermediación financiera, y tomar control de un capital sobre el que deben pagar un pago preferente, pero variable, y que en el caso de los fondos cerrados tienen “atrapado” hasta el plazo por el que fue constituido el fondo. Por supuesto, el inversionista asume el riesgo de hacer la inversión lo suficientemente rentable para los aportantes como para que deseen adquirir las cuotas del fondo. Invertir capital en un fondo cerrado de desarrollo de sociedades, por otro lado, es una estructura interesante para inversionistas como el descrito anteriormente, pero sin los

conocimientos o el deseo para manejar el fondo directamente. Estos últimos no asumen el riesgo de gestión del fondo, sino que apuestan a la habilidad de la administradora.

Si bien el costo de cumplir con la regulación será significativo para el inversionista que decida crear el fondo, este costo puede ser menor que el capital requerido para tomar control de ciertas sociedades. Para el inversionista que adquiere cuotas, este costo es inexistente.

5. Bibliografía

2011. *Ley 189-11 para el Desarrollo del Mercado Hipotecario y del Fideicomiso en la República Dominicana*. Santo Domingo, Distrito Nacional, Junio 16.

1992. *Ley No. 11-92, Que Aprueba el Código Tributario de la República Dominicana*. Santo Domingo, Distrito Nacional, Mayo 16.

Barrachina, Eduardo. 2013. *Derecho del Mercado de Valores*. Madrid: Difusión Jurídica y Temas de Actualidad, S.A.

Carbajales, Mariano. 2006. *La regulación del mercado financiero Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*. Madrid: MARCIAL PONS EDICIONES JURIDICAS Y SOCIALES, S.A.

Cherkes, Martin. 2003. "A positive theory of Closed-End Funds as an investment vehicle." *SSRN*. Julio. Accessed Junio 22, 2017.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=567084.

2016. "Decreto No. 119-16." Santo Domingo, Distrito Nacional, Marzo 2.

2012. "DECRETO NO. 664-12, QUE CREA EL REGLAMENTO DE APLICACIÓN DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES." Diciembre 7.

- Goré, Marie. 2005. "Les Créanciers et le Trust: L'Exemple Américain." In *Propos sur les obligations et quelques autres thèmes fondamentaux du droit: Mélanges offerts à Jean-Luc Aubert*, 135-146. Paris: Éditions Dalloz.
- Grundmann, Stefan, Florian Mösslein, and Karl Reisenhuber. n.d. *Contract Governance: Dimensions in Law and Interdisciplinary Research*. Edited by Oxford University.
- Jackson, Howell E., Louis Kaplow, Steven M. Shavell, W. Kip Viscusi, and David Cope. n.d. *Analytical Methods for Lawyers*.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*.
2015. "Ley No. 141-15 de Reestructuración y Liquidación de Empresas y Personas Físicas Comerciantes." Agosto 12.
2000. "Ley No. 19-00 sobre el Mercado de Valores." Santo Domingo, Distrito Nacional, Mayo 8.
2008. "Ley No. 479-08 General de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada." Diciembre 11.
- Lopez de Puga, Ana. 2002. *Diccionario Jurídico Bursátil*. Buenos Aires: ABELEDO-PERROT.
- Masson, Antoine, and Mary J. Shariff. 2011. "Through the Legal Looking Glass: Exploring the Concept of Corporate Legal Strategy." *European Business Law Review* 22 (1).
2013. "Norma General 05-13 sobre el tratamiento fiscal de las Administradoras de Fondos de Inversión y los Fondos de Inversión." Santo Domingo, Distrito Nacional, Diciembre 9.
2015. "Norma General sobre el Cumplimiento de Deberes y Obligaciones Tributarias del Fideicomiso." Santo Domingo, Distrito Nacional, Abril 22.
- Porter, Michael. 2015. *Ventaja Competitiva: Creación y sostenimiento de un desempeño superior*. Grupo Editorial Patria.

2013. "PRIMERA RESOLUCIÓN DEL CONSEJO NACIONAL DE VALORES DE FECHA CUATRO (04) DE OCTUBRE DE DOS MIL TRECE (2013) R-CNV-2013-26-MV."

Octubre 4.

2012. "Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores." Santo Domingo, Distrito Nacional.

REGLAMENTO NO. 95-12, PARA APLICACIÓN DE LA LEY NO. 189-11, SOBRE DESARROLLO DEL MERCADO HIPOTECARIO Y EL FIDEICOMISO. 2012. Marzo 2.

Saguirre Soriano, David Andrés. 2013. "Negocio fiduciario de inversión: único vehículo fiduciario que prevé protección para el fideicomitente y el fideicomisario, como inversionistas del mercado de valores." *Revista de Derecho Privado* (24): 209-233.

2016. "SEGUNDA RESOLUCIÓN DEL CONSEJO NACIONAL DE VALORES DE FECHA ONCE (11) DE OCTUBRE DE DOS MIL TRECE (2013) R-CNV-2013-33-MV MODIFICADA POR LA QUINTA RESOLUCIÓN DEL CONSEJO NACIONAL DE VALORES DE FECHA VEINTITRÉS (23) DE SEPTIEMBRE DE DOS MIL CATORCE (2014) R-CNV-2014-22-MV Y MODIFICADA POR LA ÚNICA RESOLUCIÓN DEL CONSEJO NACIONAL DE VALORES." Marzo 7.

Sitkoff, Robert H. 2004. "An Agency Costs Theory of Trust Law." *Cornell Law Review* 69: 621-684.

Zunzunegui, Fernando. 2005. *Derecho del Mercado Financiero*. 3era Edición. Madrid:

MARCIAL PONS EDICIONES JURIDICAS Y SOCIALES, S.A.