

La regulación de los Fondos de Inversión en Bolivia

Enrique Villanueva



ofrecidas por los activos tradicionales emitidos por los bancos comerciales.

Las operaciones de los fondos de inversión en los mercados bursátiles pueden enfrentar problemas debido a las fallas de mercado que se refieren a problemas de información y a la existencia de estructuras no competitivas. Estos problemas generan costos externos que afectan la transparencia del mercado. Sin embargo, la intervención estatal, a través de las actividades regulatorias, puede prevenir y corregir estas fallas. En Bolivia, la promulgación de la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones reglamentarias, promueve la transparencia en la operatoria bursátil y en las actividades de los fondos de inversión. A partir de esas normas, se controlan de manera más eficiente las acciones de los administradores previniendo los conflictos de intereses y los problemas de información.

¿Es necesario regular las actividades de los Fondos de Inversión?

El sistema financiero existe una serie de instituciones financieras encargadas de canalizar el ahorro hacia la inversión. El desarrollo de este proceso ha generado la aparición de nuevos intermediarios financieros denominados inversionistas institucionales. Estos inversionistas, se caracterizan por agrupar recursos a través de la emisión de cuotas de participación y conformar portafolios de inversión. Entre los más importantes se destacan los fondos de pensiones y los fondos de inversión.

En los fondos de inversión los inversionistas, conocidos como participantes, entregan dinero en efectivo a los administradores a cambio de las cuotas de participación. Los administradores conforman un patrimonio autónomo, que es un patrimonio separado, propiedad de los participantes del fondo, estos delegan la responsabilidad de su administración a una entidad que estructura el portafolio de inversión a partir de la compra de títulos valor en los mercados financieros. Los portafolios, o carteras de inversión, son conformados bajo el principio de diversificación que permite obtener una rentabilidad mayor a las

La forma en la cual operan las instituciones de inversión colectiva implica una serie de situaciones donde los inversionistas o participantes pueden ver afectados sus intereses por problemas de información, como son el riesgo moral y la selección adversa. El riesgo moral surge de situaciones donde existe la posibilidad de que los administradores obtengan ventajas sobre los inversionistas por el manejo inadecuado de la información proveniente del mercado. Es posible también, la existencia de problemas de selección adversa, o sea, situaciones donde la información financiera es insuficiente o carente de aspectos relevantes para las transacciones.

Por estos motivos, es necesario que los entes reguladores generen mecanismos administrativos que promuevan el flujo de información continua, oportuna y transparente hacia los inversionistas. Asimismo, los aspectos específicos del funcionamiento de los fondos de inversión exigen la existencia de normativa especializada (véase Cuadro N° 1) que evite los conflictos de interés entre los administradores y los inversionistas.

Fideicomiso

Los fondos de inversión están regidos por la figura jurídica del fideicomiso. El fideicomiso, permite la separación del patrimonio de las sociedades administradoras y del patrimonio autónomo propiedad de los participantes. Los administradores de los fondos deben llevar contabilidades separadas para ambas cuentas, no pueden garantizar el pago de sus deudas con el patrimonio autónomo y en caso de quiebra, los acreedores de la sociedad administradora no pueden reclamar los recursos del fideicomiso porque éstos deben ser devueltos a sus propietarios. Estas razones exigen de mecanismos legales y administrativos que garanticen la separación de los patrimonios. Así, se protege los recursos que conforman el patrimonio de los participantes y sus intereses.

No obstante, el Artículo 93 de la Ley del Mercado de Valores obliga a las Sociedades Administradoras de los Fondos de Inversión (SAFI) a mantener invertido como mínimo el 30% de su capital pagado en cuotas de participación. Se espera que a través de este mecanismo se generen incentivos para una administración de cartera más eficiente. Sin embargo, el 30% del capital pagado debe permanecer obligatoriamente invertido y, para hacer efectiva la rentabilidad de la inversión de los administradores, se debería incrementar el porcentaje de cuotas de participación propiedad

de los administradores. Así, se contradice y desvirtúa la figura jurídica de fideicomiso y se abre la posibilidad para que surjan conflictos de interés por la posesión excesiva de cuotas de participación.

Vinculación

La vinculación patrimonial se define como la participación de un mismo socio en diferentes instituciones financieras. El vínculo patrimonial da origen al vínculo de responsabilidad crediticia (cartera vinculada). En la industria de los fondos de inversión, el vínculo de responsabilidad crediticia entre empresas emisoras y los administradores, origina conflictos de interés puesto que los emisores pueden influir en la política de administración de portafolio y en la distribución de inversiones. Por ello, las actividades regulatorias deben emitir normas claras sobre los vínculos patrimoniales para evitar situaciones de riesgo moral que afectan los intereses legítimos de los inversionistas.

La vinculación patrimonial entre las instituciones del sistema financiero nacional esta permitida. Sin embargo, la vinculación crediticia, es decir, la cartera vinculada presenta regulaciones específicas en la industria de fondos de inversión. La nueva reglamentación (Resolución Administrativa N° 290 de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros) redujo el porcentaje permitido del 25% al 10% del total de la cartera.

Entre 1997 y 1999 las entidades regulatorias del mercado de valores intervinieron a dos agencias de bolsa administradoras de fondos comunes de valores. En 1997 se procedió a la transferencia del C.I.V. Fondo Común de Valores de la Agencia de Bolsa B.H.N. Valores a la agencia Citicorp Securities Bolivia S.A. En 1999, Multiplica Fondo Común de Valores administrado por B.B.A. Agente de Bolsa fue liquidado porque su banco matriz, el Banco

Boliviano Americano, presentó problemas de solvencia y fue intervenido por la Superintendencia de Bancos. En esta operación el 85% (11.57 millones de dólares) de la cartera fue vendido en la bolsa, el 4% declarado "cartera irre recuperable" (544 mil dólares) y el 11% (1.49 millones de dólares) depositado en fideicomiso en el Banco de Santa Cruz.

Los dos Fondos Comunes de Valores que fueron intervenidos eran administrados por agencias de bolsa vinculadas patrimonialmente a bancos del sistema. En los procesos de intervención se generaron perdidas a los inversionistas que alcanzaron aproximadamente a dos millones de dólares. Por este motivo, es necesario que el porcentaje permitido como cartera vinculada en la nueva reglamentación desaparezca gradualmente. De esta manera, se evitarán pérdidas a los inversionistas producto de las inversiones en títulos emitidos por empresas vinculadas a las sociedades administradoras.

Limites de Inversión

Uno de los principios básicos en la administración de los portafolios de inversión es la diversificación de riesgos. Este proceso consiste en invertir los recursos del patrimonio autónomo en una amplia gama de títulos valor emitidos por diferentes empresas de diversas características. De esta manera, se evita que las inversiones sean concentradas en pocos títulos y se diversifica el riesgo puesto que, la cotización descendente de algunos títulos valor, es compensada por los precios al alza de otros activos que conforman el portafolio. Así, se equilibran las posibles disminuciones en la rentabilidad producto de la variación de precios y de las tasas de interés.

Los administradores de los fondos mutuos deben promover la diversificación en los portafolios de inversiones para minimizar el riesgo de pérdidas para los inversionistas. La Resolución Administrativa N° 290, en los artículos 69 y 81, especifica los límites de inversión máximos que rigen la política de administración de portafolios (véase Cuadro N° 2) en los fondos de inversión. Sin embargo, estos límites pueden ser traspasados en casos excepcionales, como son los de iliquidez en el mercado ó retiros masivos de participantes.

Las limitaciones explícitas en cuanto a las inversiones de los fondos mutuos, además de exigir la diversificación en la administración de cartera, promueven inversiones en títulos valor emitidos en el extranjero. Así, los inversionistas alcanzarán mayor rentabilidad por sus inversiones puesto que participarán en mercados financieros desarrollados donde existen mayores posibilidades para la inversión en acciones.

Cuadro 1		LÍMITES DE INVERSIÓN	
Limite de inversión		Decreto Supremo N° 25022	Resolución Administrativa N° 290 del 8/10/2000
I	Inversiones títulos oferta pública	Solamente	Solamente
II	Limite máximo para adquirir títulos de una misma emisión Limite como porcentaje de Cartera	30% de la emisión No exite	25% de la emisión 10% total Cartera
III	Limites en Operaciones de Reporto	10% de la Cartera	10% de la Cartera
IV	Inversiones en empresas Vinculadas a) Renta Fija Calificación de Riesgo b) Renta Variable	25% de la Cartera No especificado No especificado	10% de la Cartera BBB ó N-2 Inversiones prohibidas
V	Limites epecíficos de inversión a) Activos procedentes de procesos de Titularización b) Valores vigentes de una misma empresa c) Valores vigentes de un grupo empresarial	Definidos Reglamento No especificado No especificado No especificado	35% de la emisión 20% de la cartera 20% de la cartera 30% de la cartera
VI	Inversiones en Acciones	5% de la cartera	25% del capital de una misma sociedad
VII	Inversiones en el extranjero	No previstas	10% de la cartera

Operaciones Transparentes

Las Operaciones de Cruce de Registro, definidas como reportos extra bursátiles entre la cartera de las agencias de bolsa administradoras y la cartera de los fondos comunes de valores, permitieron a éstas obtener ventajas ilegítimas puesto que los precios de operación no reflejaban las condiciones del mercado. Estas ventajas surgieron de las asimetrías de información existentes entre la agencia de bolsa y sus clientes.

Las Operaciones de Cruce de Registro fueron eliminadas por acuerdo entre los operadores bursátiles a partir de 1999. Además la nueva reglamentación prohíbe que los administradores realicen operaciones tanto de reporto como de compra - venta fuera del ruedo de la bolsa. De esta manera, la regulación promueve la competencia entre los diferentes operadores lo que permite un flujo continuo de información y elimina así las posibles ventajas producto de las asimetrías de información.

Custodia

El portafolio de inversiones esta conformado por títulos valor adquiridos por los administradores en los mercados financieros. Estos títulos no pertenecen a los administradores por ello deben ser depositados en custodia en una entidad financiera autorizada. Las entidades de custodia otorgan seguridad física a los títulos y cumplen la función de supervisar el movimiento de la estructura de la cartera se preserve de esta manera los derechos de los participantes.

En Bolivia, la Ley del Mercado de Valores prevé el funcionamiento de las Entidades de Custodia y Depósito de Valores. Sin embargo, estas instituciones aún no existen en el mercado, por ello, las funciones de custodia de los títulos valor de los fondos de inversión son realizadas por los bancos comerciales del sistema. La Intendencia de Valores no participa en la asignación de la entidad de custodia como ocurre en Alemania y otros países europeos donde el ente regulador selecciona al custodio de cada fondo de inversión. Esta situación, permite a las Sociedades Administradoras de los Fondos de Inversión colocar los valores en empresas bancarias vinculadas a la sociedad eliminando así la posible supervisión de éstas a los cambios en la estructura de la cartera.

Comisiones

Los administradores de los fondos mutuos perciben comisiones por prestar sus servicios. Éstas se cobran por concepto de ingreso al fondo de inversión, asesoramiento de inversiones, y transacciones de

compra - venta de cuotas de participación. La regulación debe evitar problemas de selección adversa que se originan en la falta de información clara, estandarizada y comparable sobre los montos de las comisiones. Así, se facilita la elección de los inversionistas y la competencia en la industria de fondos de inversión.

Las normas contenidas en la Resolución Administrativa N° 290, exigen que las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión presenten en sus reglamentos internos un porcentaje fijo de comisión que no puede ser modificado sin la autorización de la Intendencia de Valores. Además, se incorpora la comisión por éxito. Un incentivo para los administradores. Para obtenerla deben estructurar portafolios de inversión cuyo rendimiento sea superior al promedio del mercado.

Estos cambios generan incentivos y eliminan las asimetrías de información que los inversionistas enfrentaban, en la forma de selección adversa ó selección sesgada, porque estaban imposibilitados de realizar comparaciones sobre el costo de la gestión de cartera presentada como un intervalo porcentual. Este manejo arbitrario permitió a los administradores manipular la tasa de rendimiento a través de la comisión diaria, lo que provocó distorsiones en las decisiones de inversión.

¿Es más transparente la Industria de Fondos de Inversión?

Para mejorar aún más la normativa que regula la industria de los fondos mutuos es necesario corregir las disposiciones reglamentarias referidas al fideicomiso, a la cartera vinculada y a las entidades de depósito de valores. Es importante

eliminar por completo la cartera vinculada de los fondos de inversión puesto que el porcentaje permitido es aún muy significativo considerando el volumen de recursos administrado por las SAFL. Además, es necesario que se promulgue una ley específica sobre el fideicomiso para modernizar las operaciones financieras y para evitar los posibles problemas que pueden ser originados por el Artículo 93 del la Ley del Mercado de Valores. Por último, es importante agilizar la aprobación de la normativa que permita el funcionamiento de Entidades de Custodia y Depósito de Valores que permitan otorgar seguridad a los títulos valor y una adecuada supervisión de las carteras de inversión.

Aunque todavía existen problemas en los aspectos mencionados, es posible afirmar que la nueva reglamentación ha provocado que las inversiones en los fondos de inversión sean más seguras. Esto principalmente debido al cumplimiento de límites de inversión que garantizan la diversificación y la distribución de los riesgos. Asimismo, se han eliminado las operaciones de reporto extra bursátiles que presentaban asimetrías de información y abrían la posibilidad a la existencia de ventajas ilegítimas. En cuanto a las comisiones que perciben las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, los montos fijos cobrados por concepto de comisiones, además de eliminar los problemas de selección adversa y permitir la comparación de los costos de gestión de cartera, promueven una sana competencia. Así, este mercado se aproxima cada vez más a la transparencia porque la regulación prevé los conflictos de intereses entre los inversionistas y los administradores al eliminar situaciones de información asimétrica que originan el riesgo moral y la selección adversa ■

Cuadro 2 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN			
Actividades reguladas relacionadas con la Administración de los Fondos de Inversión		Decreto Supremo N° 25022	Resolución Administrativa N° 290 del 8/10/2000
I	Administración de los Fondos de Inversión	Agencias de Bolsa	Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.F.I.
II	Inversiones de los administradores en Cuotas de Participación de los fondos administrados	No permitidas	S.A.F.I debe invertir al menos el 30% del capital pagado en cuotas de participación
III	Cartera Vinculada	25% del total de la cartera	10% del total de la cartera con calificación riesgo BBB ó N-2
IV	Cobro de Comisiones	Establecidas como porcentajes variables	Establecidas como montos ó porcentajes fijos
V	Operaciones de Cruce de Registro	Permitidas	Eliminadas por acuerdo entre los operadores bursátiles
VI	Custodia del Portafolio de Inversión	Las actividades de custodia son realizadas por la Banca Comercial únicamente	Las actividades de custodia pueden ser realizadas la Banca hasta que existan Entidades de Depósito y Custodia
VII	Límites de Inversión	Aspectos generales regulados Inversiones específicas son determinadas por Reglamentos Internos	Todos los límites de inversión son determinados por la Resolución Administrativa N° 290