



RÉGIMEN DE INVERSIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN PÚBLICOS





Joe Navarrete

Docente de Mercado de Valores
Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Cuestionamientos y propuestas:

Régimen de inversiones en fondos de inversión públicos

En este artículo, el autor analiza la regulación sobre las inversiones permitidas a los fondos de inversión públicos y la compara con el régimen de inversión aplicable a los fondos privados. Asimismo, analiza la razonabilidad de la existencia de límites en el régimen de inversiones aplicable a fondos de inversión públicos, al tiempo de sugerir propuestas hacia su flexibilización permanente.

Introducción

Los fondos de inversión son desde hace varios años importantes participantes en el mercado de valores. Tanto fondos públicos como privados se encuentran en el mercado realizando diversos tipos de operaciones: inmobiliarias, *leasing* operativo, *factoring*, *private equity*, compra de carteras crediticias, entre otras. Dado lo anterior, en un contexto como el presente de desaceleración económica, los fondos de inversión están llamados, entre otros actores, a ser protagonistas en la reactivación económica. En este marco, es importante que su regulación se realice según estándares de razonabilidad atendiendo a varios factores como una adecuada protección (y no proteccionismo) al inversionista, la experiencia obtenida, el tipo de mercado con el que contamos, entre otros factores.

En su artículo pionero de 1971, el premio Nobel de economía, George Stigler, señalaba que "las cuestiones centrales de la teoría de la regulación económica son explicar quién recibirá los beneficios o cargas de la regulación, qué forma tomará la regulación, y los efectos de la regulación respecto de la distribución de los recursos".¹ Al respecto, la regulación puede ser la solución a algunos problemas de la sociedad pero también podría convertirse en un "pasivo" para las actividades de los privados, afectando su autonomía privada al imponer límites innecesarios o irrazonables a su actuación con la consiguiente pérdida de libertad y otros perjuicios de variada índole como los económicos.

En el presente artículo comentaré respecto del régimen de inversiones permitidas a los fondos de inversión públicos a fin de determinar si podemos considerar la regulación actual como razonable.

Los fondos de inversión

La regulación de los fondos de inversión en el Perú surge en 1996 a través del Decreto Legislativo N° 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Ley de Fondos). Acorde con la Exposición de Motivos de dicha ley, dicha regulación se realizó como parte de la "modernización del mercado de valores y el perfeccionamiento de los mecanismos que

permitan la dinamización del proceso ahorro-inversión".

Teniendo en cuenta su condición de patrimonio autónomo, los fondos de inversión son administrados por un tercero especializado denominado sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI),² el cual es supervisado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Dicha SAFI cuenta entre sus órganos con un comité de inversiones el cual se encargará de determinar las inversiones del fondo de inversión.

En relación con la colocación de las cuotas de participación de un fondo de inversión, estas pueden ser colocadas por oferta pública, en cuyo caso el fondo se registrará ante la SMV, o por oferta privada, en cuyo caso no será necesario el referido registro.

La colocación de un fondo por oferta pública acarrea que en la administración de dicho fondo se deba aplicar, acorde con lo establecido en el artículo 19 de la Ley de Fondos, además de las disposiciones del Capítulo I de dicha ley, las disposiciones del Capítulo II, lo cual representa una carga regulatoria adicional a la aplicable a los fondos privados. Adicionalmente a lo anterior, en el caso de un fondo público aplicarán las disposiciones de la Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Reglamento de la Ley de Fondos).

Régimen de inversiones permitidas

El artículo 27 de la Ley de Fondos, el cual se encuentra dentro del Capítulo II de dicha ley, establece que los fondos de inversión públicos solo podrán invertir en los instrumentos, operaciones financieras y demás activos establecidos en dicho artículo. En tal sentido, estamos ante un número limitado de inversiones en el caso de fondos públicos. A mayor abundamiento, el artículo 27 de la Ley de Fondos debe ser complementado con lo establecido en el artículo 77 del Reglamento de la Ley de Fondos que también trata sobre las inversiones permitidas.

Por el contrario, en el caso de estar ante un fondo privado no se aplicará dicho artículo 27 de la Ley

de Fondos, y el fondo de inversión podrá invertir en aquello que se haya establecido en el respectivo reglamento de participación.

Señalado lo anterior, surge la pregunta si es que dicho régimen de inversiones permitidas para un fondo público se justifica o no. En las siguientes líneas, argumentaré que no existe justificación para mantener dicha limitación.

Cuestionamientos al régimen vigente

Entre las razones para dejar sin efecto el régimen de inversiones permitidas, señalado en el párrafo anterior, puedo mencionar las siguientes:

a. *Otros vehículos no tienen dicho tipo de limitaciones.* Las colocaciones públicas de acciones no requieren que las sociedades emisoras deban tener determinado objeto social. Basta que el objeto social sea lícito para que los inversionistas puedan colocar sus recursos en dichas sociedades. Luego de lo anterior, en el marco de dicho objeto social, la sociedad utilizará los importes de las suscripciones para poder generar las utilidades correspondientes. Caso similar ocurre en el caso de emisiones de valores de renta fija como bonos o papeles comerciales. En este caso, las sociedades que requieren de financiamiento no tienen limitados los usos a los que puede dirigir dicho financiamiento, siempre y cuando se especifique el detalle

“ Considero que en el caso de los fondos de inversión públicos existen argumentos suficientes para (...) cambiar el actual régimen de inversiones permitidas a un régimen libre de inversiones ”

correspondiente en los documentos de la emisión. Situación similar sucede en otros tipos de vehículos como los fideicomisos de titulización.

En los casos anteriores, serán los inversionistas los que deberán valorar si quieren dirigir sus recursos a una sociedad con un objeto social determinado y/o a financiar una actividad determinada de dicha sociedad u originador. En resumen, no existe un número cerrado de objetos sociales y/o de usos de recursos que los inversionistas puedan financiar.

b. *La estructura legal del fondo de inversión es menos riesgosa.* En principio, desde un punto de vista del riesgo de la estructura legal, así como, por ejemplo, un bono titulado sería menos riesgoso que un bono corporativo, una emisión a través de un fondo de inversión sería menos riesgosa que la emisión a través de una sociedad. Lo anterior debido a que, entre otras razones: (i) el fondo de inversión es un patrimonio autónomo cuyo destino exclusivo es realizar determinadas inversiones (patrimonio diverso de los inversionistas/partícipes y de la SAFI); (ii) las inversiones son establecidas en el reglamento de participación, sujeto a criterios y límites de inversión; y (iii) se cuenta con un comité de inversiones a cargo de las inversiones del fondo. Ahora bien, claro está que la estructura legal no es el único elemento a tomar en cuenta a la hora de determinar el riesgo, pero desde el inicio se cuenta con elementos de seguridad adicionales.

A fin de poner en simple el presente argumento, téngase en cuenta que a la fecha una sociedad podría dedicarse y/o destinar sus recursos a determinada inversión, pero esta le estaría prohibida a un fondo de inversión público a pesar de ser una estructura legal que brinda mayor seguridad que una sociedad, según se comentó anteriormente.

c. *El riesgo de sustitución de activos puede ser manejado.* La sustitución de activos consiste en la práctica a través de la cual el agente sustituye activos de menor riesgo por otros de

mayor riesgo. En particular, se podría argumentar que el fondo de inversión público podría ofrecer invertir en un activo (de menor riesgo) pero terminaría invirtiendo en otro (de mayor riesgo) ya que no habría limitaciones en qué invertir.

Al respecto, considero que: (i) el hecho de existir libertad para establecer las inversiones de un fondo público no implicará que el fondo de inversión pueda realizar cualquier inversión, sino que siempre deba regirse por la política de inversión señalada en el reglamento de participación y lo que establezca su comité de inversiones; y (ii) los partícipes se podrán cubrir de manera debida a través de los *covenants* necesarios en el reglamento de participación estableciendo, por ejemplo, que en el caso la calificación de riesgo de las inversiones disminuyan debajo de un mínimo establecido, la SAFI deberá otorgar garantías específicas o, en el caso más extremo, se inicie el proceso de traspaso del fondo de inversión a otra SAFI.

Fondos de inversión en el Régimen Simplificado

Dentro del régimen de oferta pública de fondos de inversión contamos con los siguientes regímenes de inscripción:

- Régimen General.* Las cuotas de participación se ofertan al público en general.
- Régimen Simplificado.* Las cuotas de participación se ofertan exclusivamente a: (i) inversionistas Institucionales; (ii) inversionistas que suscriban y paguen cuotas por un monto mínimo de PEN 250,000 antes del inicio de actividades; y (iii) accionistas, directores, gerentes de las SAFI, miembros del comité de inversiones o gestores externos del fondo de inversión.

Al respecto, dentro de las particularidades de los fondos de inversión bajo el Régimen Simplificado, el artículo 121 del Reglamento de Fondos establece que determinadas disposiciones son supletorias cuando no se haya establecido disposiciones distintas en el reglamento de participación (a diferencia del Régimen General en cuyo caso dichas disposiciones son de aplicación obligatoria). Dentro de dichas

disposiciones se encuentra el artículo 77 del Reglamento de Fondos sobre “Inversiones permitidas” por lo que dicho artículo también tiene el carácter de supletorio antes señalado. No obstante, se indica que en el artículo 121 antes señalado que en este caso la aplicación supletoria se deberá sujetar a lo establecido en el artículo 27 de la Ley de Fondos. Teniendo en cuenta lo anterior, también en el caso de fondos bajo el Régimen Simplificado nos encontramos ante un régimen de inversiones permitidas.

Si alguna objeción existiera respecto de la pertinencia de poder implementar un régimen de libertad de inversiones en los fondos públicos, en el caso de fondos bajo el Régimen Simplificado, teniendo en cuenta el tipo de inversionistas a los que está dirigido el fondo, no deberían existir reparos para aquello.

Conclusiones

Luego de señalado lo anterior puedo concluir que si bien la regulación es necesaria se debe buscar que esta sea razonable y acorde con varios factores como el tipo de inversionista a proteger, el mercado en particular, el conocimiento del instrumento, entre otros factores. Lo anterior es mucho más importante en contextos de crisis como el presente en los que limitar la actuación de los privados evita que algunas inversiones no se realicen y/o que la carga regulatoria de poder realizarlas sea alta o poco razonable.

Considero que en el caso de los fondos de inversión públicos existen argumentos suficientes para que, vía una modificación legal, se pueda cambiar el actual régimen de inversiones permitidas a un régimen libre de inversiones. ■

1 Stigler, George J. (1971). “The Theory of Economic Regulation.” en: *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, Nº 1, pp. 4.

2 Adicionalmente, los fondos de inversión también podrían ser administrados por: (i) una sociedad administradora de fondos, en el caso que esta última administre además fondos mutuos; y (ii) una sociedad gestora de fondos de inversión (sociedad no supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores), en el caso se trate de fondos privados.