

Número 121

Agosto 1993

FONDOS DE INVERSION Y PROYECTO DE REFORMAS AL MERCADO DE CAPITALES

- En el Senado se está discutiendo el proyecto de reformas al mercado de capitales propuesto por el Gobierno. La mayor parte del proyecto es positivo para el desarrollo de este mercado, pero las modificaciones a la legislación que regula los fondos de inversión pueden entorpecer seriamente el desarrollo de estas instituciones financieras.
- Entre las normas que deben ser corregidas están las referidas al objeto de inversión de tales fondos, las que intentan regular los eventuales conflictos de interés entre la administración de esos fondos y los fondos mismos, el mecanismo de emisión y colocación de aumentos de capital de los fondos y algunos aspectos respecto de la diversificación de sus inversiones.
- Es importante dotar a los fondos de inversión de una estructura legal flexible y ágil para permitir que el mercado de capitales financie no sólo a las grandes empresas, sino que también a la pequeña y mediana empresa, incluso si ésta es familiar, o a sectores que tradicionalmente han contado con restricciones a su financiamiento como el inmobiliario, el minero, el forestal, el agrícola, los proyectos de infraestructura, etc.
- El proyecto, aunque en general es muy positivo, trasluce una cierta desconfianza respecto del libre funcionamiento del mercado de capitales al introducir numerosas regulaciones y prohibiciones. Ello puede volver ineficiente, poco transparente y monopólico este mercado que hasta ahora ha sido ejemplo para muchas naciones. Es importante que el mercado de capitales esté abierto a financiar la capacidad empresarial de todos los chilenos, constituyéndose así en un motor de desarrollo económico y social.

1 El proyecto de reforma del mercado de capitales propuesto por el Gobierno en enero de 1993, contiene modificaciones al funcionamiento de los fondos de inversión que merecen ser revisadas con detención. En efecto, la aprobación del proyecto puede entorpecer el funcionamiento de estos fondos.

2 El presente artículo busca identificar los problemas que puede suscitar la aplicación del proyecto de ley en el caso de los fondos de inversión. No analizaremos, pues, la reforma en detalle aunque agregaremos algunos comentarios generales. Tampoco nos detendremos en los numerosos elementos positivos que contiene la reforma tanto para los fondos de inversión como para los demás participantes del mercado de capitales.

I. ¿Qué son los fondos de inversión?

3 Los fondos de inversión son una institución financiera bastante nueva en el mercado de capitales. Esta institución está compuesta de dos partes: un fondo constituido por los recursos aportados por los dueños de las "cuotas del fondo" y una sociedad administradora que tiene a su cargo la administración del fondo. De este modo, los dueños de las cuotas ceden la administración de estos recursos a la administradora, la cual debe administrarlos de acuerdo con la ley y el reglamento interno que se establece al constituir el fondo de inversión. Los aportantes deben elegir un "Comité de Vigilancia" que supervigile la administración del fondo.

4 De acuerdo con la ley existen diversos tipos de fondos de inversión: los fondos inmobiliarios que deben invertir sus recursos prioritariamente en bienes raíces, los mobiliarios que deben invertir en activos financieros tales como bonos y acciones y los fondos de capital de riesgo, denominados en el proyecto de ley "fondos de desarrollo empresarial", cuyo propósito es la inversión en empresas que no cumplen con los requisitos de clasificación de riesgo necesarios para acceder a los fondos de los inversionistas institucionales y, también, en proyectos de inversión o empresas nuevas.

5 Estos fondos fueron creados para que el público y los inversionistas institucionales pudieran financiar el desarrollo de sectores o empresas que, siendo atractivos como inversión, no pudieran ser financiados a través de los instrumentos tradicionales del mercado de capitales, tales como acciones o bonos, por sus características propias o por ser empresas cerradas o demasiado nuevas. Reconociendo que estas inversiones pueden resultar más riesgosas que las tradicionales, la ley estableció a las "sociedades administradoras" para que así especialistas manejen los fondos destinados a esas inversiones.

6 Los fondos de inversión van a tener una importancia creciente en el mercado de capitales porque van a permitir a los fondos de pensiones y compañías de seguros de vida financiar no sólo a las grandes empresas, capaces de obtener las clasificaciones de riesgo necesarias, sino que también a la pequeña y mediana empresa, aunque ésta sea familiar, o a

sectores como el inmobiliario, el minero, el forestal, el agrícola, los proyectos de infraestructura, etc.

7 El desarrollo de estos fondos va a tener, pues, positivos efectos económicos y sociales potenciando la capacidad empresarial de los chilenos. Por eso es importante dotarlos de una estructura legal flexible y ágil.

II. Observaciones al proyecto

II.1. Propósito de los fondos de inversión

8 A los fondos de capital de riesgo, ahora llamados fondos de desarrollo empresarial, se les prohíbe adquirir acciones de sociedades anónimas abiertas. A nuestro parecer, el objeto de estos fondos es la inversión en compañías que no sean elegibles como inversión para los fondos de pensiones, por ser familiares o cerradas, o por ser sociedades legalmente abiertas que no cumplan con las clasificaciones correspondientes (por tener menos de tres años de historia contable o por otras razones).

9 No tiene sentido marginar de estos fondos a las sociedades anónimas que, siendo abiertas, no son elegibles como inversión para los fondos de pensiones. Por otra parte, si una de las sociedades cerradas en que ha invertido el fondo se transforma en abierta, éste no debiera estar obligado a vender sus acciones, puesto que el negocio puede no haber madurado aún.

10 En el caso de los fondos inmobiliarios, se les restringe su campo de inversiones a los bienes raíces urbanos. Quedan, pues, excluidos por el proyecto de reforma los bienes raíces agrícolas, los forestales y los proyectos turísticos y de infraestructura. La ley debiera permitir al reglamento interno definir en qué tipo de bienes raíces invertirá el fondo y en qué proporciones, buscando siempre que el fondo sea socio capitalista y no el "empresario" del negocio.

11 ¿Qué sentido tiene negarle a los fondos de pensiones y al público la posibilidad de invertir, por ejemplo, en bosques, una de las grandes riquezas del país? ¿No es evidente que la carencia de infraestructura adecuada está frenando el crecimiento del país y deteriorando aceleradamente nuestra calidad de vida? entonces, ¿por qué no permitir que estos fondos colaboren a mejorar esos déficit?

II.2. Conflictos de interés

12 El proyecto de ley busca regular o más bien evitar los eventuales conflictos de interés que puedan existir entre la administradora, sus empleados y el fondo. Los conflictos

de interés existen cuando el interés de la administradora o sus empleados pueda ser opuesto al de los aportantes al fondo.

1 3 Este proyecto, tanto en las normas que se refieren a los fondos de inversión como en otras disposiciones, supone que en estos casos siempre saldrá perjudicado el fondo. Partiendo de esa discutible base, el proyecto llega a los extremos de prohibir toda transacción que pueda derivar en un conflicto de interés.

1 4 En primer lugar, el proyecto prohíbe a los fondos comprar o vender instrumentos financieros emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora. También el proyecto prohíbe a las sociedades administradoras, a sus personas relacionadas y a sus ejecutivos, comprar/vender o arrendar/dar en arriendo valores o bienes al fondo que administren, salvo en el caso de valores o bienes que se transen habitualmente en el mercado de capitales.

1 5 Evidentemente estas normas buscan evitar que los dueños de una administradora vendan, compren o arrienden valores o bienes al fondo perjudicando a éste. Pero las transacciones de este tipo no son perjudiciales para el fondo *per se*. Si las transacciones se efectúan en condiciones de mercado, no existe ese perjuicio; por el contrario, la transacción puede ser beneficiosa para ambas partes, como cualquier transacción efectuada libremente en un ambiente competitivo.

1 6 Bastaría entonces que la ley estableciera que estas transacciones deben ser aprobadas por el Comité de Vigilancia de los aportantes, para evitar posibles perjuicios al fondo. Este control se ve reforzado por la facultad que este proyecto les otorga a los aportantes de cambiar el administrador del fondo a proposición del Comité de Vigilancia. Esta facultad es sana porque aumenta el peso de la fiscalización que este comité efectúe respecto de éstas u otras materias. Sin embargo, la ley debiera detallar las causales que pueden generar tan drástica medida para evitar abusos.

1 7 Por otra parte el aportante que se sienta perjudicado por la administración del fondo, al igual que un accionista de una sociedad anónima, puede vender sus cuotas. Es importante recordar que la inversión en estos fondos es voluntaria. A menudo el proyecto busca establecer las mismas normas para estos fondos que las vigentes para los fondos de pensiones, olvidando que éstos últimos son ahorros forzosos.

1 8 No hay que perder de vista que aún con las norma propuestas por la reforma, la administradora que quiera perjudicar al fondo siempre podrá hacerlo buscando un tercero que actúe como intermediario en la operación.

1 9 En otra de sus disposiciones, la reforma establece que la administradora, sus personas relacionadas y sus accionistas y empleados pueden tener hasta el 25% del total de las cuotas del fondo que administren. En principio, mientras mayor parte del patrimonio de la

administradora y sus personas relacionadas esté invertido en el fondo, menos conflictos de interés podrán producirse entre ambos y más se esforzará la administradora en cumplir bien su rol. En ese sentido, pareciera innecesario el límite del 25%. Sólo interesa que ese porcentaje sea inferior al 33% para que no impida que los aportantes reúnan los dos tercios de los votos necesarios para cambiar al administrador del fondo.

20 Además se obliga a las personas mencionadas en el número anterior, a informar en forma previa y posterior sobre las transacciones de cuotas del fondo que efectúen tanto a la Superintendencia de Valores y como a las bolsas. Incluso el proyecto de ley faculta a la Superintendencia para determinar el número máximo de transacciones de cuotas del fondo que la sociedad administradora y sus personas relacionadas podrán efectuar en el año.

21 La obligación de informar las transacciones es indispensable para aumentar la información disponible para los inversionistas y para evitar el mal uso de la información privilegiada. Pero la obligación de informar en forma previa las transacciones de cuotas (que se contradice con la obligación de informar posteriormente) y, más aún, la facultad de la Superintendencia de determinar el número máximo de transacciones son normas excesivas, de dudosa legitimidad. ¿Qué derecho tiene la Superintendencia a prohibir a un empleado de una administradora vender sus cuotas porque otros empleados o la propia administradora ha comprado o vendido las suyas? ¿habrá que transar "derechos" a comprar o vender establecidos por la Superintendencia? No existe definición de la propiedad privada que incluya ese tipo de regulaciones.

22 En esta materia, así como también en otras, los fondos de inversión debieran regirse por las normas que establece la ley de sociedades anónimas.

II.3. Mecánica de los aumentos de capital

23 Existe una forma conocida y probada respecto de cómo aprobar y colocar los aumentos de capital de una sociedad anónima. Sin embargo, el proyecto de reforma propone establecer un mecanismo distinto para los aumentos de capital de un fondo de inversión.

24 El mecanismo es confuso y engorroso. Innecesariamente, el proyecto establece un precio mínimo por ley para los aumentos de capital en vez de dejar esa facultad a la asamblea de aportantes, tal como establece la ley de sociedades anónimas.

25 Pero lo más grave es la exigencia de colocar las cuotas del aumento de capital en menos de 180 días. Superado ese plazo el capital del fondo se reduce a las cuotas efectivamente pagadas. Esta obligación es impracticable. La experiencia indica que cualquier colocación de montos importantes, como los necesarios para el funcionamiento de un fondo de inversión, toma muchísimo más tiempo. La ley de sociedades anónimas establece tres años como plazo máximo para colocar aumentos de capital. Esta disposición del proyecto de reforma entorpece en forma especial el desarrollo de los fondos de inversión.

26 En una de sus normas menos claras, el proyecto ordena mantener en depósitos o títulos estatales los recursos obtenidos en la emisión de nuevas cuotas mientras éstas se colocan. Esto tiene por objeto permitir la devolución de los fondos en caso que la colocación "resulte fallida". No queda definido qué significa "fallida" ni por qué hay que devolver los fondos en este caso en vez de ajustar el capital del fondo a lo efectivamente pagado.

II.4. Diversificación de las inversiones

27 En el proyecto de reforma se incrementan los porcentajes máximos que puede invertir un fondo de inversión en valores emitidos por una misma empresa o grupo empresarial o en un mismo proyecto inmobiliario, respecto de los máximos que consigna la ley actual. Por ejemplo, un fondo no puede invertir más de un 20% de sus activos en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor. También establece que esa diversificación en las inversiones del fondo sea exigible a partir del sexto mes de existencia del mismo.

28 La experiencia indica que los fondos de inversión, por su novedad, se han desarrollado en forma lenta. Es muy difícil que un fondo de inversión logre estructurar una cartera de inversiones diversificada y rentable en tan breve plazo, particularmente en el caso de los fondos inmobiliarios, donde las transacciones exigen mayor tramitación legal. Lo aconsejable sería, pues, exigir esa diversificación una vez que el fondo tenga 18 o 24 meses de vida.

III. Comentarios generales sobre el Proyecto de Reforma al Mercado de Capitales

29 El proyecto de reforma es muy positivo en cuanto busca ampliar la gama de inversiones disponibles para los distintos participantes del mercado de capitales. En ello se aprecia un avance significativo respecto de la ley vigente.

30 Sin embargo, el proyecto trasluce una cierta desconfianza respecto del libre funcionamiento del mercado de capitales. En él se introducen un sinnúmero de regulaciones y prohibiciones, incluso en campos donde el mercado había tendido a autorregularse como en el caso de los bonos y efectos de comercio.

31 Entre los temas más debatidos están el enfoque que el proyecto da a los conflictos de interés y al mal uso de la información privilegiada. En ambos temas, como hemos analizado aquí respecto de los fondos de inversión, la reforma establece prohibiciones cada vez que percibe la posibilidad de usar información privilegiada en beneficio propio o la existencia de un conflicto de interés.

32 Ejemplos de ello hay muchos: prohíbe a los corredores de bolsa y personas vinculadas ser directores de sociedades emisoras de instrumentos financieros; prohíbe a los

ejecutivos de una administradora de fondos de pensiones comprar instrumentos financieros que también pueda comprar el fondo; prohíbe a los fondos de inversión comprar o vender bienes a la administradora; injerta "directores independientes" en la sociedad administradora de un fondo de pensiones que responden no ante los accionistas sino que ante la Superintendencia; limita el voto de los fondos de pensiones en las sociedades en las cuales invierten, etc.

33 Es un hecho que el mercado de capitales está lleno de posibles conflictos de interés, y que siendo el negocio financiero en buena medida un negocio de información, existe también la posibilidad de aprovecharse de la misma.

34 Pero las prohibiciones propuestas en el proyecto son objetables por cuatro razones:

- i) son ineficientes, es decir no eliminan la existencia de estos posibles problemas;
- ii) son costosas porque impiden que personas capaces y necesarias realicen ciertas actividades en el mercado de capitales o impiden que negocios rentables y beneficiosos para las partes se efectúen,
- iii) en muchos casos vulneran los derechos de propiedad de personas o sociedades como es el caso de los directores independientes en las administradoras de fondos de pensiones o de la prohibición de que un fondo de pensiones vote por un director que tenga más del 1% de las acciones de la empresa donde se está eligiendo al directorio, y
- iv) son arbitrarias porque establecen prohibiciones a ciertas personas determinadas a voluntad del legislador.

35 Los conflictos de interés no se pueden eliminar por ley, hay que resolverlos. En muchos casos el mismo mercado, o mejor dicho sus partícipes, se encargan de hacerlo así. Por ejemplo, quien invierte en un fondo de inversión cuidará de evaluar bien la calidad y rectitud de sus administradores así como la solidez del reglamento del fondo. Si una vez dentro del fondo, la administración no le satisface, podrá vender sus cuotas.

36 La ley debe obligar a los partícipes del mercado de capitales a informar todas las transacciones que puedan originar mal uso de la información o perjuicios por problemas de conflictos de intereses y debe sancionar a quienes efectúen ese mal uso o ese perjuicio.

37 Por ejemplo, los ejecutivos de una administradora deberían informar todas sus transacciones financieras y ser responsables junto con la propia administradora si esas transacciones les permiten obtener beneficios gracias a la información que poseen por su trabajo. De este modo se produciría una suerte de autorregulación donde los empleadores cautelarian la conducta de sus empleados.

38 — En el caso de transacciones entre la administradora y el fondo que ésta administra, debería seguirse el mismo principio: información de las transacciones, y si se juzga necesario, establecer mecanismos de aprobación más estrictos que para las transacciones con terceros, siempre sin violar los derechos de propiedad.

39 — No hay duda que el mercado de capitales chileno es un ejemplo que ya están imitando los países que buscan crecer económicamente. Su nivel de desarrollo nos da una gran ventaja respecto de los países que compiten con nosotros en los mercados mundiales. Pero si plagamos de regulaciones nuestro mercado de capitales, lograremos volverlo ineficiente y monopólico, impidiendo que éste sea un mercado abierto a financiar la capacidad empresarial de todos los chilenos .

Bernardo Fontaine Talavera*

* Ingeniero Comercial, mención en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.