

Universidad de Buenos Aires

From the Selected Works of Martin Paolantonio

1997

La inversión en activos extranjeros de los fondos comunes de inversión y una limitación que debe replantearse

Martin Paolantonio



Available at: https://works.bepress.com/martin_paolantonio/55/

LA INVERSIÓN EN ACTIVOS EXTRANJEROS DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN Y UNA LIMITACIÓN QUE DEBE REPLANTEARSE (*)

Por MARTIN ESTEBAN PAOLANTONIO

SUMARIO: 1. INTRODUCCIÓN. — 2. EL MARCO NORMATIVO Y SUS ANTECEDENTES. — 3. LA INTERPRETACIÓN DE LA NORMATIVA VIGENTE. — 4. LOS FUNDAMENTOS POSIBLES DE LA LIMITACIÓN A LA INVERSIÓN EN ACTIVOS EXTRANJEROS POR LOS F.C.I. — 5. LA FALTA DE RAZONABILIDAD DE LAS LIMITACIONES A LA INVERSIÓN DE LOS F.C.I. EN ACTIVOS EXTRANJEROS. — 6. CONCLUSIÓN.

1

INTRODUCCIÓN

No obstante la desregulación del mercado de capitales en la Argentina⁽¹⁾, existen aspectos que se han mantenido inalterados e impermeables al impulso transformador, quedando como hitos de una concepción económica superada por la irreversible tendencia a la internacionalización y globalización de los mercados financieros.

Hoy queremos detenernos en el análisis de las normas que limitan la posibilidad de que los fondos comunes de inversión argentinos (F.C.I.) inviertan en activos extranjeros.

(*) NOTA DE REDACCIÓN: sobre el tema ver además el siguiente trabajo publicado en *EL DERECHO*: Comentarios sobre el nuevo régimen de inversiones extranjeras, por DANIEL CASAL, 142-841.

(1) Del tema nos hemos ocupado en nuestra obra *Fondos comunes de inversión*, Depalma, Bs. As., 1994, pág. 12 y ss. Sobre la desregulación en general, y su impacto en los mercados financieros, se puede ver el trabajo de SWARY, ITZHAC Y TOPF, BARRY, *La desregulación financiera global*, Fondo de Cultura Económica, México, 1993.

2

EL MARCO NORMATIVO Y SUS ANTECEDENTES

La existente restricción a la inversión en activos extranjeros proviene de la primera regulación nacional en materia de F.C.I.

La ley 15.885 (art. 22) preveía que "la gestión del haber del fondo deberá ajustarse a las siguientes disposiciones:... c) el 75% como mínimo debe ser invertido en valores mobiliarios que coticen en bolsas o mercados de valores del país"⁽²⁾.

La ley 24.083 [EDLA, 1992-188] actualmente vigente y que reemplazó a la anterior, ha mantenido y aun ampliado⁽³⁾ la limitación, prescribiendo su art. 6 que "...en el caso en que el haber del fondo consista en valores mobiliarios (y derechos y obligaciones derivados de futuros y opciones) éstos deben contar con oferta pública en el país o en el extranjero, debiendo invertirse como mínimo un 75% en activos emitidos y negociados en el país".

(2) CASTRO CORBAT, MARCELO, *Fondos comunes de inversión*, Depalma, Bs. As., 1965, luego de reconocer la mayor flexibilidad de la legislación extranjera en la materia, justificaba la norma en los siguientes términos: "en nuestro país es natural que se haya puesto cierta limitación a la inversión en valores extranjeros, pues dada la inestabilidad monetaria que han soportado, los fondos comunes podrían convertirse en una vía de exportación de capitales, contrariando la gran necesidad de fomentar la capitalización propia del país".

(3) Notemos que la ley 15.885, ponía como condición la cotización en el país, en tanto el texto actual se refiere a activos emitidos y negociados en el país.

El art. 13 del decreto reglamentario 174/93 [EDLA, 1993-B-589] flexibilizó la prohibición de la ley 24.083, estableciendo que: "cuando existan tratados internacionales de integración económica de los que la República fuere parte, que previeren la integración de los respectivos mercados de capitales y/o la Comisión Nacional de Valores hubiera suscripto acuerdos al respecto con las autoridades competentes de los países que fueren parte de esos tratados los títulos valores emitidos en cualquiera de los países miembros serán considerados como activos emitidos en el país a los efectos previstos en el art. 6, *in fine*, de la ley, sujeto a que dichos títulos valores fueren negociados en los países de origen de sus emisoras en mercados aprobados por las respectivas comisiones nacionales de valores y organismos equivalentes".

La C.N.V., en base a la previsión transcrita del decreto 174/93, aprobó la Res. Gral. 242, que en su art. 1 resuelve "considerar como activos emitidos en el país a los efectos del cumplimiento de los porcentajes de inversión previstos en el art. 6 *in fine* de la ley 24.083 a los títulos valores emitidos en las Repúblicas Federativas de Brasil, Paraguay y Uruguay, que se negocien en sus países de origen en mercados aprobados por las respectivas Comisiones Nacionales de Valores u organismos equivalentes".

3

LA INTERPRETACION DE LA NORMATIVA VIGENTE

Antes de abordar los fundamentos posibles de las restricciones apuntadas y realizar su crítica, entendemos oportuno analizar, en base a las normas transcritas y a las demás que integran el plexo normativo de los F.C.I., los alcances de las trabas a la diversificación internacional de las inversiones de los F.C.I. en la Argentina.

Nos ocuparemos en primer término del art. 6 de la ley 24.083.

El texto, aun cuando reconoce como fuente al art. 22 de la ley 15.885, difiere en su redacción e interpretación de ese precedente.

Así, la norma en estudio requiere que los activos sean "emitidos y negociados en el país", en tanto el art. 22 de la ley 15.885 sólo requería la cotización local⁽⁴⁾.

(4) Con la actual redacción, los valores mobiliarios emitidos en el extranjero, pero

Por otra parte, de acuerdo al tenor literal de la norma, podría suscitarse una duda acerca de la base de cálculo para determinar el límite de inversión en activos extranjeros. Así, podría sostenerse que no es el patrimonio total del F.C.I., sino la parte correspondiente a las inversiones en valores mobiliarios la que opera como base de cálculo. De allí que, en el supuesto del F.C.I. que incorporen otros activos financieros diferentes de valores mobiliarios —tal como lo permite el art. 1, 1º parte, de la ley 24.083— el límite del patrimonio a invertir en activos extranjeros podría ser menor al 25% del total del valor patrimonial del F.C.I.

No creemos, sin embargo, que esta sea la interpretación preferible.

Considerando que se trata de una norma restrictiva del principio de administración discrecional del portafolio de inversiones del F.C.I., y que la redacción del texto legal no puede decirse concluyente en torno de la interpretación referida más arriba, entendemos que el límite del 25% debe ser calculado respecto del patrimonio total del F.C.I., con independencia del peso relativo de los valores mobiliarios extranjeros respecto del total de valores mobiliarios del F.C.I.⁽⁵⁾

cuya oferta pública en el país haya sido autorizada en el país (art. 5 de las normas de la C.N.V.) y su cotización autorizada (art. 11 del reglamento de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires) quedan excluidos de su consideración como activos locales. Una interpretación diferente surgiría de un texto como el del derogado art. 22, ley 15.885. La cuestión, de todas maneras, no tiene en la actualidad relevancia práctica. Notemos, por otro lado, que la solución legal impide considerar como activos locales a aquellos que, aun cuando correspondan directa o indirectamente a empresas argentinas, no cumplen con el doble requisito de emisión y cotización. Tal es el caso de los *ADRs* —que ni se emiten ni cotizan en mercados argentinos— y de los *eurobonds* o *eurocommercial papers*, que aun contando con oferta pública local —básicamente por el tratamiento impositivo más beneficioso dado por la ley de obligaciones negociables (art. 36)— por lo general no cotizan localmente. Este resultado es ciertamente paradójico, y creemos que debería remediarse en vía reglamentaria.

(5) Ello, por supuesto, salvo que otra cosa disponga el reglamento de gestión del F.C.I.

Cabe destacar, desde otro ángulo, que la prohibición de superar el 25% de inversión en activos extranjeros no es absoluta.

La primera excepción a este principio de inversión mínima obligatoria en activos locales —emitidos y con cotización en el país— es la que se sigue del art. 13 del decreto reglamentario 174/93.

De acuerdo a esta norma, activos extranjeros se considerarán como activos locales si:

a) se han suscripto tratados internacionales de integración económica o la C.N.V. ha firmado acuerdos con las autoridades competentes de los países de que se trate; y

b) los títulos en los que se pretenda invertir están autorizados para su negociación pública en mercados aprobados por la autoridad competente del país que corresponda.

La segunda excepción a la regla de inversión mínima obligatoria en activos está dada por los F.C.I. cerrados.

Estos F.C.I., creados con una cantidad máxima de cuotas partes y con una liquidez determinada por la oferta y demanda del mercado⁽⁶⁾, pueden tener un "objeto especial de inversión" (art. 15, decr. 174/93).

De allí que, entendiendo por objeto especial de inversión no comprendido en el art. 1, 1º parte, ley 24.083 (incluyendo las limitaciones cuantitativas o cualitativas respecto de la inversión)⁽⁷⁾, consideramos posible estructurar un F.C.I. cerrado que no esté alcanzado por la restricción del art. 6 *in fine* de la ley 24.083⁽⁸⁾.

(6) Esto es, sin derecho de rescate. Sobre las características de los F.C.I. cerrados, remitimos al desarrollo que realizamos en nuestra *Fondos...*, pág. 175; pág. 20 y ss. de su separata de actualización.

(7) No existe definición legal o reglamentaria de lo que debe entenderse por objeto especial de inversión. No obstante ello, pensamos que la inclusión de activos financieros extranjeros es perfectamente compatible con la actividad de un fondo de inversión, por lo que es razonable interpretar que ellos pueden incluirse de *lege lata* dentro de la figura de los F.C.I.

(8) Existen a la fecha dos F.C.I. cerrados. Ellos son el *Brasil Equity*, que de acuerdo a los términos de su prospecto-reglamento de gestión invertirá entre un 75% y un 100% de

4

LOS FUNDAMENTOS POSIBLES DE LA LIMITACION A LA INVERSION EN ACTIVOS EXTRANJEROS POR LOS F.C.I.

Dos argumentos pueden ensayarse para fundamentar la razonabilidad de las limitaciones a las inversiones en activos extranjeros por parte de los F.C.I.:

a) La primera, y quizá la más tradicional justificación puede sintetizarse básicamente en la necesidad de evitar el drenaje de recursos financieros locales a mercados extranjeros⁽⁹⁾. Se trata en consecuencia de que la función económica de los F.C.I. en tanto canalizadores del ahorro se utilice primordialmente para financiar las actividades económicas de unidades económicas nacionales.

b) La segunda, que puede utilizarse como un complemento de la anterior, alude a la necesidad de tutelar a los ahorristas locales respecto de eventuales riesgos propios de la inversión en mercados foráneos. Se trataría en consecuencia de una norma fundada en principios generales de protección del consumidor-ahorrista.

5

LA FALTA DE RAZONABILIDAD DE LAS LIMITACIONES A LA INVERSION DE LOS F.C.I. EN ACTIVOS EXTRANJEROS

Creemos que ninguna de las argumentacio-

su patrimonio en la adquisición de títulos con oferta pública emitidos por compañías públicas o privadas, con domicilio y cotización en Brasil; y el *Latin American Fund*, que no obstante su nombre y su carácter cerrado, no prevé en su prospecto-reglamento de gestión la posibilidad de apartarse del límite máximo de inversiones en activos extranjeros. Ninguno de ellos, por otra parte, fue creado como un F.C.I. cerrado con objeto especial de inversión.

(9) A ello apuntaban las palabras del diputado Suárez, al debatirse en el Congreso la sanción del régimen anterior de los F.C.I. (ley 15.885): "... si el país está en una situación económica que necesita del crédito exterior, no puede fomentarse de manera alguna la emigración de capitales nacionales en el extranjero" (ADLA, XXI-A p. 92). Ver también la explicación de CASTRO CORBAT, referida *supra* en nota 2.

nes apuntadas respecto de las limitaciones a la inversión de los F.C.I. en activos extranjeros es suficiente para justificar su existencia actual.

Por el contrario, entendemos que la restricción, mirada desde la perspectiva del fundamento económico primario de los F.C.I. —la diversificación del riesgo— resulta irrazonable.

Comencemos por el análisis de las justificaciones a la restricción, que sintetizamos en el apartado precedente.

La primera de ellas, referida a la necesidad de evitar el drenaje de capitales a mercados extranjeros, puede considerarse adecuada a las circunstancias económicas de comienzos de la década del 60 —tiempo en que se sancionó la ley 15.885—, pero no a la presente situación.

La economía argentina —y la internacional— ha cambiado sustancialmente en los últimos años, resultando cada vez más común la eliminación de barreras o límites al comercio y a la inversión. El inversor en los años 90 tiene a su disposición una serie de alternativas inexistentes —y muchas veces impensables— unas décadas atrás. El dinamismo de los mercados financieros, el avance tecnológico, las nuevas regulaciones y la eliminación de regulaciones restrictivas han posibilitado la existencia de nuevos activos financieros, nuevas oportunidades de negocios y la chance de una negociación continua independiente de horarios y espacios físicos.

Además, dicha argumentación presupone un grado de absolutéz o inflexibilidad que ni siquiera es propio de la normativa actual en materia de F.C.I., como se sigue de la simple lectura del transcripto art. 13 del decreto 174/93.

La segunda justificación posible de la limitación, aunque fundada en una finalidad loable como la tutela del ahorrista-consumidor⁽¹⁰⁾, tampoco es sostenible. Eventualmente, podría sostenerse la necesidad de una reglamentación que especificare los límites a la exposición respecto de determinados mercados o

(10) De la necesaria protección del inversor —y las falencias del régimen vigente nos hemos ocupado en nuestro trabajo *Fondos Comunes de Inversión y protección del ahorrista: una asignatura pendiente*, ED, 160-707.

regiones⁽¹¹⁾, aunque aun este tipo de limitaciones podría ser objeto de críticas justificadas en el carácter profesional del *management* de los F.C.I.

Adicionalmente, y si se acepta la posibilidad de que los F.C.I. cerrados con objeto especial de inversión prevean un apartamiento de la inversión mínima obligatoria en activos locales prescripta por el art. 6 de la ley 24.083, la posibilidad de justificación de la restricción se debilita notablemente.

Sin perjuicio de los argumentos precedentes, creemos que la limitación a la inversión en activos extranjeros contraía la propia base económica de los F.C.I., que no es otra que la diversificación del riesgo que le es inherente.

Básicamente, la diversificación permite eliminar el riesgo asistemático (*unsystematic risk*), que es el propio a cualquier activo financiero o grupo limitado de activos financieros⁽¹²⁾. La idea, que en términos no técnicos equivale a "no poner todos los huevos en la misma canasta" permite construir una cartera de inversiones variadas que pueden compensar las alzas y bajas, y combinar distintos plazos y rendimientos de los activos financieros. En síntesis, el riesgo asistemático es eliminado por la diversificación, por lo que un portafolio relativamente extenso no tiene prácticamente riesgo asistemático⁽¹³⁾. Las cortapisas a la diversificación internacional de los

(11) Ello presupone que el mercado argentino es más transparente y seguro que los potenciales mercados en los cuales invertirían los F.C.I. De más está decir que ello no puede de ninguna manera afirmarse apriorísticamente. Por lo contrario, la transparencia y seguridad de muchos de los mercados foráneos puede ser indudablemente superior a la del mercado argentino. Y ello sin entrar a considerar la importante volatilidad —en términos relativos— del mercado local respecto de los mercados de los países desarrollados.

(12) Sobre la eliminación del *unsystematic risk* (también llamado *unique risk* o *diversifiable risk*) se pueden ver ROSS, STEPHEN-WESTERFIELD, RANDOLPH-JORDAN, BRADFORD; *Fundamentals of corporate finance*, 3ª ed., Irwin, Chicago, 1995, pág. 342 y ss.; REILLY, FRANK, *Investments*, 3ª ed., The Dryden Press, págs. 532, 576 y 577; y BREALEY, RICHARD-MYERS, STEWART, *Principles of corporate finance*, 4ª ed., McGraw-Hill, pág. 136 y ss.

(13) ROSS-WESTERFIELD-JORDAN, *Fundamentals...*, pág. 346.

F.C.I. limitan la posible reducción del riesgo unsistemático de la inversión. No se trata de una norma de tutela del ahorrista-consumidor, sino por el contrario de una restricción perjudicial a sus intereses.

Con el régimen actual, el inversor local se perjudica en tanto:

a) Para el caso de F.C.I. en acciones, sólo puede acceder limitadamente a mercados de capitales con mayor liquidez y menor volatilidad; o a otros mercados emergentes que presenten en un momento determinado mejores perspectivas que el mercado local.

b) Para el caso de F.C.I. de renta, y adicionalmente a las posibilidades de obtener mayores rendimientos, sólo puede invertirse mayoritariamente en títulos de menor calidad crediticia, atento al límite natural impuesto por el riesgo país.

6

CONCLUSION

Entendemos que, en mérito al desarrollo precedente, la limitación a la inversión en activos extranjeros debería ser replanteada en una futura reforma legislativa. Quizá justificable en otros tiempos, en la actualidad no es razonable y limita la posibilidad de diversificación del riesgo, fundamento económico básico de los F.C.I.

En lo inmediato, se requiere la intervención de la C.N.V. a fin de que no existan dudas interpretativas o soluciones incongruentes con la propia tésis de la norma restrictiva, como las que señalamos más arriba⁽¹⁴⁾.

(14) Ver *supra*, nota 4.