

Políticas de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en Iberoamérica

INTRODUCCIÓN	111
I. REGLAS DE INVERSIÓN	112
ACTIVOS APTOS	112
LÍMITES O COEFICIENTES DE INVERSIÓN	115
II. ENDEUDAMIENTO	120
III. VALORACIÓN DE ACTIVOS	123
VALORACIÓN DE ACTIVOS COTIZADOS	123
VALORACIÓN DE ACTIVOS NO COTIZADOS	124
VALORACIÓN DE ACTIVOS EXTRANJEROS	124
FRECUENCIA DE CÁLCULO DEL VALOR LIQUIDATIVO	125
VERIFICACIÓN DE LA VALORACIÓN	126
IV. NORMAS CONTABLES APLICABLES Y CALIFICACIÓN DE RIESGOS	127

Políticas de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en Iberoamérica

INTRODUCCIÓN

Uno de los componentes más relevantes del presente estudio se refiere a las políticas de inversión que definen el perfil de las IIC. Las políticas, en esencia, pretenden reflejar y permiten definir objetivamente la forma en que será administrada una cartera dedicada al inversor tipo al cual se pretende llegar, con una determinada mezcla de potencial de rentabilidad y riesgo y una filosofía de inversión definida

Las IIC se crean para estructurar carteras o portafolios de inversiones, propiedad de una colectividad de inversores. Si bien los inversores podrían en forma individual y directa gestionarlos, la realidad es que existen múltiples restricciones para que lo hagan en forma óptima. Así, los bajos montos que una mayoría de los inversores tienen disponibles a menudo les impedirán acceder a ciertas oportunidades de inversión que requieren cifras mínimas más altas. Al mismo tiempo, una adecuada gestión demanda el uso de técnicas que no todos los inversores dominan. Y aun si los montos o el manejo de ciertas técnicas fueran favorables, el acceso a la información de calidad puede ser costoso o incluso imposible para un inversor no institucional. Por lo tanto, las IIC permiten que grandes sectores de inversores tengan acceso a una gestión profesional.

Ahora bien, esa gestión se materializa, entre otras herramientas, mediante la observancia de ciertas técnicas de diversificación de las inversiones, como un arma poderosa para mitigar los riesgos de mercado a los que está expuesto el patrimonio, versus la concentración de las inversiones en uno o pocos instrumentos. La diversificación, herramienta importante en la administración de una cartera colectiva, queda expuesta en las políticas de inversión, que no se limita a indicar en qué valores se han de invertir los recursos sino las proporciones en que serán combinados.

Las políticas de inversión, en principio, debieran ser un reflejo de lo que el gestor o administrador del portafolio quiere lograr con esa mezcla. Sin embargo, en la práctica concreta de los mercados iberoamericanos, las políticas están particular-

mente sujetas a ciertas normas regulatorias que terminan limitando el rango de acción del gestor. Esas normas, por su parte, responden a la visión que del mercado tienen los entes reguladores, que a su vez están sujetos a los límites que las leyes les imponen, así como a lo que su propia experiencia le recomienda.

En este capítulo se resumen las regulaciones que han adoptado los países de Iberoamérica en materia de políticas de inversión.

Hay que distinguir entre:

- “valores no cotizados”: aquellos que no están listados en un mercado.
- “valores cotizados”: valores que están listados. Dentro de esta categoría, existen valores que, en ocasiones, pueden presentar escasa frecuencia de negociación.

I. REGLAS DE INVERSIÓN

ACTIVOS APTOS

Los activos en los que pueden invertir las IIC varían de país a país y dependen de las categorías particulares establecidas en cada uno de estos. En general, las posibilidades de inversión no solo se limitan a activos sujetos a oferta pública o inscritos, sino que en alguna medida y en ocasiones bajo ciertas condiciones, se permite transar activos no cotizados, como lo es el caso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, España, Honduras, México, Panamá, Perú y Portugal. Por su parte los fondos en Bolivia y Venezuela solo pueden invertir en activos inscritos para cotización.

En cuanto a la posibilidad de invertir en activos extranjeros (o denominados en divisas), todos los países permiten esta posibilidad. En algunos casos estas inversiones están limitadas a porcentajes máximos y en otros, como por ejemplo Chile, los fondos cerrados pueden invertir incluso el 100% de sus activos en valores extranjeros.

En cuanto a la posibilidad de las IIC de invertir en activos domésticos emitidos en monedas distintas a la local, esta opción se permite para el caso de fondos en Argentina, Colombia, Chile, Costa Rica, Ecuador, España, Honduras, Perú, Portugal, y Venezuela. En algunos países los límites de inversión en estos casos son más estrictos y en otros casos los límites se establecen en los propios reglamentos de los fondos.

En cuanto a los activos aptos para la inversión por parte de los fondos, la tendencia general es a que aquellos catalogados como abiertos (o mutuos) presenten más restricciones, en contraposición con los cerrados (de inversión) que tienen posibilidades más amplias de inversión (como por ejemplo en bienes inmuebles). La siguiente tabla resume los posibles activos en que pueden invertir los diferentes fondos en los países iberoamericanos:

Tipos de activos aptos para inversión por parte de los fondos

Tipo Activo ¹	País											
	ARG	BOL	CH	COL	CR	ECU	ESP	HON	MEX ²	PAN	PER	POR
NACIONALES												
Valores cotizados / Autorizados Oferta Pública / Inscritos												
Renta fija pública y privada	FI FC	FA FC	FM FI	F	FI FC	FI FCO	FF	FM FI	SIRV SIID	SI	FM FI	FF
Renta variable/ Acciones	FI FC	FA FC	FM FI	F	FI FC	FI FCO	FF	FM FI	SIRV	SI	FM FI	FF
Derivados Financieros ³	FI FC		FM FI ⁴	F			FF	FM FI		SI		FF ⁶
Derivados No Financieros	FC		FM FI ⁷	F								
Instrumentos del mercado monetario	FI FC		FM FI		FI FC		FF	FM FI		SI	FM FI	FF
Derechos reales, personales o crediticios	FC		FI	F	IC						FI ⁸	
Repos	FC		FI	F			FF	FM		SI	FM	FF
Compras con promesa de venta			FM FI									FF
Valores NO cotizados												
Valores individuales emitidos por entidades financieras sujetas a supervisión	FC				FMM		FF				FM FI	FF
Emitidos por empresas	FC		FI	F			FF		SIIC		FM FI	FF
Derivados OTC			FM FI ⁹	F			FF				FM FI ¹⁰	FF
Depósitos bancarios	FI FC		FM FI	F		FI FCO	FF	FM FI ¹¹		SI	FM FI	FF
Inmuebles	FC	FC ¹²	FI	F		FCO		FI ¹³		SI	FI	
Otros			FI ¹⁴	F ¹⁵		FCO ¹⁶	FF	FM		SI	FM FI	
Otras IIC	FI FC	FA ¹⁷ FC	FM FI	F			FF	FI		SI	FM FI	

1 Los tipos de activos se presentan de manera global, por lo que agrupan diferentes categorías. La indicación de que un país permite la inversión en un tipo de activo se refiere a la posibilidad de invertir en alguna de las categorías que componen al tipo de activo y no necesariamente en todas.

2 Las sociedades de inversión de objeto limitado operarán exclusivamente con los Activos Objeto de Inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista. Las sociedades de inversión de capitales, que operan con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y cuyas actividades están relacionadas preferentemente con los objetivos de la Planeación Nacional del Desarrollo.

3 FM en Perú permiten la inversión en opciones, en Brasil se permite la inversión en derivados en algunos fondos como los de corto plazo con la finalidad de cobertura.

4 FM en Chile permiten la inversión en opciones, futuros y forwards, mientras que FI además de los anterior, en swap.

5 En mercados bursátiles y OTC según normativa.

6 Para efectos de cobertura de riesgos.

7 Para FI y FM a través de títulos representativos de productos agrícolas.

8 Sólo derechos crediticios.

9 Para forwards FM y FI y sólo en el caso de FM garantizados para opciones.

10 Swap y forward.

11 En moneda nacional o extranjera.

12 Si el valor nominal de su cuota es igual o superior a 50.000 US \$ y menos de 10 partícipes, pueden invertir en cualquier activo que determine su Reglamento Interno.

13 Inmuebles ubicados en Honduras.

14 Nacionales o extranjeros no inscritos.

15 Solo si la entidad no es supervisada por la Superintendencia Financiera de Colombia. La inversión en activos no cotizados depende de la política de inversión del fondo y su naturaleza jurídica. Así los fondos de capital privado están destinados a invertir en cualquier activo o derecho económico, con independencia de su inscripción. Adicionalmente, para fondos de valores y de inversión, es posible que inviertan en títulos valores no inscritos, a condición que se destinen de forma exclusiva a la gestión de la dichos activos.

16 Nacionales o extranjeros.

17 Participaciones de fondos abiertos.

Tipo Activo	País											
	ARG	BOL	CH	COL	CR	ECU	ESP	HON	MEX	PAN	PER	POR
EXTRANJEROS												
Extranjeros	FI FC		FM FI	F			FF	FM ¹⁸ FI ¹⁹			FM FI	FF
Renta fija pública y privada	FI FC		FM FI	F	FI ²⁰	FI ²¹ FCO	FF	FI			FM FI	FF
Renta variable/Acciones	FI FC		FM FI	F	FI ²²	FI ²³ FCO	FF	FI			FM FI	FF
Derivados	FI FC		FM FI ²⁴				FF				FM ²⁵	FF
Derivados OTC			FM FI ²⁶				FF				FM ²⁷	FF
Valores de bancos / Financieros		FA FC	FM FI	F			FF				FM FI	FF
Depósitos bancarios			FM FI				FF	FM FI			FM FI	FF
Instrumentos del mercado monetario							FF				FM FI	FF
Participaciones fondos	FI FC	FA FC	FM FI	F	FI ²⁸		FF	FM FI			FM FI	FF
Divisas			FM									FF
Organismos multilaterales o internacionales				F			FF		SIRV SIIC 29		FM FI	FF
Productos estructurados					FI ³⁰		FF				FM FI	FF

F: Fondos

FA: Fondos Abiertos

FC: Fondos Cerrados

FM: Fondos Mutuos

SI: Sociedad de Inversión

FMM: Fondos del Mercado Monetario

FI: Fondos de Inversión SIRV Renta Variable

FF: Fondos Financieros SIID: Instrumentos de Deuda

FCO: Fondos Colectivos SIC: Capitales

FG: Fondos Garantizados

18 En el caso de los FM estas inversiones se restringen a que la entidad financiera se encuentre bajo la supervisión en una entidad de similar competencia a la Comisión y a que la entidad financiera, en la que se realice el depósito o emisora de los instrumentos representativos de éstos, tenga una clasificación de riesgo de grado de inversión, entre otras.

19 Tanto para FM como para FI deben estar denominados en las monedas oficiales de los países cuya clasificación de riesgo de deuda soberana sea la categoría superior de la empresa clasificadora.

20 Siempre que cumplan con determinadas condiciones a las que se refiere el Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión. Además, deben contar con precios diarios para su valoración y deben ser valores admitidos a negociación en un mercado organizado extranjero.

21 Empresas registradas en su Mercado de origen.

22 IDEM.

23 IDEM.

24 Opciones, futuros y forwards en FM y en FI además de lo anterior, en swap.

25 Sólo en estructurados o garantizados.

26 Para forwards FM y FI, swap FI y solo en el caso de FM garantizados, para opciones.

27 Swap y forward.

28 IDEM.

29 De los que forme parte México.

30 De conformidad con el Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión los instrumentos deben contar con precios diarios para su valoración y deben ser valores admitidos a negociación en un mercado organizado extranjero.

Respecto a los cuadros anteriores, conviene advertir algunos aspectos:

- Se han considerado como valores no cotizados aquellos que no están registrados o admitidos a negociación en un mercado organizado.
- Se ha entendido por repos (también denominados reportos, recompras u operaciones simultáneas en algunos mercados), como operaciones dobles, de manera que mediante una transacción de contado, un inversor vende unos valores, con el compromiso simultáneo de que, en una fecha futura, los volverá a adquirir a un precio ya convenido.

LÍMITES O COEFICIENTES DE INVERSIÓN

Todos los países analizados cuentan con límites o coeficientes de inversión que determinan las posibilidades y obligaciones de los fondos. La manera en que se determinan estas restricciones varía de país a país, algunos los diferencian según el tipo de fondo (fondos mutuos o de inversión) o por categorías específicas del fondo según su objetivo. Igualmente, existen países que limitan la participación en activos extranjeros, valores del mismo emisor, valores de un mismo grupo económico, participaciones en otros fondos, entre otros. La tabla siguiente resume los principales límites:

Principales límites establecidos a la inversión de los fondos de inversión en los países iberoamericanos

Restricción de inversión	País / Límites máximos (%)										
	ARG	CH ³¹	COL ³²	CR ³³	ECU	ESP	HON ³⁴	PAN ³⁵	PER ³⁶	VEN	POR ³⁷
Valores negociables en el exterior / extranjeros	25 ³⁸				20						

31 Los límites para los fondos cerrados (fondos de inversión) se establecen en sus respectivos reglamentos.

32 La normativa no establece ningún límite ni coeficiente de diversificación, debiendo estos recogerse en el respectivo reglamento. Adicionalmente la normativa establece otra serie de reglas destinadas a fomentar la diversificación de las inversiones. Adicionalmente, tratándose de la inversión en títulos no listados, por regla general, la normativa exige que los fondos creados se destinen de forma exclusiva a la negociación sobre estos activos.

33 Límites para que fondos se consideren "diversificados". En caso de no cumplirse debe hacerse constar en su denominación que son "no diversificados". Se exceptúan de estos límites los fondos que inviertan solo en colones costarricenses, los cuales pueden alcanzar el 50% en activos emitidos por el gobierno o el Banco Central de Costa Rica y hasta el 20% en valores de bancos con garantía del Estado.

34 En los fondos mutuos al menos el 50% debe invertirse en valores cotizados o emitidos por el Estado, el Banco Central o entidades domiciliadas en Honduras.

35 Al menos el 80% de su activo debe invertirse en valores o activos que correspondan a la política de inversión de la sociedad.

36 Cuando la denominación de un Fondo Mutuo incluya alguna categoría de activo, la inversión en esta deberá alcanzar al menos el 75% de la cartera. Para el caso de los fondos de inversión, sus límites son los que se establezcan en su reglamento de participación.

37 Cuando la denominación de un Fondo Financiero incluya alguna categoría de activo, la inversión en ésta deberá alcanzar al menos 2/3 de la cartera. Para los Fondos Especiales sus límites son los que se establezcan en su reglamento de participación.

38 Actualmente los activos emitidos en MERCOSUR y Chile, así como cualquier país con el que se tenga un tratado internacional, son considerados como valores emitidos y negociados en Argentina, y por tanto pueden alcanzar hasta el 100% del activo del fondo.

Restricción de inversión	País / Límites máximos (%)										
	ARG	CH	COL	CR	ECU	ESP	HON	PAN	PER	VEN	POR
Valores negociables en el exterior / extranjeros de entidades vinculadas a la administradora del fondo					15						20 ³⁹
Valores emitidos por Sociedades Emisoras	20		10 ⁴⁰ 20			10 ⁴¹ 5-40					10 ⁴² 5-40
Instrumentos financieros emitidos por una misma entidad financiera	20					25 ⁴³					20
Valores de un mismo Grupo Económico	20	FA 25 ⁴⁴	45		30 ⁴⁶	10 5-40	FM 25 FI 25	25 ⁴⁷	FM ³⁰		20
Valores de una misma entidad	20	FA 10 ⁴⁸		10	20	10 5-40	FM 15 FI 25	10 ⁴⁹	FM 15 ⁵⁰	20	10 5-40
Valores de deuda privada de un mismo emisor	10 ⁵¹	FA 25 ⁵²				10 5-40	FM 15 ⁵³			15 ⁵⁴	10 5-40 ⁵⁵
Acciones de un mismo emisor	10 ⁵⁶	FA 25 ⁵⁷			15 ⁵⁸	10 5-40	FM 15 ⁵⁹			10 ⁶⁰	10 5-40
Acciones de un mismo Emisor no inscrito					30 ⁶¹						10

39 Inversión máxima total para valores mobiliarios de entidades vinculadas, sean nacionales o extranjeras.

40 Para los fondos comunes ordinarios se exige que la concentración máxima por emisor es del 10% del portafolio, a excepción de las inversiones en títulos de deuda de entidad bancarias (el límite se extiende al 20%) y de valores Nación (sin límite).

41 La inversión máxima en valores de un mismo emisor está limitada al 5%, ampliable al 10% si la inversión en emisores en los que se supere el 5% no excede el 40% del patrimonio de la IIC.

42 La inversión máxima en valores del mismo emisor está limitada al 5%, ampliable al 10% si la inversión en los emisores en que se supere el 5% no excede el 40% del patrimonio de las IIC.

43 Si se trata de obligaciones emitidas por entidades de crédito que estén garantizadas por activos que cubran la emisión y queden afectados de forma privilegiada a la restitución del principal y los intereses en caso de concurso del emisor.

44 % de los valores emitidos por el mismo grupo.

45 En Colombia la adquisición de valores emitidos por entidades matrices o subordinadas de la sociedad administradora únicamente se permite tratándose de fondos de valores y de inversión. Para los fondos comunes de inversión el E.O.S.F. prohíbe este tipo de adquisiciones.

46 Excepción: Para deuda pública de Ecuador y valores del Banco Central y fondos cuya política de inversión tenga como finalidad invertir en bienes inmuebles situados en el país o acciones de compañías que desarrollen programas productivos específicos.

47 15% si son no cotizados.

48 Salvo los emitidos o garantizados por el Estado de Chile.

49 Ampliado al 15% si la suma de inversiones superiores al 10% no excede el 50%, y reducido al 7.5% si son no cotizados.

50 Porcentaje del total de valores en circulación de la entidad.

51 Como % del pasivo total.

52 Del activo del emisor, el límite incluye además las acciones.

53 Porcentaje de los valores del fondo.

54 Porcentaje de los instrumentos de deuda en circulación emitidos por la sociedad.

55 Cuando se trata de obligaciones hipotecarias el límite puede ser hasta el 25%.

56 Porcentaje del capital suscrito de la emisora.

57 De las acciones emitidas por una misma sociedad.

58 De las acciones suscritas y pagadas de la sociedad.

59 Porcentaje del capital suscrito y pagado por la emisora.

60 Porcentaje del capital social de dicha entidad emisora.

61 De las acciones suscritas y pagadas de la sociedad. Excepción: sociedades que tengan como inversión principal uno o más inmuebles o proyectos productivos específico.

Restricción de inversión	País / Límites máximos (%)										
	ARG	CH	COL	CR	ECU	ESP	HON	PAN	PER	VEN	POR
Deudas de un mismo Emisor									FM 15 ⁶²		10
Títulos Públicos de iguales condiciones de emisión	30			50 ⁶³		35					35 100 ⁶⁴
Depósitos en efectivo del Fondo en la Depositaria	10 ⁶⁵										20
Valores negociables emitidos por entidades vinculadas	2 ⁶⁶				FAD 15 FCO 30		FM 15	10		0	20
Inversión en activos líquidos	NA	FM ⁶⁷ 50				36 ⁶⁸					69
Participaciones de un fondo	20	FM 10 ⁷⁰				10		20 ⁷¹		0	20
Participaciones de un fondo extranjero	20	FM 25				10					20
Primas pagadas por opciones		FM 5 15 ⁷²				10					73

FA: Fondos Abiertos FD: Fondo Diversificado

FM: Fondos Mutuos FI: Fondos de Inversión

NA: No Aplicable

Hay que tener en cuenta que el porcentaje tiene referencias distintas según cada país:

- Argentina: límites como % del patrimonio neto.
- Chile: límites como % del activo del fondo.
- Costa Rica: límites como % del activo del fondo.
- Ecuador: límites como % del activo del fondo.

62 Con excepción de pasivos emitidos por Estados, Bancos Centrales u Organismos Internacionales de los que Perú sea miembro.

63 En fondos denominados en colones hasta un 50% en valores emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central

64 Deuda emitida o garantizada por el Estado, sus autoridades locales o regionales u organismos internacionales de carácter público que pertenezcan a uno o más Estados de la UE.

65 O \$10.000.000, el que sea menor.

66 Del pasivo obligacionario o capital social de la controlante.

67 Se trata de un límite mínimo.

68 Se trata de un límite mínimo, que la IIC debe materializar en efectivo, depósitos, cuentas a la vista y REPO a un día con el objetivo de disponer en todo momento de liquidez para atender a reembolsos.

69 El importe necesario para hacer efectivo el reembolso y los resultados de la venta de activos para la posterior reinversión.

70 Nacional.

71 Excepto para el caso de fondo de fondos (o megafondo).

72 Para FM garantizados.

73 No existe límite específico, pueden utilizar derivados, como medida de cobertura de riesgo y siempre que su pérdida de potencial máxima no exceda el 100% de la pérdida a la que estaría expuesto el patrimonio en esta inversión.

- España: límites como % de su patrimonio
- Honduras: límites como % del activo del fondo
- Panamá: límites como % del activo del fondo
- Perú: límites como % del activo del fondo
- Portugal: límites como % de su patrimonio
- Venezuela: límites como % de su patrimonio

En los países presentados en la tabla anterior, se presentan además las siguientes prohibiciones:

En **Argentina** se prohíbe la inversión en:

- Valores negociables o instrumentos financieros emitidos por la Gerente y/o la Depositaria.
- Participaciones de otros Fondos bajo administración de su Gerente

En **Chile**:

Se prohíbe a los Fondos Abiertos (mutuos):

- Invertir en activos no registrados en el Organismo Supervisor.
- Invertir en cuotas de fondos de inversión abiertos administrados por su misma gestora y en acciones de sociedades administradoras de fondos abiertos.
- Invertir en títulos de empresas vinculadas de determinada forma a la gestora, contemplando una excepción.
- Las inversiones del fondo no podrán significar en ningún caso, el control directo o indirecto del respectivo emisor.

Se prohíbe a los Fondos Cerrados (fondos de inversión):

- En el caso de sociedades abiertas, controlar al emisor, ya sea a través de la inversión de un fondo, o a través del conjunto de fondos administrados por Sociedades Administradoras del grupo.
- Invertir en cuotas de fondos de inversión cerrados administrados por su misma gestora y en acciones de sociedades administradoras de fondos autorizados por ley.
- Invertir en instrumentos de personas relacionadas a la administradora.

En **Costa Rica** se prohíbe a los fondos de inversión:

- Realizar operaciones de recompra o reporto con valores de participación de fondos cerrados que sean administrados por la misma sociedad administradora.
- Realizar operaciones de recompra o reporto con valores de participación de fondos cerrados que sean administrados por la misma sociedad administradora.
- Invertir en valores emitidos por la misma Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.
- No pueden comprar ni vender valores a los socios, directores y empleados de la sociedad administradora de fondos de inversión y su grupo de interés económico.

Además, los fondos inmobiliarios deben invertir al menos 80% de sus activos en bienes inmuebles, mientras que el resto pueden ser activos financieros, en cuyo caso aplican los mismos criterios de diversificación de los fondos financieros.

En **Venezuela**:

Las Entidades de Inversión Colectiva tienen prohibido invertir en:

- Unidades de inversión emitidas por otros fondos mutuales de inversión.
- Títulos valores emitidos por la sociedad administradora del fondo o grupo empresarial o financiero del cual forme parte ésta, ni de ninguna sociedad administradora de entidades de inversión colectiva.

Por otra parte, en el caso específico de Brasil, éste tiene límites según la categoría del fondo de por lo menos un 80% de su patrimonio en activos que correspondan a su categoría (en fondos de acciones este porcentaje es del 67%). Solo para el caso de los Multimercados no existe el compromiso de aplicación en ningún mercado específico.

En España, una IICIL (de inversión libre) tiene mayores posibilidades de inversión y no sujeción a límites. Una IICIL (IIC de inversión libre) debe invertir al menos el 60% de su activo en IICIL y una IIC Inmobiliaria debe invertir al menos el 90% de su activo en inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y el resto en valores cotizados. La regulación de activos aptos y límites es fruto de la transposición en España de la Directiva Europea 85/611, que también es aplicable a Portugal.

En Bolivia los fondos de inversión abiertos pueden invertir en mercados financieros internacionales hasta el 20% de su cartera. Existen límites de concentración de emisores y valores. Éstos deben establecer un porcentaje mínimo y/o máximo de

liquidez, según política de inversión y reembolsos. El porcentaje máximo legal de liquidez es del 65% de la cartera. En los fondos de inversión cerrados, si el valor nominal de su cuota es igual o superior a 50.000 US \$ y menos de 10 partícipes, pueden invertir en cualquier activo que determine su Reglamento Interno. Si la cuota en su emisión es inferior a 20.000 US \$, pueden invertir en el extranjero hasta 40% del total de su cartera, y si es igual o superior a ese límite hasta el 100%.

En el caso de México existen límites de inversión según la categoría de los activos: las Sociedades de Inversión de Renta Variable (SIRV) y las Sociedades de Inversión de Instrumentos de Deuda (SIID), si son diversificadas, están sujetas a porcentajes establecidos en las normas; si son especializadas, aplican los previstos en sus Prospectos, dentro de los límites propios de su categoría. Por su parte, las Sociedades de Inversión de Capitales (SIC) deben invertir según su prospecto, manteniendo un mínimo de inversión en las empresas promovidas.

En Portugal, existen límites en relación con el porcentaje del patrimonio (entre 50% y 85%, según el caso) que se debe invertir en activos que correspondan a su categoría. Existen además límites en materia de composición de la cartera, endeudamiento, límites por entidades, en otros IIC, derivados, empréstitos y repos. Se permite la inversión de hasta un 10% del patrimonio neto en valores no cotizados.

II. ENDEUDAMIENTO

En cuanto a las políticas sobre los niveles de endeudamiento en los diferentes países de las IIC, éstos siguen diferentes patrones. Éstos varían desde situaciones en que la normativa no hace referencia al tema, como lo es el caso de México y Venezuela, hasta casos como el de Brasil en que el endeudamiento directo no está permitido para los fondos de inversión. El caso brasileño presenta la particularidad de que es posible el endeudamiento indirecto mediante derivados, en cuyo caso los límites deben ser definidos en los propios estatutos del fondo. A pesar de lo anterior, existen explícitamente límites para este tipo de endeudamiento en el caso de algunos tipos de fondos y límites establecidos por las propias bolsas de valores.

Asimismo, en Colombia no está permitido que la administradora adquiera créditos bancarios a nombre de los fondos que gestiona, salvo el caso de los Fondos Comunes Especiales que pueden prever esta posibilidad en su reglamento. Las operaciones de liquidez activas y pasivas están limitadas a un 30% de la cartera. Se permite la adquisición de valores a crédito, siempre que la misma se realice directamente con el emisor y responda a las condiciones de la emisión.

Por otra parte, en la mayoría de los países se establecen límites al endeudamiento de las IIC distinguiéndolas según su clasificación (en algunos tipos de fondos no

se establecen límites de endeudamiento), como porcentajes máximos que oscilan entre el 10% y 100% de sus activos o patrimonio, con límites temporales de endeudamiento y en algunos casos sólo ante situaciones específicas. Estas condiciones se presentan en la siguiente tabla:

País	Fondos	Lím. Máx.	Referencia	Tiempo Máx.	Situación	Otros
Argentina		100%	Patrimonio			
Bolivia	Fondos de Inversión abiertos	10%	Cartera	48 horas	Por razones de fuerza mayor, caso fortuito o imposibilidad sobrevenida	Previa aprobación SPVS Los activos del FI no pueden constituirse como garantía de préstamos.
Chile	Fondos Mutuos (Abiertos)	20%	Patrimonio		Realización de determinadas operaciones, pago de rescates de cuotas y otras obligaciones que autorice la Entidad Supervisora.	
	Fondos de inversión (Cerrados)	50%	Patrimonio			Ampliable al 100% si lo prevé su reglamento interno.
Colombia	Fondos de valores y de inversión y	30%	Activos	Temporal	Para atender necesidades de liquidez.	En el reglamento o contrato se pueden establecer límites más restrictivos.
	fondos comunes de inversión	30%	Activos	Temporal	Adquisición de valores en el mercado primario.	Siempre que se señale en el reglamento y el crédito deberá ser otorgado por el emisor y originarse en las condiciones de la emisión.
Costa Rica	Fondos Financieros	10%	Activos		Para cubrir necesidades transitorias de liquidez, siempre y cuando el plazo del crédito no sea superior a tres meses.	En casos excepcionales de iliquidez generalizada en el mercado, el Superintendente puede elevar el porcentaje hasta un máximo del treinta por ciento (30%) de los activos totales del fondo. En el caso de los fondos cerrados, se requiere de aprobación de la asamblea de inversionistas.
	Fondos no financieros y para inversionistas institucionales	60%	Activos		Este porcentaje incluye el endeudamiento para atender necesidades transitorias de liquidez y el endeudamiento para la adquisición de los activos.	Las modificaciones al porcentaje de endeudamiento establecido en el prospecto requieren de la aprobación de la asamblea de inversionistas.
Ecuador	Sólo para Fondos de inversión colectivos					No se han reglamentado.

País	Fondos	Lím. Máx.	Referencia	Tiempo Máx.	Situación	Otros
España	IIC financieras	10%	Activos	1 mes	Para atender a dificultades transitorias de tesorería.	
	IIC de inversión Libre (Hedge Funds)	5 veces	Patrimonio		No se considera endeudamiento la cesión temporal de activos, la financiación recibida mediante operaciones simultáneas ni la financiación por venta de valores recibidos en préstamo.	
Honduras	Fondos Mutuos	10%	Activo neto			Previa autorización de CNBS, puede aumentar hasta el 30%, únicamente para el reembolso de participaciones.
	Fondos Inversión	No existe límite				Se debe establecer en la política de inversión del fondo.
Panamá	Cerradas	30%	Activo			
	Abiertas	30%	Activo	1 mes	Sólo para dificultades transitorias de tesorería.	La CNV puede establecer reglas especiales para las SI constituidas como Fondos de Fondos.
Perú	Fondos Mutuos	10%	Patrimonio neto		Para atender necesidades temporales de liquidez.	
	Fondos Inversión	No existe límite				Deben establecerse límites en los Reglamentos de Participación.
Portugal	Organismos de inversión mobiliaria	10%	Patrimonio	120 días		El Reglamento de gestión fija los límites permitidos.
Venezuela	Entidades de inversión de capital abierto	5%	Activo neto			Pasivos solamente pueden ser comisiones de corretaje y servicios bursátiles, de depósito y custodia. Obligaciones a la vista: por suscripciones de nuevas unidades de inversión y obligaciones por recompra de unidades de inversión. Otros pasivos: dividendos por pagar.

III. VALORACIÓN DE ACTIVOS

VALORACIÓN DE ACTIVOS COTIZADOS

A efectos de valorar los activos cotizados y/o negociados en un mercado organizado de los portafolios o carteras de inversiones según su precio o valor de mercado, existen diferencias entre los países en cuanto a la utilización de referencia del valor de cierre o de precio medio. Las diferencias se presentan respondiendo al tipo de instrumento que se pretenda valorar, ya sea de renta fija o variable.

Pais	Renta fija	Renta variable	Referencia
Argentina	Valor de cierre de mercado representativo		
Bolivia	Promedio ponderado		
Brasil	Precio de cierre de mercado representativo		
Chile ⁷⁴	Promedio ponderado		
Colombia	Precio promedio		
Costa Rica	Precio promedio ponderado de transacciones del día ⁷⁵		
Ecuador	Precio promedio o estimado ⁷⁶	Último precio	Renta variable: Bolsa con mayor presencia bursátil, último trimestre móvil
España	Valor de cierre		Mercado más representativo por volumen
Honduras	Descuento de flujos	Valor de cierre o última cotización disponible	Renta fija: Descuento a la tasa de mercado
Panamá	Criterios de amortización y precio de mercado	Último cambio bursátil	Renta variable: siempre que se haya producido en una fecha no anterior en un año
Perú	Descuento de flujos futuros	Cotización de cierre	Renta fija: Descuento a la tasa de rendimiento del mercado donde el instrumento registre mayor negociación
Venezuela	Precio de cierre		
Portugal	Valor de cierre o último precio disponible en la hora de referencia		Mercado más representativo por volumen

74 La diferencia son:

- IIC abiertas definidas como de Inversión de Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración menor o igual a 90 días valorizan su cartera a precio (Tasa) de compra.

- Tanto para las IIC abiertas como cerradas, las cuotas de fondos abiertos su valorización se determina al valor de rescate de la cuota en el día.

- IIC cerradas valorizan instrumentos de intermediación financiera (efectos de comercio y depósitos a plazo) a la tasa interna de retorno (TIR) implícita en la adquisición del instrumento.

75 En el caso de valores de renta fija si no hay transacciones se aplican descuento de flujos

76 El precio estimado corresponde al precio (limpio o sucio) con hasta cuatro decimales resultante de encontrar el valor presente de los flujos futuros de un título, descontándolos con la tasa de descuento respectiva, dividido para el valor nominal residual y multiplicado por cien.

Para el caso de Portugal, la Gestora debe indicar en sus documentos cuál es el criterio adoptado entre el último precio disponible en la hora de referencia, el precio de cierre o el precio de referencia divulgado por la Gestora del Mercado(habitualmente el valor de cierre de la sesión). Si un valor cotiza en más de un mercado regulado, el precio a considerar será el del mercado que presente mayor cantidad, frecuencia y regularidad de transacciones. Si en 15 días no se han negociado, son equiparados a no cotizados a los efectos de normas de valoración.

VALORACIÓN DE ACTIVOS NO COTIZADOS

En la valoración de activos no cotizados en los países iberoamericanos, se tiende a establecer normas fijadas a priori por las entidades supervisoras. Tal es el caso de Argentina⁷⁷, Brasil, Chile, Costa Rica⁷⁸, Ecuador, España, Honduras y Portugal. Otra tendencia es la de delegar esta valoración a las sociedades administradoras de los fondos, como en Bolivia, Colombia, Panamá y Venezuela. En algunos casos estas disposiciones se deben incluir en los respectivos reglamentos de los fondos, por lo que su modificación requiere la aprobación por parte de los inversionistas (por ejemplo, en el caso de Perú).

En Colombia existen reglas expresas para valorar activos que no cotizan en bolsa, orientados a determinar el valor justo de intercambio. En todo caso, es posible que en el respectivo reglamento se prevean las reglas de valoración de los activos, caso en el cual se requiere una autorización especial por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Perú por su parte utiliza un sistema híbrido aplicable a los valores de deuda de fondos mutuos y fondos de inversión, en los que la valoración se realiza mediante metodologías en las que la gestora tiene poder de determinación. Si bien debe ser aprobada por la entidad supervisora. Para el caso de valoración de acciones no inscritas en bolsa o que no registren cotización vigente, se valorizan al precio de adquisición.

VALORACIÓN DE ACTIVOS EXTRANJEROS

Con relación a la valoración de activos extranjeros, se presentan dos tendencias. Por un lado se utilizan las cotizaciones de los mercados internacionales, ya sea el precio de cierre del mercado exterior más cercano al momento de la valoración (Argentina), o según la información proporcionada por agencias extranjeras, tales

77 Para Argentina existe la posibilidad adicional de valorar cualquier activo por la "regla del juicio del buen hombre de negocios" si la Gerente entiende que el precio no es representativo de la realidad del mercado.

78 Las sociedades administradoras y sus grupos financiero deben inscribir una metodología de valoración que contemple el esquema de determinación de los precios con baja cotización o no cotizados. Dichas metodologías deben basarse en los lineamientos establecidos en el Reglamento de Valoración de Carteras Mancomunadas.

como Bloomberg y Reuters para los casos de Costa Rica (precio de cierre), Ecuador (en caso de que no estén registradas en su país, si están registradas se valorarán a su último precio de mercado cuando se presenten por lo menos tres operaciones durante los tres últimos días bursátiles) y próximamente Bolivia⁷⁹. Las reglas de valoración en Colombia exigen que si las inversiones cotizan en Bolsas de Valores del exterior, la valoración corresponderá a la cotización más reciente informada por la Bolsa en que se negocie durante los últimos 5 días, incluido el día de la valoración. De no existir cotización durante dicho periodo, se valorarán por el promedio de las cotizaciones informadas durante los últimos 30 días. Si el valor o título se negocia en varias Bolsas, se toma el promedio de la respectivas cotizaciones. El precio del valor se deberá convertir a moneda local, empleando a tal efecto la tasa representativa del mercado (TRM) calculada el día de la valoración. En el caso de que no se produzca formación de precios en la Bolsa extranjera, se deberá aplicar las reglas generales de valoración para inversiones locales (se utiliza la TIR).

En el caso de Brasil, la inversión en activos extranjeros sólo está permitida para los Fondos de Deuda Exterior, y únicamente en activos de deuda de Brasil custodiados en Euroclear o Luxclear. La valoración aplicable es aquella utilizada en las referidas entidades de custodia.

Chile, España, Honduras, Panamá y Portugal no distinguen en el método de valoración, por lo que se valoran igual que en el caso de valores nacionales.

En el caso de México se utiliza la valoración provista por el Proveedor de Precios. La inversión en valores extranjeros está condicionada a que éste cuente con metodología adecuada para realizar su valoración.

Por su parte, Perú utiliza el precio de mercado al cierre del día o en su defecto a la propuesta de compra de cierre del día.

FRECUENCIA DE CÁLCULO DEL VALOR LIQUIDATIVO

La frecuencia con la que los países realizan la valoración de sus activos y el cálculo del valor liquidativo depende del tipo de fondo, con excepción de Costa Rica y Venezuela, que establecen una periodicidad diaria para todo tipo de fondos. En términos generales, los fondos abiertos, mutuos o administrados se valoran diariamente. Se exceptúa Honduras que actualmente no establece criterios de valoración en su normativa, y Panamá, en donde las Sociedades de Inversión abiertas deben calcular el valor neto de sus cuotas de participación semanalmente.

79 En la actualidad se valoran a través de información proporcionada por los intermediarios extranjeros de los que los FI son clientes. Pronto estará en vigor una Norma por la que la bolsa de valores será quien proporcione dicha información, obtenida de agencias como Reuters, Bloomberg, etc., según el tipo de instrumento extranjero.

Para el caso de fondos cerrados, inmobiliarios, colectivos, de capital privado o de inversión, dadas sus características, la periodicidad de valoración varía entre los países. En Bolivia, Brasil (para el caso de fondos especiales) y Ecuador, la periodicidad es aquella que se consigne en el Reglamento del fondo, mientras que en Panamá no existe la obligación de calcular el valor neto de las cuotas de las Sociedades de Inversión Cerradas, salvo que excepcionalmente concurra el derecho al reembolso. En términos generales, estas valoraciones deben realizarse, según el país, mensual, trimestral o semestralmente. En el caso de México, además se establece la necesidad de realizar estas valoraciones si ocurren hechos que varíen significativamente su valor. En Colombia se permite, de forma excepcional, la posibilidad para los fondos de capital privado de que realicen la valoración de las unidades con una periodicidad semestral y en todos aquellos eventos en que: a) haya ingreso de recursos provenientes de la constitución de nuevas participaciones o b) para la redención de unidades. Asimismo, el valor de la unidad por regla general se expresa en pesos Colombianos, no obstante la normativa permite que se expresa en dólares siempre que así se disponga en el contrato o reglamento.

VERIFICACIÓN DE LA VALORACIÓN

Muchos de los países bajo estudio están sujetos a comprobaciones de las valoraciones de los activos de los fondos por un auditor independiente durante las auditorías anuales rutinarias. Tal es el caso de Argentina (también trimestralmente), Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, España (adicionalmente la CNMV revisa la valoración de activos, tanto en las inspecciones in situ, como en revisiones a distancia), México, Perú, Portugal y Venezuela. En Colombia existe la obligación de que las administradoras cuenten con una revisoría fiscal que consiste en una revisión general y constante del cumplimiento de las normas contables, de control interno y verificación del proceso de valoración de activos. Además, los partícipes de los fondos pueden encargar una auditoría externa.

Por otro lado, países como Bolivia, Honduras y Panamá no tienen la obligación específica de llevar a cabo este tipo de verificaciones por parte de un auditor independiente. En el caso de Honduras la normativa sobre auditorías no obliga a que esta alcance la valoración de activos, si bien para el caso de fondos inmobiliarios los activos deben valorarse al menos una vez al año considerando las valoraciones de un perito y de un profesional en finanzas.

En conclusión, en términos generales las políticas de inversión parecen reflejar las particulares condiciones de los mercados internos. Esta aseveración se ve reforzada por los hallazgos del estudio del WG-5 de IOSCO⁸⁰.

80 "Collective Investment Schemes in Emerging Markets", July 2006

Las limitaciones a la inversión en valores extranjeros están presentes en varios de los mercados, no así la posibilidad de invertir en activos no cotizados.

El endeudamiento en general no se permite, o únicamente a niveles relativamente bajos, y siempre para solventar problemas temporales de liquidez. Desde una perspectiva, ello supone una actitud relativamente prudente en términos de riesgo, pero por otra parte penaliza los retornos de los inversores, a la vez que no es consistente con la posibilidad de invertir en valores no cotizados, con frecuencia poco líquidos.

El valor liquidativo parece plantear problemas desde la definición misma del término en las diversas jurisdicciones analizadas. En algunos se entiende como el valor al cual se realiza el reembolso (fondos abiertos) o bien solo una referencia para los inversores (cerrados) pero no tiene mayor impacto en la liquidación de su participación que será redimida al valor de mercado. La tendencia a su cálculo es que sea diaria. Su divulgación plantea también diferencias, pues si bien es obligatoria su valoración, en algunos países no lo es la divulgación. Por otra parte en algunos países la divulgación corresponde a los administradores y en otros a la entidad reguladora.

En cuanto a valoración de activos, en general prevalece el valor de mercado, excepto en los de corto plazo que es el costo, aunque existe disparidad en el modelo (cierre, promedio, etc.). Además, con frecuencia se podría suponer que hay problemas con valores de escasa negociación. Por lo general la valoración es diaria en el caso de fondos financieros, y con frecuencia es haciendo uso de vectores suplidos por las bolsas o una filial, lo que plantea problemas de eventual conflicto interés.

IV. NORMAS CONTABLES APLICABLES Y CALIFICACIÓN DE RIESGOS

En cuanto a las normas contables aplicables a las IIC, la tendencia general es que sean las Normas Internacionales de Información Financiera la principal fuente inspiradora, existiendo un proceso de armonización en unos casos, y de implementación en otros. Entre los países que utilizan las NIIF están Costa Rica, Honduras y Panamá⁸¹.

La siguiente tabla resume las normas contables utilizadas por el resto de países sujetos a estudio:

81 Utiliza además principios contables generalmente aceptados en Estados Unidos.

País	Normas Contables utilizadas
Argentina	Regla general: normas dictadas por la CNV para Fondos. Complementariamente las normas dictadas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. No obstante, las normas emitidas por cada Consejo federado son obligatorias para la jurisdicción correspondiente, incluso cuando sean propias y no meras adhesiones a las dictadas por la Federación de Consejos.
Bolivia	Manual propio sobre la base de las Normas de Contabilidad aceptadas en Bolivia y emitidas por el Colegio de Auditores. En la actualidad se encuentra en proceso de reforma para adoptar las Normas de Contabilidad Internacionales .
Brasil	En general semejantes a las normas de contabilidad internacional.
Chile	A todas las IIC, les son aplicables los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) en Chile y las normas contables específicas que dicte la Superintendencia de Valores y Seguros.
Colombia	Las normas de contabilidad aplicables son el Código de Comercio, así como las normas especiales establecidas por la Superintendencia Financiera.
Ecuador	Las IIC deben llevar contabilidad sujetándose al Plan y Dinámica de Cuentas para el Funcionamiento de las casas de valores, administradoras de fondos de inversión y fideicomisos mercantiles y compañías operadoras de valores extrabursátiles, aprobado mediante Resolución CNV-95-001, el mismo que está basado en los principios de contabilidad generalmente aceptados.
España	Las señaladas en la Circular 7/90, que en la actualidad está en proceso de cambio.
México	Las establecidas por la Comisión con sujeción a los principios generalmente aceptados, establecidos por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C.
Perú	Normas específicas basadas en principios contables generalmente aceptados que no contradicen las NIFF.
Portugal	Normas especiales dictadas por las autoridades portuguesas (Reglamento 16/2003 para fondos financieros).
Venezuela	Manual de Contabilidad y Plan de Cuentas de la CNV.

En cuanto al requerimiento de la existencia de una calificación de riesgo, o de una calificación de riesgo determinada para los activos que componen una cartera o portafolio de un fondo varían de país a país. La siguiente tabla resume esta información:

Requerimientos de calificación determinada para formar parte de la cartera de inversión de los fondos		
No existen	Existen	Comentarios
Argentina		Sólo es necesaria si los fondos desean ser habilitados para los Fondos de Jubilaciones y Pensiones.
Bolivia		Cada fondo determina en sus políticas de inversión estos aspectos.
Brasil		A excepción del caso de los fondos de corto plazo, donde se exige para los activos privados de su cartera.
	Chile	Solo para fondos abiertos (salvo los dirigidos a inversores calificados)
	Colombia	Solo si lo exige el reglamento. Para los FCO, dado que su régimen de inversión debe seguir los criterios establecidos por SF, desde el año 2000 resulta necesaria la calificación de los títulos de renta fija (salvo deuda pública) y, en el caso de certificados de depósito (de ahorro o a término), de la entidad financiera emisora. No permitida la inversión de más del 20% del fondo en títulos a largo plazo (30% si a corto) de un mismo emisor si éste no tiene las máximas calificaciones.
	Costa Rica	Los activos nacionales emitidos por emisores privados deben contar con una calificación de riesgo. Valores de deuda extranjeros emitidos en serie por emisores soberanos y privados necesitan una calificación de riesgo de una entidad calificadora reconocida como nacional por la Comisión de Valores de Estados Unidos. También los productos estructurados extranjeros necesitan calificación de riesgo de grado de inversión.
Ecuador		Sin embargo se puede evidenciar en las inversiones de los fondos y a través de disposiciones generales, que determinados valores que se incluyen como inversiones son sujetos a calificación de riesgo.
España		La normativa no lo exige, pero sí es frecuente que las IIC incluyan un rating mínimo para sus activos en la descripción de la política de inversión de su folleto, de obligado cumplimiento.
	Honduras	Se requiere para la inversión en entidades del exterior o en instrumentos representativos de estas, o en valores emitidos en el extranjero.
	México	Las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda (SIID) obligadas a obtener una calificación otorgada por una Calificadora de Valores. Las Sociedades de Inversión (SI) pueden determinar en sus prospectos la calificación máxima de riesgo de mercado de los valores de su cartera.
Panamá		
Perú		Salvo en el caso de valores emitidos en procesos de titularización.
Portugal		El Reglamento de Gestión del fondo define el nivel de riesgo total de la cartera de las inversiones.