

Régimen del mercado de valores

Tomo IV **Otras instituciones de los mercados de valores**

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO IV

Otras instituciones de los mercados de valores

 Universidad de
los Andes | Facultad
de Derecho

Bogotá - Colombia
2019

Régimen del mercado de valores. – Bogotá : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes, 2017-2019

4 tomos ; 17 x 24 cm.

Contenido : tomo 4. Régimen del mercado de valores: otras instituciones de los mercados de valores / Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano (Coordinadores Académicos)

ISBN 978-958-35-1132-5 (obra completa) ; 978-958-774-864-2 (tomo 4)

1. Bolsa de valores - Legislación I. Universidad de los Andes (Colombia). Facultad de Derecho.

CDD 346.092

SBUA

Primera edición: mayo de 2019

Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.262>

© Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano

© Juana Beltrán Echeverri, Francisco Gómez Rueda, Germán Eduardo Nieto Olivares, Mariana Castellanos Ramírez, Paola Saavedra Camerano, Diana Rivera Andrade, Pilar Cabrera Portilla, Alberto Boada Ortiz, Stella Villegas de Osorio, Jose Yesid Benjumea Betancur, Felipe Gaviria, Ana María Prieto, Lissa Parra.

© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho

Ediciones Uniandes

Calle 19 n.º 3-10, oficina 1401

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 3394949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

infeduni@uniandes.edu.co

ISBN: 978-958-774-864-2

ISBN *e-book*: 978-958-774-865-9

DOI <http://dx.doi.org/10.15425/2017.262>

Cuidado de los textos: área de publicaciones Facultad de Derecho

Diagramación interior y cubierta: Angélica Ramos

Impresión:

Xpress Estudio Gráfico y Digital S. A. S. - Xpress Kimpres

Carrera 69H n.º 77-40

Teléfono: 602 08 08

Bogotá, D. C., Colombia

Impreso en Colombia – Printed in Colombia

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 del 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero del 2015, Mineducación.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su totalidad ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de la editorial.

PRESENTACIÓN

El tomo IV se dedica a varias instituciones del derecho del mercado de valores, que se tratan en sendas partes:

La parte primera se ocupa del tema de los vehículos de inversión colectiva, en los países de la muestra, que se desarrolla en dos capítulos.

El capítulo I versa sobre las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva en la perspectiva de los principios internacionales sobre regulación y supervisión de estas, las formas asociativas que pueden adoptar, las actividades propias de la industria, los requisitos de creación y autorización, los principales deberes de la administrador, del distribuidor y del gestor de portafolio, y el gobierno corporativo de tales entidades.

El capítulo II se enfoca en el régimen de los vehículos de inversión colectiva, precisando el alcance de este concepto, la función económica de tales vehículos, los principales beneficios y riesgos para los inversionistas, y la naturaleza de las actividades relacionadas con aquellos; su forma legal; los aportes y participaciones del inversionista; la clasificación de los referidos vehículos; los derechos de los inversionistas, la fusión, cesión o transferencia, y la liquidación de los vehículos de inversión colectiva.

La parte segunda trata sobre la infraestructura del mercado de valores, en cuatro capítulos, relativos a las bolsas de valores y sistemas de negociación y registro, la actividad de administración de los depósitos centralizados de valores, los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, y las cámaras de riesgo central de contraparte, respectivamente.

En la parte tercera se estudia el ofrecimiento transfronterizo de productos y servicios del mercado de valores, desde la perspectiva de los tratados de libre comercio y del desarrollo del comercio transfronterizo de servicios y productos extranjeros.

La parte cuarta consta de un capítulo único, dedicado a la autorregulación en los mercados de valores, destacando sus orígenes históricos, modalidades, principios internacionales, funciones de los organismos

autorreguladores (supervisión, regulación, disciplina y certificación), la relación entre la autorregulación y los reguladores estatales, los conflictos de interés y el gobierno corporativo de los organismos autorreguladores, y el impacto de la más reciente crisis financiera internacional en los sistemas de autorregulación.

Finalmente, en la parte quinta se estudian las conductas que afectan la formación de precios en el mercado de valores, y el régimen disciplinario de este.

El capítulo I se centra en el fenómeno de los abusos de mercado, puntualizando, entre otros aspectos, los elementos relevantes de la manipulación, el uso indebido de información privilegiada, y la defraudación en sus diversas modalidades.

El capítulo II presenta el régimen disciplinario del mercado de valores, a partir de la actividad disciplinaria, como manera de asegurar el cumplimiento normativo en el mercado y la potestad sancionatoria estatal en sus dimensiones de régimen sancionatorio, debido proceso, tipología de sanciones, así como de la actividad disciplinaria privada que ejercen los organismos de autorregulación.

ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Presentación.....	VII

PARTE PRIMERA

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

CAPÍTULO I

ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

Introducción.....	3
1. Conceptos y términos básicos	5
A) Vehículos de inversión colectiva.....	5
B) Entidades administradoras de VIC.....	6
2. Principios internacionales sobre regulación y supervisión de administradores de VIC	10
A) Principios de la IOSCO.....	10
B) Principios de la Unión Europea.....	13
3. Formas asociativas que pueden adoptar las entidades administradoras de VIC.....	15
4. Actividades propias de la industria de inversión colectiva	16
5. Requisitos de creación y autorización de los administradores de VIC	24
A) Capital mínimo y patrimonio adecuado	24
B) Idoneidad de accionistas y administradores	28
C) Requerimientos de infraestructura y garantías.....	30
D) Alcance de la licencia y revocación	34
6. Principales deberes de la entidad administradora y distribuidora, y del gestor de portafolio	39

A) Actuar de manera profesional en la administración de los VIC	40
B) Dar prevalencia a los intereses de los inversionistas.....	43
C) Deberes relacionados con la distribución de VIC	47
D) Vincular a los inversionistas y recibir sus aportes.....	54
E) Llevar la contabilidad de los VIC	55
F) Suministrar a los inversionistas información sobre los VIC y su desempeño	55
7. Gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC...	70
A) Principios de gobierno corporativo en materia de entidades administradoras de VIC.....	70
B) Órganos de gobierno corporativo de las entidades administradoras de VIC, deberes y responsabilidades	71
Bibliografía.....	75

CAPÍTULO II

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

1. Antecedentes.....	79
2. Concepto de “vehículos de inversión colectiva”	83
3. Función económica de los VIC, principales beneficios y riesgos para los inversionistas, y naturaleza de las actividades relacionadas con los VIC.....	86
4. Forma legal de los VIC	90
A) Estructura societaria	91
B) Estructura fiduciaria / patrimonio independiente	91
5. Aportes y participaciones del inversionista en el VIC	92
6. Clasificación de los VIC	96
A) Por la liquidez primaria de las participaciones en el VIC	96
B) Por el activo objeto de inversión	99
C) Por su ámbito geográfico de operación	109
D) Por el objetivo económico del fondo.....	110
E) Familias de fondos	112
7. Derechos de los inversionistas en VIC	113
8. Fusión, cesión o transferencia, y liquidación de VIC.....	115

	PÁG.
A) Fusión de VIC	115
B) Cesión o transferencia de VIC	119
C) Liquidación de VIC	124
Bibliografía.....	136

PARTE SEGUNDA

INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO I

BOLSAS DE VALORES Y SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO

JUANA BELTRÁN ECHEVERRI
FRANCISCO GÓMEZ RUEDA

1. Concepto e importancia.....	145
2. Antecedentes generales	147
A) Origen de las Bolsas de Valores	147
B) De las bolsas de valores a los sistemas de negociación electrónicos	152
C) Desarrollo del mercado mostrador y de los sistemas de registro.....	153
3. Historia de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación y registro en Colombia	154
A) Bolsas de valores.....	154
B) Sistemas de negociación y registro	156
4. Bolsas de valores y sistemas de negociación y registro en el ordenamiento jurídico colombiano.....	158
A) Actividad del mercado de valores	158
B) Definición normativa.....	158
C) Sociedades administradoras: entidades, dirección, administración y gobierno corporativo	160
D) Activos negociados	165
E) Funciones y deberes	166
F) Participantes, afiliados o miembros.....	170

	PÁG.
G) Reglamento, circulares e instructivos operativos.....	173
H) Tipos de operaciones.....	176
5. Contexto internacional.....	177
A) Conceptos básicos sobre sistemas de negociación en diferentes jurisdicciones.....	177
B) Integración e internacionalización de los mercados bursátiles	182
C) Sistemas de negociación y sistemas de registro o repositorios de información como respuesta a la crisis financiera de 2008.....	189
Bibliografía.....	191

CAPÍTULO II

LA ACTIVIDAD DE ADMINISTRACIÓN DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES

GERMÁN EDUARDO NIETO OLIVAR

1. Antecedentes.....	195
2. Concepto.....	196
3. Principios internacionales sobre administración de depósitos centralizados de valores.....	197
4. Generalidades sobre los depósitos de valores y la anotación en cuenta.....	200
A) La anotación en cuenta.....	200
B) Principios derivados de la anotación en cuenta: prioridad, tracto sucesivo, fungibilidad, rogación y buena fe.....	200
5. El depósito y la desmaterialización.....	203
A) Depósito de valores.....	203
B) Administración de valores.....	204
C) Inmovilización y desmaterialización.....	205
D) Depósito y administración de títulos valores que no sean “valores”.....	206
E) Compensación y liquidación de valores a cargo de los depósitos.....	208
F) Depósitos transparentes y no transparentes.....	209
G) Las entidades administradoras de depósitos de valores.....	211
H) ¿Cuántos depósitos deben existir en cada país?.....	212
Bibliografía.....	213

CAPÍTULO III

LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES SOBRE VALORES

MARIANA CASTELLANOS RAMÍREZ

	PÁG.
1. Concepto	215
2. Objeto	221
3. Mecanismos para la compensación y liquidación de las operaciones.....	222
4. Funciones - Mitigación de riesgos.....	223
5. Sociedades administradoras.....	224
6. Participantes	227
7. Relación con bolsas de valores, sistemas de negociación y registro, depósitos centralizados de valores y sistemas de pagos	227
8. Aplicación de los principios de finalidad y protección de las garantías y principios internacionales sobre compensación y liquidación de operaciones sobre valores	228
A) Principio de finalidad	228
B) Principio de protección a las garantías.....	231
C) Principios internacionales sobre compensación y liquidación de operaciones sobre valores (BIS-IOSCO)....	231
9. Actividad de custodia de valores	232
Bibliografía.....	233

CAPÍTULO IV

CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

PAOLA SAAVEDRA CAMERANO
DIANA RIVERA ANDRADE

1. Antecedentes.....	238
2. Definición y elementos	243
A) Definición.....	243
B) Elementos.....	245

	PÁG.
3. Principios	246
A) Principio de finalidad	246
B) Principio de protección de las garantías	248
4. Ubicación en el mercado de valores	250
5. Entidades de contrapartida central	250
A) Constitución y estructura	250
B) Socios	251
6. Miembros	251
A) Miembro liquidador	251
B) Miembros no liquidadores o negociadores	253
7. Activos susceptibles de ser compensados y liquidados en una entidad de contrapartida central	253
8. Modelo de riesgo	255
A) Riesgo legal	255
B) Riesgo de crédito	256
C) Riesgo de liquidez	261
D) Riesgo de custodia e inversión	262
E) Riesgo operativo	263
F) Riesgo general de los negocios	263
9. Modelo operativo	265
A) Mecanismos de interposición	266
B) Infraestructura tecnológica e interconexión	267
C) Estructura de cuentas	269
D) Seguridad y confidencialidad	269
10. Derecho colombiano	269
A) Definición y elementos de la definición	269
B) Principios	272
C) Modelo operativo	274
D) Modelo de riesgo	275
11. Derecho comparado	275
A) España	275
B) México	281
C) Brasil	288
Bibliografía	291

PARTE TERCERA

CAPÍTULO ÚNICO

OFRECIMIENTO TRANSFRONTERIZO DE PRODUCTOS Y SERVICIOS DEL MERCADO DE VALORES

**PILAR CABRERA PORTILLA
ALBERTO BOADA ORTIZ**

	PÁG.
1. Desde la perspectiva de los tratados de libre comercio.....	297
A) Acuerdos internacionales en materia de servicios.....	297
B) Acuerdos internacionales para la protección de las inversiones	302
2. Desarrollo del comercio transfronterizo de servicios y productos extranjeros.....	305
A) Régimen cambiario y de inversión extranjera.....	306
B) Regulación financiera aplicable a las operaciones transnacionales del mercado de valores	318
Bibliografía.....	345

PARTE CUARTA

CAPÍTULO ÚNICO

LA AUTORREGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

**STELLA VILLEGAS DE OSORIO
JOSÉ YESID BENJUMEA BETANCUR**

1. Consideraciones previas y ámbito de aplicación	349
2. Orígenes históricos de la autorregulación	351
A) Estados Unidos, Reino Unido y Colombia.....	351
B) Antecedente del estatuto legal de la autorregulación en Colombia	356
3. La autorregulación regulada, génesis y alcance de la figura	361
4. Principios internacionales sobre autorregulación (IOSCO)	367

	PÁG.
5. Funciones del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (supervisión, regulación, disciplina y certificación).....	370
A) Función de supervisión	370
B) Función de regulación	375
C) Función disciplinaria	377
D) Función de certificación	381
6. Relación entre la autorregulación y los reguladores estatales	384
A) La supervisión estatal en el mercado de valores	384
B) Coordinación entre los dos estamentos (principios y mecanismos de coordinación)	384
C) ¿Qué supervisar de un organismo de autorregulación?	387
7. Conflictos de interés y gobierno corporativo.....	389
8. Impacto de la crisis financiera de 200-2008 en los sistemas de autorregulación	390
Bibliografía.....	395

PARTE QUINTA

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES, Y RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES

CAPÍTULO I

CONDUCTAS QUE AFECTAN LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES

FELIPE GAVIRIA
ANA MARÍA PRIETO
LISSA PARRA

1. Introducción.....	399
2. Abusos de mercado	402
A) Manipulación.....	402
B) Información privilegiada.....	410
C) Defraudación	418
Bibliografía.....	422

CAPÍTULO II

RÉGIMEN DISCIPLINARIO DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO

	PÁG.
Introducción.....	425
1. Régimen administrativo sancionatorio del Estado	426
A) Antecedentes.....	426
B) Régimen sancionatorio de la Ley 964 de 2005.....	432
2. La función disciplinaria en la actividad de autorregulación.....	465
A) Antecedentes y fundamentos de la función disciplinaria	467
B) Naturaleza de la función disciplinaria	473
C) Alcance de la función disciplinaria.....	476
D) Sujetos pasivos de la función disciplinaria.....	478
E) Órgano disciplinario del organismo de autorregulación.....	480
F) Proceso disciplinario	482
G) Sanciones.....	486
H) El proceso disciplinario en el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia	486
I) Responsabilidad de los organismos de autorregulación y demanda de las decisiones ante la jurisdicción ordinaria...	488
J) La responsabilidad disciplinaria privada y el título de imputación.....	489
3. Anotación final	495
Bibliografía.....	495

PARTE PRIMERA

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

CAPÍTULO I

ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA*

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO**

INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presenta un panorama de la institución de las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva, desde la perspectiva de su concepto, naturaleza y tipología, los principios internacionales sobre regulación y supervisión de tales entidades, sus funciones, las actividades propias de la industria de inversión colectiva, los requisitos de creación y autorización, los principales deberes y responsabilidades, y el gobierno corporativo, a partir del examen de la regulación de los países de la muestra en la materia, con particular énfasis en los países latinoamericanos escogidos: Chile, Colombia, México y Perú.

En estos países latinoamericanos se aprecia un esfuerzo consciente y progresivo de los reguladores nacionales para acercar la normativa local a los estándares internacionales, como puede constatarse en Colombia con la expedición de los decretos 1242 y 1243 del 14 de junio

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.263>

** Juan Carlos Varón Palomino es abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Es máster en leyes (LL. MM.) de Harvard Law School. Se ha desempeñado como jefe de las divisiones de bancos y sociedades fiduciarias y como director general (e) de bancos y corporaciones en la Superintendencia Bancaria (Hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Ha sido decano (e) y director de la Especialización en Legislación Financiera de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es profesor titular y director de la Maestría en Derecho Privado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Socio de la firma Silva, Varón & Asociados.

de 2013¹; en Chile, con la Ley 20.712 del 14 de enero de 2014² y el Decreto Supremo de Hacienda 129 del 8 de marzo de 2014³; en México, con las reformas de la Ley de Sociedades de Inversión de 2001 (hoy Ley de Fondos de Inversión) publicadas el 10 de enero y el 13 de junio de 2014, y en Perú con la reforma del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras del año 2013⁴.

¹ La regulación colombiana en esta materia está contenida en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, en la cual se reexpidieron las normas del Decreto 2175 de 2007. Esta regulación fue reemplazada integralmente por el Decreto 1242 del 14 de junio de 2013, con vigencia desde el 1.º de enero de 2015, para modernizar y fortalecer la regulación local y aproximarla a estándares internacionales. Una de las modificaciones adoptadas es el cambio de denominación legal de los VIC colombianos, abandonando la de “carteras colectivas” y sustituyéndola por la de “fondos de inversión colectiva”. En este trabajo, salvo que se indique algo distinto, se citan las disposiciones del Decreto 1242 de 2013, incorporadas en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010. Dicha regulación es complementada por las instrucciones impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, en el título VI de la parte III de la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 029 de 2014). Por otra parte, mediante el Decreto 1243 de 2013 se reglamentó la actividad de custodia de valores, con incidencia sobre los VIC y sus administradores, en la medida en que se estableció como obligación a cargo de estos la de entregar los valores de los fondos administrados en custodia a custodios especializados. Las normas del Decreto 1243 de 2013 fueron también incorporadas al Decreto 2555 de 2010, mediante la adición del libro 37 de la parte 2, según el Decreto 1498 de 2013.

² La Ley 20.712 derogó los siguientes cuerpos legales: (a) los títulos XX y XXVII de la Ley 18.045; (b) el Decreto-Ley 1.328, de 1976, cuyo texto refundido fue fijado por el Decreto Supremo de Hacienda 1.019, de 1979; (c) la Ley 18.657 y (d) la Ley 18.815. La Ley 20.712 rige a partir del primer día del mes subsiguiente al de la expedición del reglamento que reemplace los reglamentos de fondos mutuos y de fondos de inversión, el cual está contenido en el Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014. Además se tienen las normas de carácter general expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (norma de carácter general n.º 375 de fecha 20 de enero de 2015).

³ El Decreto Supremo de Hacienda 129 de 2014 se publicó en el *Diario Oficial* del 8 de marzo de 2014 y rige a partir del 1.º de mayo de 2014, y derogó los decretos supremos 1179 de 2010 y 864 de 1989, ambos del Ministerio de Hacienda.

⁴ El Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras fue aprobado mediante la Resolución Conasev n.º 068-2010-EF/94.01.1, publicada el 16 de julio de 2010, la cual fue modificada mediante la Resolución SMV n.º 008-2013-SMV/01, del 22 de marzo de 2013, y mediante la Resolución de Superintendente n.º 00116-2013, publicada el 27 de septiembre de 2013, y la Resolución de Superintendente n.º 005 de 2015. Por mandato de la Ley 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, publicada el 28 de julio de 2011, se sustituyó la denominación de Conasev por la de Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

La modernización y armonización de principios y reglas básicas es uno de los elementos que se requieren para lograr una mayor integración de los mercados nacionales de fondos en el ámbito regional —teniendo en cuenta el ejemplo de la Unión Europea—, sin que ello implique necesariamente uniformar las regulaciones, lo cual sería un objetivo poco práctico, habida cuenta de que si bien los países latinoamericanos comparten una tradición jurídica común de derecho romano-germánico, existen diferencias entre las culturas legales, que lo dificultarían.

Las adecuadas regulación y supervisión de las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva revisten especial importancia para la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros y de valores, en tanto dichas entidades, por medio de tales vehículos, captan y manejan ahorro del público inversionista. Además, se advierte como una tendencia en los mercados la de que la inversión en valores se realice mediante vehículos de inversión colectiva y no de manera individual y directa por los inversionistas, especialmente cuando se trata de personas naturales en el mercado minorista (*retail*), a partir de lo cual los vehículos de inversión colectiva se constituyen en un instrumento importante para el desarrollo de dichos mercados.

1. CONCEPTOS Y TÉRMINOS BÁSICOS

A) *Vehículos de inversión colectiva*

Los términos “vehículo de inversión colectiva” (“VIC”), “cartera colectiva”, “institución de inversión colectiva”, “sociedad de inversión”, “fondo de inversión colectiva”, “fondo de inversión”, “fondo mutuo” y “fondo” se usan en este estudio para hacer referencia a los mecanismos de inversión colectiva regulados, autorizados y supervisados por el Estado, mediante los cuales los administradores captan recursos del público y los destinan a la realización de inversiones, por cuenta y riesgo de los inversionistas y para beneficio de estos, en activos subyacentes que pueden ser valores, otros instrumentos financieros, bienes inmuebles, proyectos inmobiliarios o de otra naturaleza, o capital de riesgo en nuevos emprendimientos empresariales, entre otros, según la política de inversión del fondo respectivo. Los VIC tienen distintas denominaciones legales en los países estudiados, que se reflejan en la tabla 1.

Tabla 1. Denominaciones legales de los vehículos de inversión colectiva

País	Denominaciones legales de los vehículos de inversión colectiva
Chile ⁵	- Fondos mutuos - Fondos de inversión - Fondos de inversión privados
Colombia ⁶	- Fondos de inversión colectiva (antes denominados “carteras colectivas”) - Fondos de capital privado
Estados Unidos ⁷	- <i>Investment companies</i> - <i>Mutual funds</i>
España ⁸	- Instituciones de inversión colectiva - Fondos de inversión - Sociedades de inversión de capital variable
México ⁹	- Fondos de inversión o sociedades de inversión
Perú ¹⁰	- Fondos mutuos de inversión en valores - Fondos de inversión

Fuente: elaboración propia del autor.

B) *Entidades administradoras de VIC*

Las entidades administradoras de VIC son personas jurídicas de naturaleza societaria —y en algunos casos excepcionales, de naturaleza cooperativa—, especializadas en la estructuración, la distribución y el manejo de fondos de inversión, organizadas por iniciativa privada y licenciadas por el Estado, conforme a las reglas aplicables en su jurisdicción de origen, que tienen a su cargo la responsabilidad de manejar profesionalmente los productos y servicios de inversión colectiva que ofrecen al público inversionista en los mercados atendidos.

En todas las jurisdicciones estudiadas, las entidades administradoras de VIC son entidades financieras o del mercado de valores y están sometidas a la supervisión del Estado, que es ejercida por intermedio de agencias gubernamentales especializadas¹¹.

⁵ Ley 20.712, arts. 1.º, lit. b, 28 y 29; DS 129 de 2014, art. 25.

⁶ Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.2.1.

⁷ Investment Company Act, Sec. 3 (a)(1). Consultado en <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> el 18 de enero de 2014.

⁸ Ley 35 de 2003 de Instituciones de inversión colectiva, art. 12.

⁹ Ley de Fondos de Inversión, art. 5.

¹⁰ Ley del Mercado de Valores de Perú. Dec-leg. 861, art. 259.

¹¹ Chile: Superintendencia de Valores y Seguros. Colombia: Superintendencia Financiera de Colombia. Estados Unidos de América: Securities and Exchange Commission.

La entidad administradora es la que se relaciona jurídicamente con los inversionistas, y responde ante ellos por el manejo de los fondos de inversión ofrecidos en el mercado.

Donde ello se permite o exige, las entidades administradoras pueden subcontratar ciertas actividades relacionadas con los fondos de inversión administrados, tales como la gestión del portafolio, la distribución de los fondos y la custodia de los activos de estos, pero mantienen en todo caso la administración general de los fondos.

Como contraprestación por sus servicios, las entidades administradoras de VIC cobran a los inversionistas comisiones de administración.

a) *Estados Unidos*. En Estados Unidos, los fondos de inversión (*investment companies* o *mutual funds*) son organizados y patrocinados por asesores de inversión (*investment advisers of investment companies*), definidos en la sección 2 (a) (20) de la Investment Company Act (ICA)¹² como:

- A. Cualquier persona distinta de un oficial *bona fide*, director, fiduciario, miembro de la junta asesora o empleado de una compañía, que en desarrollo de un contrato celebrado con una compañía de inversión presta a esta regularmente asesoría con respecto a la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores u otras propiedades, o tiene poder para determinar qué valores o propiedades deben ser adquiridos o enajenados por dicha compañía de inversión; y
- B. Cualquier otra persona que en el marco de un contrato con una persona de las descritas en la cláusula A anterior desarrolla regularmente en forma sustancial los deberes contraídos por dicha persona descrita en la cláusula A (en favor de la compañía de inversión).

En los términos de la misma norma citada, no se consideran asesores de inversión de fondos mutuos o compañías de inversión las siguientes personas:

1. Personas cuya asesoría a la compañía de inversión se presta solamente por medio de publicaciones uniformes distribuidas a suscriptores de estas;
2. Personas que únicamente suministran a la compañía de inversión información estadística o fáctica, consejo en relación con factores

España: Comisión Nacional del Mercado de Valores. México: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Perú: Superintendencia del Mercado de Valores.

¹² Estados Unidos de América, USC, section 80a-2 (a) (20). Traducción libre del autor.

- o tendencias económicas, o consejo en relación con transacciones ocasionales sobre valores específicos, sin suministrar generalmente consejos o recomendaciones acerca de la compra o venta de valores;
3. Compañías que presten esos servicios en forma remunerada a una o más compañías de inversión, compañías de seguros u otras instituciones financieras;
 4. Personas cuyos servicios a la compañía de inversión son remunerados según tarifas definidas por una corte judicial; y
 5. Otras personas que la SEC determine que no están comprendidas en la definición de *investment adviser*. A este respecto, anotamos que la Investment Company Act de 1940, en su sección 202 (a) (11), consagra otra definición más general del término *investment adviser*, entendiéndolo por tal “toda persona que a cambio de una remuneración se dedica al negocio de asesorar a otros, ya sea directamente o a través de publicaciones o escritos, en cuanto al precio de los valores o la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores, o quien a cambio de una remuneración y como parte de un negocio habitual, emite o promulga análisis o reportes relacionados con valores”, y precisa varias categorías de personas que no se consideran *investment advisers*¹³. Así, pues, en la legislación de valores estadounidense existen dos definiciones legales del término *investment adviser*, una general y otra específica para las *investment companies*.

Las relaciones entre el fondo mutuo o compañía de inversión y el asesor de inversión se rigen por un contrato de asesoría (*advisory*

¹³ Conforme a esta disposición, no se consideran “investment advisers”: (1) los bancos y las *bank holding companies*, salvo que directamente actúen como *investment adviser* para una *investment company* registrada; (2) los abogados, ingenieros y profesores cuya prestación de tales servicios esté relacionada con la práctica de su profesión; (3) los intermediarios cuya prestación de tales servicios esté relacionada con su negocio de intermediación y que no reciben remuneración por ellos; (4) los editores de periódicos, revistas, noticias o publicaciones financieras o de negocios y de circulación habitual; (5) las personas cuya asesoría, análisis o reportes se relacionan con valores emitidos o garantizados por entidades públicas de los Estados Unidos, o por corporaciones en las cuales dicho país tiene interés y que hayan sido designadas por el secretario del Tesoro, de conformidad con la sección 3(a)(12) de la Securities Exchange Act de 1934; (6) las organizaciones estadísticas y calificadoras nacionales reconocidas de conformidad con la definición establecida en la sección 202 de la Investment Advisers Act, que no se dediquen a emitir recomendaciones para terceros sobre la compra, venta o tenencia de valores, o a la administración de valores de terceros; (7) las “family offices”, según la definición de la Securities and Exchange Commission, y (8) las demás personas que determine la Securities and Exchange Commission.

contract), que tiene la naturaleza de un instrumento fiduciario en cuya virtud el asesor de inversión se obliga a prestar a la compañía de inversión servicios externos de asesoría y manejo del portafolio, como delegado de los tenedores de certificados emitidos por ella (*shareholders*). Sobre esa base, las compañías de inversión son administradas por entidades financieras (p. ej., bancos, *trust companies*), operadores del mercado de valores (p. ej., *brokers, investment bankers*) o firmas especializadas organizadas con el objeto de desarrollar las funciones propias de un *investment adviser*.

b) *Iberoamérica*. En España, la gestión y representación de las instituciones de inversión colectiva son ejercidas por sociedades gestoras, con el concurso del depositario.

Las legislaciones de los países latinoamericanos de la muestra también reservan el ejercicio de la actividad de administración de VIC a entidades financieras o del mercado de valores especializadas. La tabla 2 ilustra acerca de las denominaciones que las entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva reciben en los países estudiados.

Tabla 2. Entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva

País	Entidades administradoras
Chile ¹⁴	Administradoras generales de fondos
Colombia ¹⁵	Sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva, función que puede ser desempeñada por (1) las sociedades fiduciarias, (2) las sociedades comisionistas de bolsa y (3) las sociedades administradoras de inversión.
Estados Unidos ¹⁶	<i>Investment advisers</i>
España ¹⁷	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
México ¹⁸	Sociedades operadoras de fondos de inversión
Perú ¹⁹	Sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores

Fuente: elaboración propia del autor.

¹⁴ Ley 20.712, art. 3.º.

¹⁵ Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.1.1.

¹⁶ Investment Company Act, Sec. 3 (a)(1). Consultado en <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (18 de enero de 2012).

¹⁷ Ley 35 de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, arts. 4-8 y 40. Tomado de <http://www.cnmv.es/index.htm> consultado el 25 de enero de 2012.

¹⁸ Ley de Fondos de Inversión, art. 8.

¹⁹ Ley del Mercado de Valores de Perú, Dec.-leg. 861, art. 238.

2. PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE ADMINISTRADORES DE VIC

Como en otros ámbitos del derecho del mercado de valores, la regulación y la supervisión de los VIC y sus administradores están fuertemente influidas por principios internacionales, que propenden a la estandarización de las normas en esta materia. En particular, destacamos aquí por su importancia los principios propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por la sigla en inglés [International Organization of Securities Commissions]) y los señalados en la normatividad comunitaria europea, de especial interés para el desarrollo de mercados de valores integrados.

A) *Principios de la IOSCO*²⁰

En 1993, el Comité Técnico de la IOSCO creó un grupo de trabajo con el mandato de identificar equivalencias en la regulación de esquemas de inversión colectiva en el ámbito internacional, a fin de eliminar barreras a la distribución transfronteriza y fortalecer la cooperación de los reguladores en relación con estos vehículos de inversión y sus operadores.

El año siguiente, el grupo de trabajo publicó un informe en el cual, a partir de la revisión de normas y prácticas internacionales, se ocupó de diversos asuntos relevantes para los esquemas de inversión colectiva que invierten primordialmente en valores e instrumentos del mercado monetario, y planteó un conjunto de principios básicos que los países miembros han de tener en cuenta para la regulación de tales vehículos²¹.

En particular, la IOSCO plantea principios y lineamientos de regulación para los siguientes aspectos, considerados medulares para la industria de VIC:

- Forma y estructura legal.
- Custodio.

²⁰ Sobre el origen y la actividad de la IOSCO, véase el capítulo I, sección II, del tomo I de la presente obra.

²¹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Principles for the regulation of collective investment schemes and explanatory memorandum October 1994* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf> [consulta: 20 de mayo de 2016]. En este informe no se trata lo relativo a vehículos que invierten en bienes inmuebles, préstamos hipotecarios y otros activos de crédito, capital de riesgo o instrumentos derivados.

- Elegibilidad para actuar como operador.
- Delegación.
- Supervisión.
- Conflictos de interés.
- Valoración de activos y unidades.
- Límites de inversión y crédito.
- Derechos de los inversionistas.
- Mercadeo y revelación de información.

En 1997, el Comité Técnico de la IOSCO publicó otro documento sobre principios de supervisión de operadores de esquemas de inversión colectiva, en el cual, en conexión con los principios de regulación de elegibilidad para actuar como operador, y supervisión, a fin de salvaguardar los intereses de los inversionistas y la integridad de los mercados y de los operadores²², propuso los lineamientos para la supervisión en los siguientes frentes:

- Conducta de negocios.
- Transacciones con partes relacionadas.
- Valoración de los activos del vehículo de inversión colectiva.
- Custodia y segregación de inversiones.
- Inversiones.
- Comisiones y gastos.
- Control interno y cumplimiento.
- Revelación de información.
- Contabilidad y registros.
- Mantenimiento de la idoneidad del operador.

En junio de 2010 la IOSCO actualizó su documento de objetivos y principios de regulación de mercados de valores, ámbito en el cual se resaltan como objetivos centrales de la regulación (1) la protección de los inversionistas, (2) el aseguramiento de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y (3) la reducción del riesgo

²² International Organization of Securities Commissions - IOSCO. *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*. Septiembre de 1997 [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf> [consulta: 25 de mayo de 2016].