

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO

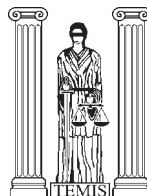
Abogado y Especialista en Derecho Comercial, Universidad de los Andes. Master en Leyes (LL.M.), Harvard Law School. Profesor Titular y Director de la Especialización en Legislación Financiera, Universidad de los Andes. Jefe de las Divisiones de Bancos y Sociedades Fiduciarias, y Director General (E.) de Bancos y Corporaciones, Superintendencia Bancaria.

PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN: LA NORMA Y EL NEGOCIO

Segunda edición



**Universidad de
los Andes**



Bogotá - Colombia
2008

ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Prefacio	VII
Prólogo de la segunda edición	IX
Presentación de la segunda edición	XV
Prólogo de la primera edición	XIX
Presentación de la primera edición	XXIII

CAPÍTULO 1

CONCEPTOS BÁSICOS SOBRE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

Nota introductoria	1
1. Entorno económico	3
2. Entorno jurídico	12
2.1. Regulación	13
2.2. Supervisión	25
2.3. Profesionalidad de los gestores institucionales de inversiones de terceros	30
2.4. Riesgos de abuso e incumplimiento del gestor y mecanismos jurídicos de protección de los inversionistas	41

CAPÍTULO 2

TIPOLOGÍA DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN Y SUS OPERADORES

Nota introductoria	53
1. Portafolios de inversión individual	53
1.1. Estados Unidos de América	54
1.1.1. Investment Agency e Investment Trust	54
1.1.2. IRAs, Keogh Plans y 401 (k) Plans	55
1.2. Argentina	58
1.3. Chile	58
1.4. Colombia	58
1.5. Ecuador	59
1.6. México	60
1.7. Perú	61
1.8. Venezuela	62

	PÁG.
2. Portafolios de inversión colectiva	62
2.1. Clasificación	63
2.1.1. Por la estructura o forma jurídica del vehículo de inversión colectiva	63
2.1.2. Por la liquidez de las participaciones y la incorporación de nuevos recursos al vehículo de inversión colectiva.....	65
2.1.3. Por el tipo de inversiones u operaciones autorizadas al vehículo de inversión colectiva	67
2.1.4. Por el lugar de operación u origen territorial de los activos del portafolio de inversión colectiva	68
2.1.5. Por el objetivo económico / patrimonial de la inversión	69
2.1.6. Por la vinculación del fondo con el sistema de seguridad social: fondos de pensiones	69
2.2. Portafolios de inversión colectiva y operadores en los países de la muestra	73
2.2.1. Estados Unidos de América	73
2.2.1.1. Mutual Funds e Investment Companies	73
2.2.1.2. REITs. Los Real Estate Investment Trusts	77
2.2.1.3. Fondos de pensiones	79
2.2.2. Argentina	81
2.2.3. Chile	83
2.2.3.1. Fondos mutuos	84
2.2.3.2. Fondos de inversión	84
2.2.3.3. Fondos de inversión de capital extranjero	86
2.2.3.4. Fondos para la vivienda	86
2.2.3.5. Fondos de pensiones	87
2.2.4. Colombia	88
2.2.4.1. Carteras colectivas	88
2.2.4.2. Fondos de pensiones	96
2.2.4.2.1. Fondos de pensiones obligatorias	96
2.2.4.2.2. Fondos de pensiones voluntarias	102
2.2.4.3. Fondos de cesantía	103
2.2.4.4. Fondos de inversión de capital extranjero	105
2.2.4.5. Fondos de inversión inmobiliaria	106
2.2.5. Ecuador	107
2.2.6. México	110
2.2.7. Perú	113
2.2.7.1. Fondos mutuos de inversión en valores	113
2.2.7.2. Fondos de inversión	114
2.2.8. Venezuela	115
2.2.8.1. Fondos mutuales de inversión	117
2.2.8.2. Entidades de inversión colectiva inmobiliaria ...	117

2.2.8.3. Fondos de capital de riesgo y sociedades de capital de riesgo	117
2.2.8.4. Fondos del mercado monetario	118

CAPÍTULO 3

CREACIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN Y DE SUS OPERADORES

Nota introductoria	123
1. Acceso de los operadores al mercado	127
1.1. Argentina	127
1.2. Chile	128
1.3. Colombia	131
1.4. Ecuador	138
1.5. México	139
1.6. Perú	141
1.7. Venezuela	143
2. Requisitos para la operación de portafolios de inversión colectiva	144
2.1. Estados Unidos de América	144
2.2. Argentina	146
2.3. Chile	148
2.4. Colombia	148
2.5. Ecuador	152
2.6. México	153
2.7. Perú	155
2.8. Venezuela	156

CAPÍTULO 4

ÓRGANOS DE GOBIERNO Y CONTROL DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN COLECTIVA: FUNCIONES Y DEBERES LEGALES

Nota introductoria	163
1. Órganos de administración de los portafolios de inversión colectiva	164
1.1. Entidad administradora, operadora o gestora	164
1.1.1. Invertir los recursos del portafolio administrado de conformidad con su política de inversión	166
1.1.2. Consagrar su actividad de administración exclusivamente en favor de los intereses de los inversionistas o de los beneficiarios designados por ellos	166

1.1.3. Entregar en custodia los valores que integran el portafolio de inversión colectiva a una entidad legalmente autorizada para tal fin	166
1.1.4. Identificar, medir y gestionar los riesgos de la cartera colectiva	170
1.1.5. Ejercer los derechos derivados de los activos del portafolio de inversión colectiva	180
1.1.6. Efectuar la valoración o valuación del portafolio de la cartera colectiva y de sus participaciones	181
1.1.7. Llevar por separado la contabilidad de la cartera colectiva, de acuerdo con las reglas que sobre el particular establezca la autoridad reguladora	182
1.1.8. Obligaciones respecto del personal y la fuerza de ventas	182
1.1.9. Informar a la autoridad de supervisión los hechos o situaciones que impidan el normal desarrollo del portafolio de inversión colectiva o el adecuado cumplimiento de sus funciones como administrador, o cuando se den causales de liquidación del portafolio	184
1.1.10. Presentar a la asamblea de inversionistas, cuando haya lugar a ello, toda la información necesaria que permita establecer el estado de la cartera colectiva	184
1.1.11. Escoger intermediarios para la realización de las operaciones de la cartera colectiva basándose en criterios objetivos señalados en el reglamento, cuando tales intermediarios sean necesarios	184
1.1.12. Abstenerse de incurrir en abusos de mercado en el manejo del portafolio de inversión colectiva	185
1.1.13. Cumplir cabalmente con los demás aspectos necesarios para la adecuada administración de la cartera colectiva	188
1.1.14. Deberes de la entidad administradora como intermediario de valores	188
1.2. Junta directiva o consejo de administración de la entidad administradora y/o del vehículo de inversión colectiva	194
1.2.1. Colombia	195
1.2.2. Estados Unidos de América	196
1.2.3. México	198
1.3. Gerente de la cartera colectiva	199
1.4. Comité de inversiones	202
1.4.1. Colombia	202
1.4.2. Ecuador	203
1.4.3. Perú	203
1.4.4. Venezuela	203
1.4.5. Estados Unidos de América	204

	PÁG.
1.5. Gestor profesional	204
1.6. Asamblea de inversionistas	206
1.6.1. Chile	207
1.6.2. Colombia	209
1.6.3. Ecuador	211
1.6.4. Venezuela	212
2. Órganos de control de los portafolios de inversión colectiva	214
2.1. Custodio	214
2.1.1. Estados Unidos de América	216
2.1.2. Argentina	216
2.1.3. Chile	218
2.1.4. Colombia	218
2.1.5. Ecuador	220
2.1.6. México	221
2.1.7. Perú	223
2.1.8. Venezuela	225
2.2. Contralor normativo	226
2.3. Revisor fiscal, síndico y comisarios	228
2.3.1. Colombia	228
2.3.2. Argentina	230
2.3.3. Venezuela	230
2.4. Auditor externo	230
2.4.1. Colombia	230
2.4.2. Venezuela	231
2.5. Comité de vigilancia y comisión de control	231
2.5.1. Chile	231
2.5.2. Colombia	233
2.5.3. Ecuador	235
2.5.4. Perú	235

CAPÍTULO 5

FUNCIONAMIENTO DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Nota introductoria.....	237
1. Promoción y distribución	241
1.1. Promoción y distribución directa	241
1.2. Publicidad	246
1.2.1. Argentina	247
1.2.2. Colombia	249
1.2.3. México	250
1.2.4. Venezuela	251

	PÁG.
1.3. Promoción y distribución mediante otras instituciones	251
1.3.1. Estados Unidos de América	251
1.3.2. Argentina	252
1.3.3. Chile	252
1.3.4. Colombia	252
1.3.5. México	256
1.3.6. Perú	258
1.3.7. Venezuela	258
2. Formas negociales de vinculación de inversionistas y representación de participaciones	259
2.1. Argentina	259
2.2. Chile	260
2.3. Colombia	261
2.4. Ecuador	266
2.5. Perú	267
2.6. Venezuela	268
3. Política de inversión, operaciones autorizadas y restricciones	269
3.1. Política de inversión	269
3.1.1. Estados Unidos de América	272
3.1.2. Chile	274
3.1.3. Colombia	274
3.1.4. Ecuador	279
3.1.5. México	279
3.1.6. Perú	280
3.1.7. Venezuela	280
3.2. Operaciones autorizadas y restricciones	283
3.2.1. Operaciones sobre valores	283
3.2.2. Operaciones de derivados	285
3.2.3. Operaciones sobre activos inmobiliarios	288
3.2.4. Operaciones de crédito y de garantía	288
3.2.5. Operaciones de depósito en instituciones financieras	292
3.2.6. Otros límites legales	293
4. Calificación de riesgo	296
5. Suministro de información	298
5.1. Publicaciones en medios informativos	299
5.2. Reglamento	300
5.2.1. Argentina	300
5.2.2. Chile	304
5.2.3. Colombia	306
5.2.4. Ecuador	308
5.2.5. Perú	309
5.2.6. Venezuela	310
5.3. Prospecto	311
5.4. Ficha técnica	316

	PÁG.
5.5. Extracto o estado de cuenta	317
5.6. Rendición de cuentas	319
5.7. Información relevante	320
6. Ingresos, gastos y comisiones	321
6.1. Colombia	322
6.2. México	326
6.3. Perú	328
6.4. Venezuela	329
7. Garantías y coberturas a los inversionistas	330

CAPÍTULO 6

EL DEBER DE LEALTAD Y LOS CONFLICTOS DE INTERÉS
EN EL MANEJO DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

Nota introductoria.....	335
1. Tratamiento conceptual y normativo.....	339
1.1. El principio y sus formulaciones	339
1.2. Prácticas contrarias al deber de lealtad	344
1.3. Manejo adecuado de información privilegiada.....	350
1.4. Enfoques regulatorios	352
2. Desarrollos normativos del deber de lealtad en materia de portafolios de inversión colectiva	357
2.1. Obligaciones positivas o de acción del gestor	357
2.1.1. Inversión de los bienes	357
2.1.2. Separación patrimonial	359
2.1.3. Rendición de cuentas	364
2.2. Obligaciones negativas o de abstención del gestor	368
2.2.1. Abstenerse de actuar como contraparte del portafolio de inversión colectiva	369
2.2.1.1. Estados Unidos de América	370
2.2.1.2. Argentina	372
2.2.1.3. Chile	372
2.2.1.4. Colombia	372
2.2.1.5. Ecuador	375
2.2.1.6. Venezuela	375
2.2.2. No violar las restricciones sobre operaciones con terceros vinculados al gestor del portafolio de inversión colectiva	375
2.2.2.1. Estados Unidos de América	377
2.2.2.2. Argentina	378
2.2.2.3. Chile	379
2.2.2.4. Colombia	381
2.2.2.5. Ecuador	384
2.2.2.6. Perú	384
2.2.2.7. Venezuela	384

2.2.3. No delegar las responsabilidades de administración del portafolio de inversión colectiva	385
2.2.3.1. Argentina	386
2.2.3.2. Chile	387
2.2.3.3. Colombia	387
2.2.3.4. México	389
2.2.3.5. Perú	390
2.2.3.6. Venezuela	390
3. Prevención y saneamiento de los conflictos de interés	392
3.1. Normas de gobierno corporativo y sistemas de control interno	393
3.2. Paredes de fuego	396
3.3. Revelación del conflicto de interés y consentimiento del cliente	400
3.4. Autorizaciones especiales	402
3.5. Sustitución o remoción del administrador desleal	404

CAPÍTULO 7

FUSIÓN, CESIÓN Y LIQUIDACIÓN
DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Nota introductoria	409
1. Fusión	411
1.1. Chile	411
1.2. Colombia	412
1.3. Perú	414
1.4. Venezuela	415
2. Cesión	415
2.1. Argentina	416
2.2. Chile	417
2.3. Colombia	418
2.4. Perú	422
2.5. Venezuela	423
3. Liquidación	424
3.1. Causales de liquidación	424
3.1.1. Chile	424
3.1.2. Colombia	424
3.1.3. Perú	425
3.1.4. Venezuela	426
3.2. Procedimiento de liquidación	427
3.2.1. Chile	427
3.2.2. Colombia	427
3.2.3. Perú	431
Bibliografía	433
Índice de autores	439

CAPÍTULO 4

ÓRGANOS DE GOBIERNO Y CONTROL DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN COLECTIVA: FUNCIONES Y DEBERES LEGALES

Nota introductoria

Las actividades propias de los portafolios de inversión colectiva se desarrollan por intermedio de diversos órganos de gobierno, a cuyo nivel se adoptan y ejecutan las decisiones asociadas con el cumplimiento de los objetivos y la política de inversión y los demás aspectos relacionados con el funcionamiento de estos vehículos.

La estructura y denominación de los órganos de gobierno de los portafolios de inversión colectiva varía en cada país, al igual que el alcance de sus responsabilidades. En este capítulo se examinan los distintos órganos de gobierno reconocidos en los países estudiados, a la luz de sus principales funciones y obligaciones, tomando como base para ello la estructura adoptada por la regulación colombiana, que, quizás por ser la más reciente, es la que en mayor detalle trata este tema, y haciendo en cada punto las referencias correspondientes a los ordenamientos de los otros países de la muestra, en la medida en que haya lugar a ello.

Otro tanto se hace respecto a los órganos de control de los portafolios de inversión colectiva, que en todos los países se instituyen como mecanismos de protección para los inversionistas que confían el manejo de sus recursos a las entidades gestoras. En consecuencia, les corresponde ejercer la veeduría sobre la gestión de la entidad administradora, y, en su caso, denunciar ante los órganos corporativos y las autoridades competentes las irregularidades que llegaren a detectar en el ejercicio de sus funciones.

En perspectiva, se advierte que donde existen órganos de gobierno y control similares, algunas de sus funciones y obligaciones se repiten en los distintos países en términos más o menos parecidos, por ejemplo, en materia de la gestión de inversión de la entidad administradora, mientras que en otros casos se encuentran funciones distintas, e incluso órganos con una misma denominación tienen asignadas responsabilidades diferentes,

como ocurre con los comités de inversiones. Así mismo se observa que no todos los órganos existen en todos los países, lo cual pone en evidencia las asimetrías regulatorias existentes entre los ordenamientos revisados.

1. ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

1.1. *Entidad administradora, operadora o gestora*

La entidad administradora, operadora o gestora, es el órgano que se relaciona de manera directa con los inversionistas, mediante la celebración de los correspondientes negocios jurídicos en cuya virtud estos se vinculan al portafolio de inversión colectiva y aportan recursos al mismo, y es el sujeto de derecho responsable por la gestión profesional del portafolio.

Este órgano de administración existe en todos los países latinoamericanos de la muestra, en los cuales de ordinario tiene naturaleza societaria¹; en muchos casos, se trata de entidades filiales de bancos o entidades que forman parte de grupos o conglomerados financieros.

En Venezuela se admite también que las entidades de inversión colectiva organizadas como sociedades anónimas, y los fondos y sociedades de capital de riesgo, que tengan esa misma naturaleza, opten por el esquema de autoadministración con personal propio directamente vinculado por la respectiva sociedad.

En Estados Unidos, las compañías de inversión son organizadas y patrocinadas por asesores de inversión (*investment advisers*), definidos en la sección 2 (a) (20) del *Investment Company Act* (ICA)² 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

¹ Colombia admite la posibilidad de entidades administradoras, p. ej., fiduciarias y gestoras de fondos de pensiones y cesantías, de naturaleza cooperativa.

² Estados Unidos de América, USC, section 80a-2 (a) (20).

”(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)”.

A términos de la misma norma transcrita, no se consideran asesores de inversión de compañías de inversión las siguientes personas:

i) Personas cuya asesoría a la compañía de inversión es prestada solamente por medio de publicaciones uniformes distribuidas a suscriptores de las mismas;

ii) Personas que únicamente suministran a la compañía de inversión información estadística o fáctica, consejo en relación con factores 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;

iii) Compañías que presten esos servicios en forma remunerada a una o más compañías de inversión, compañías de seguros u otras instituciones financieras;

iv) Personas cuyos servicios a la compañía de inversión son remunerados de acuerdo con tarifas definidas por una corte judicial, y;

v) Otras personas que la SEC determine no estar comprendidas bajo la definición de *investment adviser*.

Las relaciones entre la compañía de inversión y el asesor de inversión se rigen por un contrato de asesoría (*advisory contract*), que tiene la naturaleza de un instrumento fiduciario en cuya virtud el asesor 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 objeto de desarrollar las funciones propias de un *investment adviser*.

La entidad administradora, en relación con los portafolios de inversión colectiva que administra, tiene a su cargo las siguientes obligaciones principales³, que cumple por intermedio de sus funcionarios o de terceros contratistas vinculados para el efecto cuando ello sea admisible:

³ Colombia, decr. 2175 de 2007, art. 51.