

Negocio fiduciario de inversión: único vehículo fiduciario que prevé protección para el fideicomitente y el fideicomisario, como inversionistas del mercado de valores*

DAVID ANDRÉS AGUIRRE SORIANO**

SUMARIO: Introducción. I. Consideraciones sobre el importante rol histórico de la fiducia en Colombia. II. Consideraciones jurídicas generales aplicables a las sociedades fiduciarias. A. Negocio fiduciario de inversión. B. Precisiones conceptuales sobre la regulación colombiana en materia de negocio fiduciario de inversión, en aras de una idónea interpretación y acercamiento a tal vehículo de inversión. III. Breves consideraciones sobre mercado de capitales, en relación con la actividad fiduciaria. IV. Protección del fideicomitente y beneficiario vía consumidor financiero. V. Protección adicional del inversionista tradicional del mercado de valores y de quien constituye fideicomisos de inversión. VI. Posible canalización de recursos hacia el sector fiduciario de inversión, como resultado del doble esquema de protección del fideicomitente y del beneficiario. Conclusión.

RESUMEN: El objeto de este artículo es describir la fiducia de inversión como un vehículo fiduciario único dentro de los tipos de negocio fiduciario, debido a la presencia de algunos instrumentos de protección del inversionista que hacen aún más atractiva la fiducia de inversión, toda vez que por tratarse de una operación de intermediación en

* La presente investigación surge como una inquietud académica originada en el "Seminario internacional en materia de fiducia: aspectos relevantes para un debate jurídico y económico", organizado por la Asociación de Fiduciarias de Colombia, la Universidad Externado de Colombia y la Universidad del Rosario, en el mes de octubre de 2011.

** Abogado egresado de la Universidad La Gran Colombia (Bogotá), investigador en Derecho Económico, Comercial y de las Nuevas Tecnologías, consultor independiente. Contacto: [aguirre.david@ur.edu.co]. Fecha de recepción: 1.º de marzo 2013. Fecha de aceptación: 8 de abril 2013.

el mercado de valores, prevé instrumentos tales como la protección del fideicomitente y del fideicomisario, también llamado beneficiario, vía consumidor financiero tradicional de una sociedad de servicios financieros, y vía inversionista del mercado de valores; lo cual resulta muy atractivo para los futuros constituyentes, respecto de la protección que ofrece el ordenamiento jurídico en el resto de vehículos fiduciarios, tales como la fiducia de administración, inmobiliaria, etc., que se reducen solo al consumidor financiero.

PALABRAS CLAVE: derecho y economía, regulación, consumidor financiero, inversionista, riesgo financiero, fideicomiso, mercado de capitales.

Business investment trust: only vehicle trust provided with protection for the settlor and beneficiary, as stock market investors

ABSTRACT: The object in this article is related the investment trust, as the only vehicle trust within the types of trust business, because some instruments of investor protection, which makes it even more attractive investment trust, because it is an operation of market intermediation securities, provides tools such as the protection of the settlor and the beneficiary route traditional consumer financial protection of a society of financial services, and route the stock market investor, which is very motivating for future constituents, regarding the protection offered by law in other trust vehicles, such as trust administration, real estate, etc., that only reduces to financial consumer.

KEYWORDS: Law and economics, regulation, consumer financial, investor, financial risk, trust, capital markets.

I. INTRODUCCIÓN

El derecho financiero en ocasiones resulta difícil de entender, dado que tiene un objeto muy técnico y teórico, que rodea la industria financiera, y que a su vez impone al jurista, para comprender la legislación atinente, el reto de conceptualizar criterios propios de otras disciplinas, como la económica, la administrativa y la contable. El propósito colateral del presente trabajo, aparte de describir la protección del inversionista en el rol de la actividad fiduciaria en los mercados de capitales, es generar un acercamiento a conceptos y criterios propios de la industria financiera tales como: mercados financieros, negocio fiduciario, entre otros, atendiendo a la interdisciplinariedad que en ocasiones exige el estudio jurídico.

La Ley 45 de 1923, originada en la Misión Kemmerer contratada por el gobierno colombiano de la época¹, dio lugar al modelo de sistema financiero de

¹ Misión contratada por el gobierno del entonces presidente Pedro Nel Ospina, y llevada a cabo con la colaboración de cinco expertos, bajo la dirección del profesor Edwin Walter Kemmerer, para que asesorara al gobierno en la aplicación de cambios legislativos en los ramos de hacienda, banca y emisión monetaria. López A. y López G. *Estrategias de regulación financiera*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2004, p. 24.

banca especializada, en el cual las entidades financieras se debían especializar según los diferentes tipos de negocio, a diferencia de lo ocurrido con la Ley 45 de 1990, que marcó un nuevo modelo de sistema financiero de *matriz filiales*, que a su vez se perfeccionó con la Ley 35 de 1993², modelo en el que los *establecimientos de crédito*, como los bancos comerciales e hipotecarios³, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y, por otro lado, las *compañías de seguros* de vida y generales, son las matrices de un grupo financiero, que con algunas restricciones pueden invertir en filiales especializadas de servicios financieros, para de esta manera conformar un respectivo grupo financiero (SERRANO: 2007, pp. 32, 33).

Dichas especialidades de las filiales especializadas de servicios financieros, de las que los establecimientos de crédito y las compañías de seguros pueden ser matrices, son: *sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, almacenes generales de deposito, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, sociedades de leasing*, que posteriormente se transformaron en compañías de financiamiento comercial, y otras entidades inversionistas institucionales, como *sociedades de capitalización, fondos mutuos de inversión y fondos de inversión de capital extranjero*, entre otros (SERRANO: 2007, p. 33).

El precepto constitucional contenido en el artículo 78 superior consagra el derecho de los usuarios y consumidores de bienes y servicios como un derecho colectivo, denominado dentro de la teoría constitucional como de tercera generación, y así mismo en los artículos 334 y 335 *ibídem* se consagra el deber del Estado de intervenir en la economía, que a su vez responde al modelo económico del sistema capitalista denominado *intervencionista*. Dicho modelo, naturalmente dentro de su espectro, abarca los mercados financieros, en los cuales el Estado interviene a través de instrumentos conocidos como: regulación, supervisión y autorregulación, regulación que armónicamente con la ley se ocupa de los derechos del consumidor financiero y la protección del inversionista en los mercados de capitales.

Dicha regulación que trata al fideicomitente y al beneficiario como consumidores financieros, además de tratarlos como inversionistas del mercado de capitales, por también tratarse de una operación de intermediación en el mercado de valores (de conformidad con el Decreto 2555 de 2010⁴, artículo 7.1.1.1.2, numeral 3), puede incentivar la constitución de fideicomisos de inversión con destinación a ser invertidos en un portafolio de títulos valores, debido a que dichos esquemas de protección hacen más atractivo invertir a través de dicho vehículo fiduciario de inversión antes que en otros, tales como la fiducia de administración de procesos

² Dicha disposición fijó responsabilidades en relación con la función de regulación asignada al gobierno y la de supervisión asignada a la entonces Superintendencia Bancaria.

³ Que a partir de la Ley 510 de 1999 asumió las funciones de las corporaciones de ahorro y vivienda.

⁴ Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.

de titularización, en la que con cargo al patrimonio autónomo fideicomitido la fiduciaria emite valores, respaldados con dicho patrimonio autónomo, e incluso la fiducia inmobiliaria, que aunque de distinta naturaleza, funge como alternativa de inversión, por citar solo algunos negocios fiduciarios.

Valga aclarar que consumidor financiero es todo cliente, usuario o cliente potencial de las entidades vigiladas, es decir, de los establecimientos de crédito, de las aseguradoras, de los fondos de pensiones, de las aseguradoras de riesgos profesionales, de las sociedades fiduciarias, etc.; asimismo, son clientes, usuarios o clientes potenciales del sistema financiero quienes tienen relación precontractual o contractual con las sociedades fiduciarias (en virtud del negocio fiduciario de inversión), sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión, y en general intermediarios del mercado de valores, lo cual no implica que todo cliente, usuario o cliente potencial de una sociedad fiduciaria, en razón de los distintos tipos de negocio fiduciario, ostente a la vez la calidad de consumidor financiero y la de inversionista del mercado de valores, como sí ocurre exclusivamente con el negocio fiduciario de inversión.

Algunos estudios indican que parece haber un vínculo entre la regulación y la probabilidad de que un país entre en crisis, y que a mejor regulación y supervisión mejor manejo frente a la misma⁵. En aras de auscultar en los mencionados intrínquilis jurídicos del rol de la fiducia en los mercados de capitales, el presente trabajo se dirige hacia el análisis de la doble protección del inversionista en el negocio fiduciario de inversión, partiendo de una reflexión histórica, seguido de una contextualización teórica y la revisión de la regulación sobre consumidor financiero e inversionista de los mercados de valores.

I. CONSIDERACIONES SOBRE EL IMPORTANTE ROL HISTÓRICO DE LA FIDUCIA EN COLOMBIA

Como dato curioso, para evidenciar el histórico papel que ha desempeñado la institución jurídica de la fiducia en Colombia es de resaltar que durante la coyuntura económica de la Segunda Guerra Mundial se decretó un bloqueo de fondos colombianos por Alemania, en el Banco Alemán Antioqueño con sede en Bremen, generando graves repercusiones en los colombianos presentes en ese país, que incluso afectó los giros del Estado colombiano por concepto de pagos a sus diplomáticos. Para contrarrestar esta medida, el gobierno colombiano decretó el control de los bienes de los ciudadanos alemanes, italianos y japoneses, con el objeto de evitar que estos activos continuaran en libre administración de personas partidarias del Eje contra el que combatían las fuerzas aliadas, recursos que fueron manejados por el gobierno nacional bajo la modalidad de contratos fiduciarios.

⁵ DI CAPRIO, *Banking Crises: Causes and Effects 1980-1996*, disponible en la página web del Banco Mundial, 1996.

Para tales efectos se creó el Fondo de Estabilización, en aras de facilitar el manejo de estos bienes, vigilado por la Superintendencia Bancaria de Colombia (LÓPEZ, A. y LÓPEZ, G.: 2004, p. 57).

Posteriormente, el gobierno nacional decretó la venta de los bienes que tenía bajo control, con el fin de resarcir las pérdidas de los ciudadanos colombianos y del país, con ocasión del estado de beligerancia generado por los países del Eje; la Superintendencia Bancaria señaló las tasas fijadas para regular los honorarios por administraciones fiduciarias de los bienes de ciudadanos extranjeros (ibíd., p. 58).

El negocio fiduciario está enmarcado dentro de la categoría denominada *inversionistas institucionales*, sector que funge como actor principal en los mercados de capitales, desde la perspectiva de la demanda por títulos. Dichos inversionistas institucionales captan recursos del público con una finalidad específica, administrarlos e invertirlos en un portafolio de títulos valores, con arreglo al reglamento establecido por alguna entidad de control. Dicha entidad tiene a su cargo supervisar el cumplimiento de los objetivos para los cuales se captan los dineros, exigiendo una gestión idónea por parte del captador, gestión que incluye la administración adecuada de los riesgos inherentes al negocio en aras de proteger la integridad de dichos dineros. Lo mencionado, con el fin de generar una rentabilidad de mercado (SERRANO: 2007, p. 265).

En Estados Unidos se destaca la participación en los mercados de bonos y acciones de los siguientes inversionistas institucionales: fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos de inversión. Para el caso colombiano la tendencia es similar, dado que los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos de inversión participan de forma activa y principal en el mercado de deuda pública; siendo de resaltar el crecimiento de los fondos de pensiones con aportación obligatoria administrados por las sociedades administradoras de fondos pensiones y cesantías (SERRANO: 2007, p. 265).

En Colombia se encuentran los siguientes inversionistas institucionales: *sociedades fiduciarias*, las cuales administran un fondo común ordinario y varios fondos comunes especiales, y de igual manera pueden administrar encargos fiduciarios de inversión de una persona natural o jurídica; *sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías*, las cuales administran un fondo de pensiones con aportación obligatoria, un fondo de cesantías y varios fondos de pensiones con aportes voluntarios; *sociedades comisionistas de bolsa y compañías de seguros*, las cuales administran fondos de valores, con una función similar a la de los fondos comunes especiales de las sociedades fiduciarias; *compañías de seguros*, las cuales administran las reservas con las cuales se protegen los siniestros derivados de los riesgos que amparan estas importantes instituciones de la economía (se hace referencia tanto a las compañías de seguros de vida, como de seguros generales); *sociedades de capitalización que administran aborro del público*, con la finalidad específica de ofrecer sorteos periódicos a través de los cuales el participante puede derivar algunos beneficios adicionales, verbigracia ganar el valor del monto que se está ahorrando; *fondos de*

inversión de capital extranjero, los cuales recaudan recursos fuera del país con el fin de ser invertidos en un portafolio de títulos valores, con arreglo a un reglamento de inversión específico y dentro del marco cambiario colombiano; *otros inversionistas institucionales*, entre los cuales se resaltan los fondos de inversión, administrados por las sociedades administradoras de fondos de inversión, los fondos mutuos de inversión que surgen de acuerdos entre la empresa y sus trabajadores y los fondos inmobiliarios que captan recursos del público para invertir en finca raíz (SERRANO: 2007, p. 266).

Como se sabe, el sector fiduciario en Colombia es un sector coyuntural en el desarrollo económico del país así como en el manejo de un amplio volumen de activos, dado que la cuantía de los mismos administrados es de 200 billones de pesos aproximadamente (fuente: ASOFIDUCIARIA, 2011), que inclusive superan los activos administrados por los fondos de pensiones.

Según Asofiduciaria, al cierre del 2011, en Colombia dicha actividad económica representaba el 32% del PIB⁶; de ahí que, en cuanto a la estructuración de nuevos esquemas de regulación y supervisión, se debe guardar un especial cuidado, respecto a los efectos sobre los destinos económicos del país inherentes a esta importante actividad, naturalmente sin pasar por alto el análisis del impacto que tales nuevos esquemas de regulación y supervisión puedan generar sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales, mercado que por su naturaleza es un instrumento para obtener fuentes de financiación de proyectos, que no se encuentran en el mercado intermediado, como el de dinero.

II. CONSIDERACIONES JURÍDICAS GENERALES APLICABLES A LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS

La función social de la propiedad encuentra aplicación en el denominado *trust* anglosajón, propio del sistema jurídico del *common law*, por observar criterios de equidad⁷, que admiten la doble titularidad (entre el *trustee* y el *cestui que trust*) sobre el

⁶ Revista *Semana*, "Análisis sobre fiducia en Colombia", marzo, edición 1560, Bogotá, 2012, p. 88.

⁷ El *trust* moderno se deriva del *use* medieval, que surgió por la inexistencia de disposiciones testamentarias sobre la tierra: por ende, el denominado *use* permitió la transmisión de predios mediante actos entre vivos o por testamento a un prestatombr *feoffe*, quien las poseía en provecho de un beneficiario, *cestui que use*, careciendo este último de facultades para exigir el cumplimiento del *use*, y dependiendo solo de la conciencia del prestatombr, en razón de no haber documento escrito, pues la obligación que adquiría dicho prestatombr era únicamente moral, sin obtener protección de las cortes del *common law*. Hasta que al final del siglo XIV el *chancellor*, encargado de administrar la jurisdicción basada en la equidad, comenzó a expedir decretos con el fin de proteger los intereses de los beneficiarios; así, los tribunales de equidad empezaron a reconocer ciertos derechos a estos, consolidándose más tarde con la elaboración de un sistema de propiedad equitativa a favor del *cestui que use*. Durante los dos siglos siguientes, las principales características del *trust* moderno fueron elaboradas en virtud de las cortes de equidad (RENGIFO: 1998, pp. 28-30).

patrimonio afectado⁸, como propiedad fiduciaria⁹, es decir: el derecho de dominio limitado y supeditado a la finalidad establecida, separando de la administración el disfrute o goce de la cosa; de tal manera que el *trustee* (fiduciario) y el *cestui que trust* (beneficiario) tienen conjuntamente un derecho o interés de "*trust property o estate property*"¹⁰ sobre el bien, lo que los faculta para ejercer acciones reales derivadas de tal derecho, tendientes a buscar la realización de tal finalidad.

El *trust* se integra por los siguientes elementos: el *settlor*, quien proporciona los activos con los cuales se constituye un patrimonio autónomo; el *trustee*, quien administra los activos fideicomitados con los cuales se constituye el patrimonio autónomo del fideicomitente; el *cestui que trust*, quien recibe los beneficios que se puedan generar, que puede ser el mismo constituyente o un tercero; y el *trust property* que recae sobre una cosa afectable a tal propósito.

El *trust*¹¹ anglosajón de alguna manera orienta la institución jurídica conocida como fiducia, de los países de tradición romano-germánica, con la diametral salvedad de que el *trust* sí admite la doble titularidad sobre el derecho de propiedad, en cabeza del *trustee* y del *cestui que trust*; mientras que el *civil law* no admite tal esquema.

Aunque la fiducia como institución jurídica encuentra su origen en el *common law*, en el *civil law* existen algunos antecedentes que se asemejan a tal institución, como es el caso de la figura del ejecutor testamentario, desarrollada, entre otros, por el derecho germánico, en el que, en ausencia de posibilidad para hacer testamento, se le transfería la propiedad a un individuo denominado *Salmann*, quien se comprometía a seguir las instrucciones del constituyente; figura que más adelante evolucionó al concepto de *Treuband*, a través de la cual la propiedad era, una vez más, transferida a un *Treubander* para que este cumpliera las instrucciones encomendadas, so pena de que el constituyente recobrara la propiedad de los bienes. En dicho *Treuband* el derecho del beneficiario se limita a esperar que la obligación a cargo del *Treubander* sea realizada a su favor, diferenciándose del *trust* porque el beneficiario no tiene ningún derecho sobre la propiedad durante la vigencia del encargo, como sí ocurre en el derecho anglosajón.

En el *trust* anglosajón coexisten dos derechos de dominio (en estricto rigor, en este sistema jurídico no se es propietario de la cosa, sino de un interés)¹², lo cual implica que el *trustee* comparte con el *cestui que trust* un derecho real sobre el

⁸ Cosas sobre las que recae un derecho o interés / bienes del *trust*.

⁹ Derecho o interés que se da en *trust-trust property / trust state*.

¹⁰ Entiéndase "*estate*" en el derecho inglés como interés.

¹¹ Valga la aclaración de que el *trust* tiene un sentido jurídico y una significación económica; desde una significación económica, la palabra *trust* se utiliza para denominar e individualizar una forma de concentración empresarial de carácter contractual, tendiente a desarrollar prácticas monopolísticas o restrictivas de la competencia; mientras, desde el punto de vista jurídico, el término *trust* expresa una relación jurídica. Cfr. RENGIFO, E. *La fiducia mercantil y pública en Colombia*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 1998, p. 27.

¹² *Ibíd.*, p. 37.

bien¹³, el cual resulta oponible *erga omnes*, denominado *equitable estate* y protegido por principios de "derecho en equidad - *in equity*" y no de "derecho común - *in law*"¹⁴ (pues este último es reservado para el fiduciario) debido a que en el *trust* se asume la propiedad no desde el punto de vista del objeto sobre el cual recae el derecho, sino desde el interés o beneficio que ella pueda generar¹⁵, en virtud de la función social y económica que tal tipo de propiedad cumple (a esa función se le llama interés o *estate*) y del innegable interés común que sobre esta recae, razón por la cual, bajo criterios de equidad, sobre un mismo objeto pueden coexistir dos intereses económicos. Como se dijo anteriormente, esta situación es exclusiva del *common law*, e inexistente en el *civil law*.

En Colombia, el contrato de fiducia se manejó atípicamente hasta la expedición del Código de Comercio de 1971, en el cual se tipificó la figura en su libro IV (ARRIBLA: 2005, p. 103). Así las cosas, el contrato de fiducia mercantil se encuentra tipificado en el artículo 1226 C.Co.; a su vez, las sociedades fiduciarias y sus operaciones autorizadas se encuentran consagradas en los artículos 29¹⁶, 53¹⁷, 80¹⁸, 119¹⁹, 149²⁰ y 151²¹ del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF, Dcto. 663 de 1993), entre otros; de igual manera, el espectro regulatorio es ampliado por el Decreto 2555 de 2010, libro 5 y la Circular Básica Jurídica 007 de 1996 de la Superintendencia Bancaria, que a su vez fue modificada en su capítulo V por la Circular Externa 046 de 2008, de la Superintendencia Financiera (entidad que fusionó la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores²², a través del Decreto 4327 de 2005).

La fiducia básicamente tiene dos clasificaciones jurídicas: la fiducia mercantil y el encargo fiduciario. De esta manera se puede decir que las sociedades fiduciarias pueden celebrar contratos de fiducia mercantil, encargos fiduciarios y de

¹³ Así como el fiduciario puede ejercitar acciones tendientes a cumplir la finalidad encomendada, el beneficiario puede, con sus derechos, ejercitar un conjunto de acciones encaminadas a que el fiduciario lleve a cabo una operación o celebre un contrato, o que se abstenga de hacerlo; acciones para invocar la subrogación real, es decir, reclamar como bienes del fideicomiso aquellos que han sido adquiridos con su dinero; asimismo puede perseguir los bienes del fideicomiso en poder de terceros, mientras la enajenación esté por fuera de las facultades del fiduciario, salvo que aquellos hayan dado una contraprestación y no conociesen la violación de los términos del *trust* (RODRÍGUEZ AZUERO: 2005, p. 35).

¹⁴ *Ibíd.*, p. 33.

¹⁵ RENGIFO: 1998, p. 37.

¹⁶ Operaciones que constituyen el objeto social de las sociedades fiduciarias. Derogado en su numeral 2, incisos 3.º y 4.º, por el artículo 111 del Decreto 2175 de 2007.

¹⁷ Establece la obligación para quienquiera realizar el negocio fiduciario de constituirse como sociedad anónima mercantil.

¹⁸ Establece el requisito de capital mínimo para constituir una sociedad fiduciaria.

¹⁹ Establece que tales sociedades deben tener un objeto exclusivo.

²⁰ Fiducia para la emisión de títulos.

²¹ Normas sobre fideicomiso de inversión. Modificado en su numeral 3 por el artículo 109, y derogado en sus numerales 1, 2, 4 y 5 por el artículo 111 del Decreto 2175 de 2007.

²² CBJ 007 de 1996, cap. V. Operaciones autorizadas a las sociedades fiduciarias.

fiducia pública, para así llevar a cabo su actividad económica. Establezcamos la diferencia entre uno y otro.

Según el tratadista JAVIER SERRANO, con base en disposiciones legales vigentes, el encargo fiduciario se define como un contrato en el que no se presenta la transferencia de la propiedad y en donde por ende no se constituye un patrimonio autónomo; a diferencia de lo que ocurre con el "vehículo" denominado contrato de fiducia mercantil, en el que sí se presenta dicha transferencia de propiedad y constitución de un patrimonio autónomo, tal como lo menciona el artículo 1226 CCO, el cual lo tipifica de la siguiente manera:

La fiducia mercantil es un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario.

Solo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán tener la calidad de fiduciarios.

Pese a la anterior diferenciación, el encargo fiduciario puede de igual manera tener por objeto la *realización de inversiones*, la *administración de bienes* o la *ejecución de actividades relacionadas con el otorgamiento de garantías por terceros para garantizar el cumplimiento de obligaciones*. Frente al primer tipo de negocio fiduciario mencionado, es de resaltar que las sociedades fiduciarias pueden desarrollar operaciones de *fiducia de inversión* a través de la celebración de *encargos fiduciarios*, y *contratos de fiducia mercantil*, cuya finalidad principal es la de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero (SERRANO: 2007, p. 40).

Por otro lado, concretamente para el caso de la fiducia pública, el artículo 32 de la Ley 80 de 1993, respecto del patrimonio autónomo establece:

Las entidades estatales podrán celebrar contratos de fiducia pública y encargo fiduciario, sin que en ningún caso impliquen la transferencia de dominio sobre bienes o recursos estatales, y sin que se constituya patrimonio autónomo diferente del propio de la respectiva entidad oficial.

En Colombia, las personas jurídicas con objeto especial pueden llevar a cabo el negocio fiduciario, sean o no filiales de un establecimiento de crédito o de una compañía de seguros, quienes realizan actividades de diferente naturaleza, entre las cuales se encuentra la fiducia de inversión, de administración, inmobiliaria, de garantía, pública, entre otras. En el artículo 29 del Decreto 633 de 1993 se

establecen las operaciones y el alcance de las mismas que pueden realizar las sociedades fiduciarias en desarrollo de su objeto social²³.

Dentro del negocio fiduciario se prevé el denominado negocio fiduciario de inversión, en el cual un fideicomitente entrega determinados recursos a un fiduciario, bajo la figura de fiducia mercantil (en el que constituye un patrimonio autónomo en cabeza de este) o celebra un encargo fiduciario (en el que no se constituye patrimonio autónomo, ni hay traslado de la propiedad de los bienes fideicomitados) para que este lleve a cabo la finalidad de colocar a cualquier título sumas de dinero, de acuerdo a las inequívocas y expresas instrucciones impartidas por el fideicomitente²⁴.

Asimismo, la fiducia de inversión se constituye como una operación de intermediación del mercado de valores²⁵; es decir, dentro de los negocios fiduciarios es único en su género por tal connotación, tal como lo consagra el Decreto 2555 de 2010, en su artículo 7.1.1.1.2, numeral 3:

²³ "a. Tener la calidad de fiduciarios, según lo dispuesto en el artículo 1226 del Código de Comercio; b. Celebrar encargos fiduciarios que tengan por objeto la realización de inversiones, la administración de bienes o la ejecución de actividades relacionadas con el otorgamiento de garantías por terceros para asegurar el cumplimiento de obligaciones, la administración o vigilancia de los bienes sobre los que recaigan las garantías y la realización de las mismas, con sujeción a las restricciones que la ley establece. c. Obrar como agente de transferencia y registro de valores; d. Obrar como representante de tenedores de bonos; e. Obrar, en los casos en que sea procedente con arreglo a la ley, como síndico, curador de bienes o como depositario de sumas consignadas en cualquier juzgado, por orden de autoridad judicial competente o por determinación de las personas que tengan facultad legal para designarlas con tal fin; f. Prestar servicios de asesoría financiera; g. Emitir bonos actuando por cuenta de una fiducia mercantil constituida por un número plural de sociedades, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 3.º del Decreto 1026 de 1990 y demás normas que lo adicionen o modifiquen, sin perjuicio de lo previsto en los artículos 1 y 2 *ibídem*. Igualmente, dichas entidades podrán emitir bonos por cuenta de dos o más empresas, siempre y cuando un establecimiento de crédito se constituya en avalista o deudor solidario del empréstito y se confiera a la entidad fiduciaria la administración de la emisión; h. Administrar fondos de pensiones de jubilación e invalidez, previa autorización de la Superintendencia Bancaria, la cual se podrá otorgar cuando la sociedad acredite capacidad técnica de acuerdo con la naturaleza del fondo que se pretende administrar".

²⁴ Decreto 633 de 1993, art. 29, num. 2, Fiducia de inversión: "Las sociedades fiduciarias podrán desarrollar operaciones de fideicomiso de inversión mediante contratos de fiducia mercantil, celebrados con arreglo a las formalidades legales, o a través de encargos fiduciarios. / Entiéndase por 'fideicomiso de inversión' todo negocio fiduciario que celebren las entidades aquí mencionadas con sus clientes, para beneficio de éstos o de los terceros designados por ellos, en el cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente y con lo previsto en el presente Estatuto".

²⁵ Otras operaciones de intermediación en el mercado de valores son: el contrato de comisión (adquisición de valores a nombre propio, por cuenta ajena), el contrato de corretaje, el contrato "*Under writing*" o de colocación de valores, la asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición y enajenación de valores, la adquisición de valores por cuenta propia, entre otras.

Artículo 7.1.1.1. *Operaciones de intermediación en el mercado de valores.* Son operaciones de intermediación en el mercado de valores las siguientes: 3. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente o del constituyente respectivo a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria.

Las operaciones señaladas en este numeral solamente podrán ser desarrolladas por las sociedades fiduciarias.

A. Negocio fiduciario de inversión

Así las cosas, el vehículo fiduciario tiene varios tipos de negocio, verbigracia el negocio fiduciario de inversión, que se encuentra desarrollado y definido en la Circular Básica Jurídica 007 de 1996 de la Superintendencia Bancaria, modificado en su capítulo V por la Circular Externa 046 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia, en su numeral 8 y siguientes:

El negocio fiduciario de inversión (contenido en la CBJ, tít. V, cap. I, num. 8.1, con arreglo a lo dispuesto en el art. 29, num. 2 y art. 151, num. 3 del EOSF), a su vez, según su finalidad, contiene los *fideicomisos de inversión con destinación específica*²⁶, que son aquellos que tienen por finalidad principal invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones impartidas por el constituyente, en otras palabras es el negocio fiduciario donde se administran recursos de terceros para su inversión en un portafolio de títulos valores; y la *administración de inversiones de fondos mutuos de inversión*²⁷,

²⁶ En el negocio fiduciario de inversión el constituyente puede señalar en las instrucciones dadas al fiduciario la colocación de los recursos transferidos vía fiducia mercantil o encargo fiduciario, por ejemplo en papeles de renta fija no inferior a un determinado porcentaje anual, o en acciones negociables en bolsa cuyos dividendos en el momento de realizarse la operación no sean inferiores a una determinada tasa (RODRÍGUEZ AZUERO: 2005, p. 388); asimismo, puede señalar en las instrucciones dadas al fiduciario que se destinen tales recursos a la realización de contratos de cuentas de margen.

Un contrato de cuenta de margen es un acto jurídico encaminado a realizar operaciones de contado de compraventa de valores por cuenta de un cliente (p. ej., fideicomitente) por montos superiores a los recursos (margen) aportados por este, margen que debe ser mínimo del 5% del monto de la inversión a realizar, es decir que el apalancamiento se puede dar hasta por veinte veces al monto aportado por el inversionista, para que el intermediario del mercado de valores, verbigracia a través de simultáneas o repos, obtenga los recursos faltantes para tal inversión, colocación que solo se puede realizar en instrumentos de alta liquidez, verbigracia, bonos de deuda pública interna (TES). En el marco del tipo de negocio fiduciario de inversión, las cuentas de margen se pueden instrumentalizar a través de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario (Dcto. 666 de 2007).

²⁷ Según el Decreto 1705 de 1985, un fondo mutuo de inversión es una persona jurídica que se define como aquel fondo constituido con aportes de los trabajadores y contribución de las empresas, en virtud de un acuerdo celebrado entre la empresa y un número no inferior a cinco de sus trabajadores.

que son aquellos que implican la celebración de un negocio fiduciario con fondos mutuos de inversión para la administración fiduciaria de sus inversiones.

B. Precisiones conceptuales sobre la regulación colombiana en materia de negocio fiduciario de inversión, en aras de una idónea interpretación y acercamiento a tal vehículo de inversión

La regulación sobre negocio fiduciario de inversión, debido a las continuas modificaciones, presenta dificultades para su comprensión, dado que las disposiciones codificadas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero resultan un poco ambiguas, dificultando la comprensión y el adecuado entendimiento de tal figura por parte de inversionistas, profesionales, juzgadores, funcionarios, investigadores, estudiantes, etc.

A manera de crítica constructiva, se puede decir que la regulación colombiana sobre negocio fiduciario de inversión resulta compleja y confusa, dejando al intérprete la carga de absolver tales confusiones, que deben ser aclaradas por la

Dichos fondos tienen por objeto destinar los recursos captados de los trabajadores a la realización de las *inversiones* y *operaciones* descritas en el Decreto 2514 de 1987, modificado en su artículo 2.º por el Decreto 3885 de 2009. Respecto a la realización de inversiones, debe limitarse a la adquisición e inversión en el mercado público de valores, en los términos de la regulación vigente.

Así las cosas, el Decreto 1705 de 1985, en su artículo 12, prevé la posibilidad de que los fondos comunes de inversión celebren contratos con sociedades fiduciarias para la administración fiduciaria de sus inversiones.

Legalmente están facultadas para administrar los portafolios de los fondos mutuos de inversión las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias, a través de mecanismos tales como: la administración de portafolios de terceros y la fiducia con destinación específica (*Guía jurídica de los negocios fiduciarios*: 2011, p. 251).

Posición de la Superfinanciera frente a los fondos mutuos de inversión: la entrega de la administración del portafolio a una fiduciaria no conlleva la delegación de responsabilidad del gerente o representante del fondo de inversión; es decir que el gerente o representante legal de los fondos mutuos de inversión se considera administrador de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22 de la Ley 222 de 1995, y en tal calidad puede contratar, con entidades legalmente facultadas, la administración del portafolio del fondo mutuo que administre, siempre que dicha posibilidad se encuentre previamente establecida en sus estatutos. La responsabilidad del administrador es una responsabilidad directa, denominada como "responsabilidad *in vigilando*" y comprende el incumplimiento de los deberes de vigilancia y dirección en que incurre el administrador de determinada empresa; en definitiva, se hace responsable a quien finalmente se beneficia económicamente del acto y siempre que el mismo se haya cometido dentro de las funciones delegadas. En otras palabras, el gerente o representante legal de un fondo mutuo de inversión tiene no solo el deber de garantizar el cumplimiento de la normatividad aplicable al mismo sino también la responsabilidad por hecho ajeno, esto es, por la omisión de cumplir el contrato de administración del portafolio por parte de la sociedad que se contrate. En mérito de lo expuesto, el gerente o representante legal no podrá eximirse de responsabilidad como administrador del fondo mutuo; es decir que la entrega de la administración del portafolio no conlleva la delegación de responsabilidad por parte de los administradores frente a los fondos mutuos de inversión (*Guía jurídica de los negocios fiduciarios*: 2011, p. 250).

academia, dada la evolución que ha tenido este cuerpo regulatorio en aspectos que se pretende aclarar a continuación.

Las disposiciones contenidas en el artículo 29 numeral 2 incisos 3 y 4 EOSF fueron expresamente derogadas por el artículo 111 del Decreto 2175 de 2007, reexpedido en el Decreto Reglamentario 2555 de 2010, parte 3ª, sobre carteras colectivas²⁸; disposiciones que modificaron en la legislación el concepto de fondo común ordinario, para redefinirlo y denominarlo como cartera colectiva.

Asimismo, el artículo 151 EOSF fue derogado en su totalidad por el artículo 111 del Decreto 2175 de 2007, recogido en el Decreto 2555 de 2010, parte 3ª, sobre carteras colectivas; con excepción del numeral 3 del mencionado artículo del estatuto, el cual fue modificado por el artículo 109 de dicho decreto. El artículo 151 numeral 3 EOSF quedó como sigue:

Estipulación de la destinación específica de los recursos líquidos en fideicomisos. Tratándose de fideicomisos en que se requiera un tiempo para cumplir la finalidad señalada en los encargos o negocios fiduciarios y no se haya indicado la destinación específica que deba dársele a los dineros durante ese lapso, los recursos recibidos deberán destinarse a la cartera colectiva del mercado monetario que administre la respectiva sociedad fiduciaria o, en su defecto, a la cartera colectiva abierta en la cual el plazo promedio de vencimiento de los activos sea menor.

Pese a que la disposición citada anteriormente contempla la posibilidad de que todo recurso dado en fideicomiso de inversión, que se encuentre en espera de ser colocado y carente de destinación específica, sea destinado oficiosamente a la cartera colectiva del mercado monetario o a una abierta de determinada política de inversión, en aras de evitar que el desarrollo del negocio fiduciario se convierta en un instrumento a través del cual se realicen actividades de captación masiva y habitual de dineros del público, en el sentido propio de los establecimientos de crédito (retomando el espíritu del derogado art. 151, num. 3 EOSF), no obstante, la regulación especial subsiguiente, contenida en la Circular Básica Jurídica 007 de 1996, sobre tipos de negocios fiduciarios, no contempló la posibilidad de que en un negocio fiduciario de inversión, un fideicomitente omita expresar en el contrato de manera inequívoca instrucciones sobre los bienes o actividades específicas en los cuales deben invertirse los recursos o el beneficiario o beneficiarios a quienes deben entregarse en todo o en parte los dineros en desarrollo del negocio, y el título y las condiciones en que tal entrega debe realizarse, que puedan dar lugar a la medida supletoria contenida en el artículo 151 numeral 3 EOSF.

²⁸ Cabe advertir que el Decreto 4805 de 2010 adiciona el título 15 al libro 1.º de la parte 3.ª del Decreto Reglamentario 2555 de 2010, y dicta otras disposiciones en materia de fondos bursátiles; y asimismo, deroga el numeral 5 del artículo 3.1.2.1.6 del Decreto 2555 de 2010, toda vez que el regulador considera que las normas sobre carteras colectivas bursátiles consagradas en la parte 3.ª del Decreto 2555 de 2010 han resultado insuficientes para el desarrollo de dicho vehículo de inversión colectiva.

CBJ 007 de 1996, modificada en su título V, capítulo I, por la Circular Externa 046 de 2008: 8.1 *Fiducia de Inversión*. 8.1.1 *Fideicomisos de inversión con destinación específica*. Es el negocio fiduciario celebrado con arreglo a lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 151 del EOSE, en el cual se consagra como finalidad principal la inversión o colocación a cualquier título de sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones impartidas por el constituyente.

Sin embargo, en tal acto jurídico de fiducia mercantil o encargo fiduciario, enmarcado en el negocio fiduciario de inversión, el fideicomitente puede definir de manera expresa e inequívoca que tales recursos sean invertidos en cualquier tipo de cartera colectiva, cuya política de inversión sea en renta fija, renta variable, derivados, etc.; dependiendo del horizonte y el plazo de la inversión.

III. BREVES CONSIDERACIONES SOBRE MERCADO DE CAPITALES, EN RELACIÓN CON LA ACTIVIDAD FIDUCIARIA

Como ya se ha hecho señalado en el numeral anterior del presente trabajo, en los mercados financieros se suele hacer mención a los conceptos de *mercado de dinero* y *mercado de capitales*, conceptos sobre los cuales se plantean las siguientes definiciones y distinciones.

El *mercado de dinero* corresponde a operaciones con un plazo inferior a un año, donde los establecimientos de crédito son los actores principales a través de sus operaciones de captación de ahorro del público y colocación en la modalidad de créditos comerciales, de consumo e hipotecarios, mientras que el *mercado de capitales* corresponde a operaciones con un plazo superior a un año, donde los instrumentos principales son los bonos y las acciones emitidas directamente por las empresas (SERRANO: 2007, p. 23).

De igual manera en los mercados financieros se suele hacer mención a los conceptos de *mercado intermediado* y *mercado desintermediado*, conceptos sobre los cuales se plantean las siguientes definiciones y distinciones.

En el mercado *intermediado* hay un establecimiento de crédito en el medio entre unidades superavitarias y unidades deficitarias²⁹. El establecimiento de crédito capta ahorro del público y lo coloca en la modalidad de créditos comerciales, de consumo e hipotecarios, ganándose un margen de intermediación. Así las cosas, las empresas acuden a los establecimientos de crédito para cubrir sus requerimientos, necesidades y contingencias en cuanto a financiamiento. Mientras que en el

²⁹ Según JAVIER SERRANO, "la presencia de unidades superavitarias y de unidades deficitarias da origen a la intermediación financiera. Dentro de una economía de mercado habrá personas naturales o jurídicas con un nivel de ingresos superior a su nivel de egresos y por lo tanto con la posibilidad de generar un ahorro. Por otro lado, habrá personas o entidades que requieren recursos para financiar su nivel de consumo o de inversión y que por lo tanto requieren del ahorro o superávit generado por el primer tipo de entidades (aquellas con excedentes)". Serrano, J. *Mercados financieros*, Bogotá, Uniandes, 2007, p. 18.

mercado *desintermediado* precisamente se evita al establecimiento de crédito, ya que las empresas emiten sus propios títulos para captar recursos (acciones, bonos y papeles comerciales), acudiendo de esta manera directamente al mercado de valores para conseguir su financiamiento (SERRANO: 2007, p. 23).

La fiducia tiene una vinculación directa con el mercado de capitales, debido a que la sociedad fiduciaria en el mercado de valores asume roles de: *intermediario, agente emisor, agente de manejo en procesos de titularización* (este último rol, entiéndase como fiducia de administración de procesos de titularización).

El fiduciario dentro de su rol de *intermediario* del mercado de valores funge, entre otras cosas, como demandante de portafolios de valores, a través del tipo de negocio fiduciario de inversión.

Según el decreto 2555 de 2010, artículo 7.1.1.1.2 se consideran como operaciones de intermediación del mercado de valores las que se realizan en virtud "...del negocio fiduciario de inversión bajo la figura de fiducia mercantil o de encargo fiduciario encaminado a la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente a una cartera colectiva de una sociedad fiduciaria"³⁰; las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros, que sean realizadas por las Sociedades Fiduciarias en su rol de gestoras de carteras colectivas³¹.

En dicha figura, que relaciona el mercado de capitales y el negocio fiduciario, denominada fiducia de inversión, tal como en su naturaleza jurídica contractual se establece, un constituyente denominado fideicomitente transfiere recursos especificados a un fiduciario a través de un contrato de *fiducia mercantil* o *encargo fiduciario* para que este los invierta en un portafolio de valores, es decir, para que invierta o coloque a cualquier título sumas de dinero como finalidad principal, de acuerdo a las instrucciones señaladas por el constituyente, cuyas utilidades y beneficios recaerán sobre un tercero o el mismo constituyente, que funja como beneficiario.

Pero no solamente el negocio fiduciario de inversión relaciona la fiducia con el mercado de capitales, dado que el fiduciario también se relaciona con dicho mercado en el marco del negocio fiduciario de *administración de procesos de titularización*, asumiendo el rol de *agente de manejo en procesos de titularización*, que es aquel negocio que tiene por objeto administrar una emisión de valores originados en un proceso de titularización de activos, con el fin de crear un respaldo de la rentabilidad y pago de los títulos emitidos, pudiendo la fiduciaria utilizar los activos del patrimonio autónomo para gestionar el pago oportuno de las obligaciones propias del proceso de titularización.

³⁰ Dcto. 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.2, num. 3.

³¹ Dcto. 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.2, num. 4, lit. b.

Cabe advertir que la *administración de procesos de titularización*³² no constituye una operación de intermediación del mercado de valores (nótese que no se incluye en el Decreto 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.2); en este caso, la relación del fiduciario con el mercado de capitales se limita a fungir como emisor y pagador de las obligaciones resultantes del proceso de titularización; verbigracia, en la emisión de bonos con cargo al patrimonio autónomo el fiduciario gestiona la emisión de tales títulos valores y el pago de los correspondientes intereses y capital.

IV. PROTECCIÓN DEL FIDEICOMITENTE Y BENEFICIARIO VÍA CONSUMIDOR FINANCIERO

En el negocio fiduciario de inversión el fideicomitente, quien constituye un patrimonio autónomo en cabeza de un fiduciario para que este invierta tales recursos en un portafolio de valores y entregue tal utilidad a un beneficiario, que puede ser un tercero o el mismo fideicomitente, bajo tal vehículo de inversión se considera como un consumidor financiero, con las implicaciones que tal figura conlleva para el fideicomitente y para el beneficiario, que puede ser el mismo fideicomitente o un tercero.

La Ley 1328 de 2009 en su artículo 2, *d* comprende tácitamente, dentro de la categoría de consumidor financiero (“Consumidor financiero: Es todo cliente³³,

³² Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores: agente de manejo de la titularización es quien “emite los títulos en representación del patrimonio autónomo, recauda los ingresos provenientes de la colocación de títulos, se relaciona jurídicamente con los tenedores de los títulos y paga a los tenedores de los títulos”.

Según JAVIER SERRANO, “en Colombia solo pueden ser este tipo de agentes, las sociedades fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa, las últimas en la medida que lo hagan a través de fondos de valores administrados por ellas, conforme a la reglamentación vigente”. Serrano. *Mercados financieros*, cit., p. 219.

La Resolución 400 de 1995, artículo 1.3.1.2, actualizada con las resoluciones y circulares expedidas con posterioridad, establece las vías jurídicas para la titularización de bienes. Para el tema del presente trabajo, una vía jurídica para la titularización es el *contrato de fiducia mercantil irrevocable*, en el caso de las entidades sometidas al Estatuto de Contratación Estatal; los procesos se sujetan al mecanismo de *fiducia pública*, previsto en el párrafo 2 del artículo 41 de la Ley 80 de 1993.

Según JAVIER SERRANO, “en términos generales, en un proceso de titularización se constituye un patrimonio autónomo con unos bienes en una sociedad fiduciaria. Esta emite unos títulos con cargo al patrimonio autónomo, utilizando ese patrimonio como garantía y/o fuente de pago; y los títulos se colocan en el mercado, generando recursos para el propietario inicial de los activos titularizados, en la medida que los inversionistas van adquiriendo dichos títulos”.

³³ Es la persona natural o jurídica con quien las entidades vigiladas establecen relaciones de origen legal o contractual para el suministro de productos o servicios, en desarrollo de su objeto social.

usuario³⁴ o cliente potencial³⁵ de las entidades vigiladas") al fideicomitente y al beneficiario, toda vez que cualquiera de estos puede ser un cliente, o un potencial cliente de una sociedad de servicios financieros, tal como es una sociedad fiduciaria, sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Por otro lado, la Circular Básica Jurídica 007 de 1996, en su título I, capítulo VI, adicionada por la Circular Externa 039 de 2011, prevé las condiciones que se deben observar para la publicidad de productos fiduciarios, con el fin de garantizar la información inequívoca del futuro cliente, sin lugar a error por publicidad engañosa.

La piedra angular de la protección al consumidor financiero que beneficia a los clientes o potenciales clientes de negocios fiduciarios como tal, son los instrumentos previstos para su defensa, como son: las acciones populares y de grupo en defensa del consumidor financiero (en Estados Unidos denominada "*Class Action*"), por considerarse este como un interés colectivo (Ley 472 de 1998, art. 4-n); la queja ante el Defensor del Consumidor Financiero de la respectiva entidad vigilada (Dcto. Reglamentario 2555 de 2010, art. 2.34.2.1.1); la acción del consumidor financiero, ante el área de asuntos jurisdiccionales de la Superintendencia Financiera de Colombia (Ley 1480 de 2011, art. 27, y Dcto. 710 de 2012), y la queja administrativa ante la Superintendencia Financiera. Herramientas que resultan bastante provechosas para la seguridad jurídica del cliente o potencial cliente en un negocio fiduciario.

V. PROTECCIÓN ADICIONAL DEL INVERSIONISTA TRADICIONAL DEL MERCADO DE VALORES Y DE QUIEN CONSTITUYE FIDEICOMISOS DE INVERSIÓN

Quienes constituyen fideicomisos de inversión gozan de protección adicional al *sistema de consumidor financiero*, representada en el *sistema de protección del inversionista en el mercado de valores* (todo cliente de una sociedad comisionista de bolsa, o cualquier cliente de una sociedad administradora de inversión, etc.). Tal protección al inversionista en el mercado de valores, con la que el fideicomitente y el beneficiario en el negocio fiduciario de inversión se cobijan, tiene la siguiente connotación jurídica.

Se encuentran previstos unos deberes generales y especiales para aquellos que según la regulación se denominan intermediarios de los mercados de valores, frente al fideicomitente y al beneficiario, y en general frente a todo inversionista de tales mercados. Dicha regulación ha venido siendo desarrollada por las resoluciones 400 y 1200 de 1995, hasta el ya mencionado Decreto 2555 de 2010, artículo 7.3.1.1.1.

³⁴ Es la persona natural o jurídica quien, sin ser cliente, utiliza los servicios de una entidad vigilada.

³⁵ Es la persona natural o jurídica que se encuentra en la fase previa de tratativas preliminares con la entidad vigilada, respecto de los productos o servicios ofrecidos por esta.

Los mencionados deberes generales son: actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo.

Los señalados deberes especiales son: el *deber de información*, deber derivado del principio de buena fe, por un lado en la etapa precontractual, consistente en informar íntegramente sobre la naturaleza y características de la relación a contraer, así como las características y riesgos de los productos objeto de inversión, y por otro lado, durante la etapa contractual³⁶, consistente en informar el estado de la gestión del fideicomiso o del encargo, en donde en ambos casos la información debe ser clara, objetiva, imparcial, oportuna y completa; el *deber de abstenerse de actuar frente a conflictos de interés*³⁷, es decir que la sociedad fiduciaria deberá invertir los recursos encargados o fideicomitidos en determinados títulos valores según las instrucciones impartidas por el constituyente, siempre y cuando las sociedades emisoras, aceptantes o garantes de los títulos no sean matrices ni subordinadas de la institución fiduciaria (RENGIFO: 1998, p. 121), caso en el cual la sociedad fiduciaria ha de abstenerse de realizar tal acto, o cualquier otro que se enmarque en un conflicto de interés; el *deber de documentación*³⁸, consistente en el deber del intermediario de conservar todo tipo de información documental (soportes, comprobantes y demás registros) tendiente a informar al constituyente y al beneficiario, así como a las autoridades, respecto de toda gestión realizada en virtud de la fiducia mercantil o del encargo fiduciario de inversión; el *deber de reserva*: el agente intermediario del mercado de valores, así como sus administradores, funcionarios, etc., deben guardar reserva, con arreglo a las normas vigentes, de la información de las operaciones realizadas sobre valores ejecutadas en desarrollo de la relación

³⁶ En el negocio fiduciario de inversión lo previsto en la regulación sobre que en ningún caso el fiduciario podrá asumir obligaciones de resultado, no puede ser entendido tan tajantemente; a manera de ejemplo, la rendición de cuentas periódicas de su gestión a los constituyentes es obligación *instrumental o accesorio* eminentemente de resultado (RENGIFO: 1998, p. 121; RODRÍGUEZ AZUERO: 1997, p. 81).

³⁷ CCO, art. 1234, num. 6: si hay conflicto de intereses, con la misma fiduciaria o con otros clientes, ella tiene necesariamente que actuar consultando el interés del fideicomiso. Cfr. Decreto 2555 de 2010, artículo 2.11.4.2.1, inciso b). Definición de conflicto de interés: "Se entiende por conflicto de interés la situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales. Entre otras conductas, se considera que hay conflicto de interés cuando la situación llevaría a la escogencia entre (1) la utilidad propia y la de un cliente, o (2) de un tercero vinculado al agente y un cliente, o (3) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado". Cfr. art. 7.3.1.1.2, num. 2 *ibidem*.

³⁸ En estos negocios la rendición comprobada de cuentas deberá efectuarse mediante envío de una memoria en la cual se revele de forma pormenorizada el desarrollo de la gestión encomendada, indicando los bienes o actividades específicos en los cuales se invirtieron los dineros fideicomitidos, o la persona o personas a quienes se entregaron total o parcialmente los bienes, así como el título y las condiciones en que tal entrega se realizó. Dicha memoria debe ir acompañada de un estado de cuenta que refleje el comportamiento financiero y contable de las inversiones efectuadas con base en las instrucciones impartidas por el fideicomitente (CJB), tít. V, cap. I, num. 2.9, lit. a).

contractual, de sus resultados, y de cualquier otra información que tenga carácter confidencial; el *deber de separación de activos*³⁹: el fiduciario debe llevar el balance de la gestión del patrimonio fideicomitado o encargado, separadamente de su patrimonio propio; el *deber de mejor ejecución de las operaciones*: por ser el fiduciario un profesional del comercio, de acuerdo a las instrucciones impartidas, este debe buscar la mejor colocación de los recursos fideicomitados o encargados (en el negocio fiduciario de inversión) persiguiendo la maximización de los resultados, obrando con experticia, prudencia y diligencia, y asimismo gestionando de manera idónea los riesgos financieros; el *deber de asesoría*⁴⁰, que consiste en la obligación por parte del fiduciario de orientar de manera idónea sobre la más eficiente estructuración del negocio fiduciario de inversión a celebrar, y una vez celebrado, sobre el más eficiente manejo de la relación, en aras de procurar el equilibrio contractual de derechos y obligaciones, en virtud del profesionalismo que caracteriza al fiduciario de inversión como conocedor de los mercados financieros.

Por tratarse este negocio de una operación de intermediación en el mercado de valores, tal como la inversión en carteras colectivas, la comisión de compra y venta de títulos valores, etc., dicho fiduciario, como el beneficiario en la fiducia de inversión, cuenta con un sistema de protección de amplio espectro, toda vez que tal esquema se extiende a un sistema de información del mercado de valores (SIMEV) en el que se busca garantizar al inversionista la idoneidad y el profesionalismo

³⁹ En el negocio fiduciario de inversión, lo previsto en la regulación sobre que en ningún caso el fiduciario podrá asumir obligaciones de resultado no puede ser entendido, tal como se dijo anteriormente, tan tajantemente; a manera de ejemplo: la obligación de llevar cuentas separadamente, de cada negocio y de sus activos propios, es obligación *instrumental o accesoría* eminentemente de resultado (RENGIFO: 1998, p. 121).

⁴⁰ Asimismo, en aras de proteger al inversionista frente a los riesgos a los que se ve expuesto, se ha creado en una clasificación del perfil de riesgo del mismo (conservador, moderado, dinámico) con base en el cual se debe orientar la asesoría comercial del inversionista en cuanto a los productos ofrecidos, que según sea inversionista profesional o cliente inversionista requerirá mayor o menor grado de asesoría. Frente al denominado deber de asesoría del fiduciario, sobre la inversión proyectada, la jurisprudencia arbitral se ha pronunciado: *Laudo arbitral, Inurbe vs. Fidugan*, Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá, marzo 31 de 2000. "Así pues, al fiduciario no le es dado desconocer, ni mucho menos contravenir, las instrucciones que le haya impartido el constituyente de la fiducia de inversión. Pero sí le es dado, y además forma parte integrante de su deber profesional, hacer acopio de toda la información a su alcance, de modo de poder suministrarle a su cliente la ilustración más completa posible, para que la decisión final de este resulte la más apropiada. Y también le es dado y así mismo forma parte de su deber profesional asesorarlo sobre la inversión proyectada, poniéndole de presente todas las razones que su pericia le indique, a fin de que el constituyente pueda contratar con todos los elementos de juicio que requiere" (*Guía jurídica de los negocios fiduciarios en Colombia, Jurisprudencia arbitral*, Bogotá, Legis, 2011, p. 252). "La obligación de medio de que es titular el fiduciario, en la fiducia de inversión, se entendería cumplida con el análisis del riesgo de la inversión en cuestión, seguida por la advertencia al fideicomitente, en el sentido de que dicho análisis del riesgo en cuestión, de ser el caso, no hace aconsejable tal inversión" (ibíd., p. 253).

de quienes fungen como asesores de inversión, operadores y administradores del manejo de los recursos, con el fin de mitigar riesgos operativos y demás riesgos financieros que pueden acrecentarse por la ausencia de experticia y profesionalismo de los intervinientes en la asesoría comercial en inversiones, operación y administración del portafolio.

Dicho sistema de información del mercado de valores funge como una garantía del cumplimiento de las obligaciones *in contrabando*, es decir aquellas derivadas del principio de buena fe, que en la etapa precontractual se traducen en el deber de información (proporcionada por la entidad que realiza la intermediación en el mercado de valores), y este a su vez abarca no solo el deber de informar las condiciones de la relación a contraer, sino la certeza de que quienes intervienen en dicha relación son profesionales certificados del mercado de valores, en aras de proteger al inversionista y su inversión. El SIMEV comprende, por ministerio de la Ley 964 de 2005, un Registro Nacional de Valores y Emisores, un Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores y un Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

Asimismo, el inversionista de los mercados de valores cuenta, como medida adicional de protección, con un esquema de autorregulación que vigila, disciplina, certifica y regula a los entes autorregulados, ante quienes se pueden interponer quejas y reclamos, y ante quienes se puede acudir dentro del marco de los métodos alternativos de solución de conflictos desarrollados en el programa MARCO (métodos alternativos de resolución de conflictos) para convocar conciliaciones en derecho y tribunales de arbitramento, bajo las condiciones especiales de la normativa vigente en la materia.

En el tipo de negocio fiduciario de inversión, los funcionarios (ejecutivos de inversión que intervienen en la colocación de los recursos y gestión de las inversiones señaladas por el fideicomitente en los contratos de fiducia mercantil o encargos fiduciarios) deben estar certificados⁴¹ por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) como *operadores especializados* en varias áreas específicas (*renta fija, renta variable, derivados*, entre otras); asimismo, deben estar inscritos en el mencionado

⁴¹ Circular Externa 060 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Personas obligadas a certificarse: 6.3 "Cualquier persona que realice una de las siguientes actividades: (i) *Quien ejecute órdenes* de clientes o terceros sobre valores, derivados financieros, o quien *imparta instrucciones para la ejecución de dichas órdenes*, con sujeción a instrucciones, directrices, lineamientos y/o políticas establecidas por la entidad a la cual está vinculado, por los reglamentos o normas aplicables a las carteras colectivas administradas, *contratos fiduciarios de inversión*, contratos de administración de portafolios de terceros, fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, fondos de cesantías, o directamente por sus clientes, según corresponda" (resaltado nuestro). Es decir, en el caso particular del tipo de negocio fiduciario de inversión, está obligada a certificarse cualquier persona natural que *ejecute órdenes* de clientes o terceros sobre valores, derivados financieros, o *quien impartiera instrucciones para la ejecución de dichas órdenes*, con sujeción a las directrices, lineamientos y/o políticas establecidas por la entidad a la cual está vinculado (sociedad fiduciaria), con base en los reglamentos o normas aplicables en materia de *contratos fiduciarios de inversión*.

SIMEV, en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV), adscrito como ya se había dicho a la Superintendencia Financiera de Colombia.

Tal circunstancia sin duda otorga un valor agregado en protección para el fideicomitente y para el beneficiario en el marco del tipo de negocio fiduciario de inversión, toda vez que le proporciona una más alta probabilidad de que las instrucciones señaladas como constituyente sean realizadas con elevado profesionalismo, experticia, conocimiento, prudencia y diligencia, desde el proceso mismo de asesoría en la estructuración del tipo de negocio fiduciario de inversión de destinación específica.

Para los demás tipos de negocio fiduciario señalados en la Circular Básica Jurídica 007 de 1996, título V, capítulo I, numeral 8⁴², no se prevé legalmente un requisito de certificación por parte de un organismo de autorregulación para quienes sean funcionarios gestores del encargo señalado por el constituyente, disminuyendo así la probabilidad de contar en este servicio con elevada experticia, conocimiento, prudencia y diligencia, como la que en el tipo de negocio fiduciario de inversión se ofrece a través de la certificación y la responsabilidad disciplinaria no solo del profesional del mercado de valores (persona natural) sino del agente del mercado de valores (sociedad fiduciaria).

VI. POSIBLE CANALIZACIÓN DE RECURSOS HACIA EL SECTOR FIDUCIARIO DE INVERSIÓN, COMO RESULTADO DEL DOBLE ESQUEMA DE PROTECCIÓN DEL FIDEICOMITENTE Y DEL BENEFICIARIO

El negocio fiduciario de inversión es el único negocio fiduciario que ofrece al fideicomitente y al beneficiario protección como consumidor financiero y como inversionista del mercado de valores. Por ende, dicha doble protección del consumidor financiero en el negocio fiduciario de inversión se configura como un factor determinante para la selección de tal vehículo fiduciario en calidad de instrumento de inversión idóneo por encima de otros vehículos fiduciarios, tales como la fiducia de administración de procesos de titularización⁴³, inmobiliaria, en garantía, etc., toda vez que la dinámica de doble protección como consumidor financiero y como inversionista de los mercados de capitales le concede mayores herramientas al inversionista para la defensa de sus intereses económicos.

⁴² Num. 8.2, Fiducia inmobiliaria, 8.3, Fiducia de administración, 8.4, Fiducia en garantía, 8.5, Fiducia con recursos del sistema general de seguridad social y otros relacionados.

⁴³ En la administración de procesos de titularización (contenida en la CBJ, tít. V, cap. I, num. 8.3.2) el fiduciario no realiza una operación de intermediación en el mercado de valores, toda vez que este no realiza operaciones sobre valores; solo emite valores (*v.gr.*, bonos), con cargo al patrimonio autónomo, bajo los trámites legales correspondientes, y funge como pagador de los intereses y del capital; asimismo, al funcionario ejecutivo encargado de cumplir tal instrucción señalada por el fideicomitente no le es perentorio tener la calidad de profesional del mercado de valores, certificado por el AMV e inscrito en el SIMEV.

Aparte de los beneficios evidentes para el constituyente y el beneficiario, la fiducia de inversión puede contribuir al crecimiento del ahorro nacional, por cuanto entre más conocimiento exista de este procedimiento, mayor volumen de ahorro podrá canalizarse a través de las fiduciarias.

El desarrollo del país puede verse beneficiado en razón de que con los recursos recibidos por parte de los fideicomitentes podrán financiarse sectores productivos de la economía nacional, por ejemplo, mediante la emisión por parte de las empresas de títulos de renta variable (acciones) o de renta fija (bonos de deuda privada, papeles comerciales⁴⁴, certificados de depósito a término o CDT⁴⁵), y por otro lado, mediante la emisión por parte del Estado colombiano de títulos de renta fija (bonos de deuda pública interna - TES y bonos de deuda pública externa), en aras de financiar el déficit del gobierno central (RENGIFO: 1998, p. 122).

CONCLUSIÓN

La institución jurídica de la fiducia se convierte en una gran alternativa histórica, protagonista en el eficiente manejo de activos, tanto en el sector privado como en el sector público, toda vez que la misma estructura de tal instrumento permite que un gestor profesional y conocedor de cada vehículo fiduciario cumpla la finalidad requerida para la que se constituyó el encargo o el patrimonio autónomo, atribuyéndole a este fiduciario una responsabilidad de medios y no de resultado, de obrar con experticia, prudencia y diligencia, en la gestión y realización de la finalidad encomendada, tal como la exigible a un buen hombre de negocios profesional del comercio.

En el marco del negocio fiduciario de inversión, la fiducia guarda directa relación con los mercados de capitales, debido a que tal tipo fiduciario comprende una finalidad expresa e inequívoca de constituir un patrimonio autónomo o un encargo, con la finalidad de que sea invertido en un portafolio de títulos valores, instrumentos tales como acciones, bonos, derivados, que se adquieren y enajenan en tales mercados; circunstancia que convierte al fiduciario en intermediario del mercado de valores, en virtud del mencionado tipo de negocio fiduciario.

Naturalmente, sobre los mercados de capitales, como mercados financieros que son, recaen riesgos financieros tales como el riesgo de mercado, de crédito, de liquidez y operativo, el último endilgable de manera exclusiva, respecto de las pérdidas que sobrevengan por la materialización del mismo, a la entidad financiera, en lo que tiene que ver con sus recursos humanos y tecnológicos, dependientes, y con circunstancias que sean de su directa responsabilidad. Por otro lado, los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez son riesgos que deben ser gestionados de manera idónea por la entidad financiera (con experticia, prudencia y diligencia),

⁴⁴ Títulos de renta fija emitidos por empresas del sector real.

⁴⁵ Títulos de renta fija emitidos por los bancos.

pero en caso de materializarse la probable pérdida, dicha carga será asumida por el inversionista, toda vez que en la mayoría de operaciones de intermediación del mercado de valores, tales como carteras colectivas, comisión de bolsa, entre otras, la obligación de los gestores y comisionistas es de medios y no de resultado; es decir, no responden por el resultado previsto de comprar, vender, ofrecer tal rentabilidad, etc., sino por la adecuada gestión y despliegue de esfuerzos encaminados a la realización de la finalidad. Lo mismo ocurre con los negocios fiduciarios, solo que particularmente el de inversión, por comprender una operación de intermediación en el mercado de valores, lleva consigo una protección del fideicomitente y del beneficiario, similar a la que tendría cualquier otro inversionista del mercado de valores, que procura un control más riguroso para el fiduciario como agente del mercado de valores, y para el ejecutivo de inversión, encargado de realizar las operaciones con valores señaladas por el constituyente (operando el mercado) como profesional del mercado de valores, bajo el entendido descrito.

La fiducia de inversión es el único negocio fiduciario en el que el fideicomitente y el beneficiario son cobijados con estatus de consumidor financiero (cliente de una institución financiera de objeto especial, *no* captadora de recursos del público, como está concebida la sociedad fiduciaria, o la filial fiduciaria de una matriz del sistema financiero) y con estatus de inversionista de los mercados de capitales; posición que no tiene el fideicomitente ni el beneficiario dentro del negocio fiduciario de administración de procesos de titularización, u otro tipo de negocio fiduciario; por lo tanto, tal circunstancia le otorga una agregada relevancia al mencionado vehículo fiduciario de inversión, como único tipo de negocio fiduciario con doble protección.

De esta manera una gran masa de inversionistas se pueden ver incentivados, atraídos o motivados a incursionar como fideicomitente o constituyente de fideicomisos de inversión destinados a la compra y venta de valores, posiblemente direccionando así el "ahorro público" hacia dicho tipo de negocio fiduciario, entendiendo como ahorro público aquellos ingresos de todos los agentes que no van al consumo, bajo la salvedad de que la fiducia no es un instrumento de captación.

BIBLIOGRAFÍA

- ARRUBLA PAUCAR, Jaime A. *Contratos mercantiles*, t. III, "Contratos contemporáneos", Diké, Medellín, 2005.
- BLANCO BARÓN, Constanza (coord.). *Memorias Seminario supervisión y control en Colombia, ¿colapso del modelo?*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2005.
- CASAS SANZ DE SANTAMARÍA, Eduardo. *Del "trust" anglosajón a la fiducia en Colombia*, 3.^a ed., Temis, Bogotá, 2004.

- CASAS SANZ DE SANTAMARÍA, Eduardo. *La fiducia*, 2.^a ed., Temis, Bogotá, 1997.
- CASTRO DE CIFUENTES, Marcela. *Actos de comercio, empresas, comerciantes y empresarios*, Uniandes y Temis, Bogotá, 2009.
- GABINO PINZÓN, José. *Introducción al Derecho Comercial*, Temis, Bogotá, 1985.
- Guía jurídica de los negocios fiduciarios en Colombia*, Legis, Bogotá, 2011.
- JORION, Phillipe. *Valor en riesgo*, Limusa, México, D.F., 2007.
- KRAUSE, Martín. *Economía para emprendedores*, Aguilar, Bogotá, 2004.
- LEAL PÉREZ, Hildebrando. *Sistema financiero y asegurador*, Leyer, Bogotá, 2003.
- LÓPEZ ANGARITA, David Fernando, LÓPEZ GARAVITO, Luis Fernando. *Estrategias de regulación financiera*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2004.
- MARTÍNEZ DE BEJARANO, Clemencia. *Negociaciones Forward*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2003.
- NÚÑEZ, Antonio José. *Antecedentes y principios fundamentales del análisis económico de la ley*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2005.
- POSNER, R., LANDES, W., KELMAN, M. *Análisis Económico del Derecho*, Universidad de los Andes y PUJ-Instituto Pensar, Bogotá, 2011.
- RENGIFO GARCÍA, Ernesto. *La fiducia mercantil y pública en Colombia*, 2.^a ed., Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2006.
- RENGIFO GARCÍA, Ernesto. *La fiducia mercantil y pública en Colombia*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 1998.
- PÉREZ NEGRETE, Higinio. *Revista Economía y Desarrollo*, Universidad Autónoma de Colombia, Javegraf, Bogotá, 2011.
- Revista Semana*, marzo, edición 1560, Bogotá, 2012.
- RODRÍGUEZ AZUERO, SERGIO. *La responsabilidad del fiduciario*, Ediciones Rosaristas, Bogotá, 1997.

- RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. *Negocios fiduciarios, su significación en América Latina*, Legis, Bogotá, 2005.
- RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. *Reflexiones sobre posibles reformas al régimen de la fiducia mercantil*, en www.rodriquezazuero.com/documentos/reformasRegimenfiducia.pdf
- RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. *Basilea y la actividad fiduciaria*, en www.rodriquezazuero.com/documentos/basilea.pdf
- RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. *La obligación de reparar y la responsabilidad fiduciaria*, en www.rodriquezazuero.com/documentos/Laobligacion%20.pdf
- ROSEMBERG, J. M. *Diccionario de administración y finanzas*, Océano, Barcelona.
- ROSILLO, Jorge. *Matemáticas financieras para decisiones de inversión y financiación*, Cenage Learning, Bogotá, 2009.
- SERRANO, Javier. *Mercados financieros*, Uniandinas y Temis, Bogotá, 2007.
- SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA. *Jurisprudencia financiera*, Imprenta Nacional de Colombia, Bogotá, 2004.
- SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA. *Jurisprudencia financiera*, Stilo Impresores, Bogotá, 2003.
- SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA. *Manual de procedimientos de inspección para instituciones financieras*, Banco de la República, Bogotá, 1990.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (www.superfinanciera.gov.co). *Cartilla de Mercados*, Bogotá, 2011.
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA, Circular Básica Jurídica 007 de 1996.
- VARÓN PALOMINO, Juan Carlos. *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Uniandes y Temis, Bogotá, 2008.