

Actualización de la regulación de los FIC, ajustes a normas de las sociedades titularizadoras hipotecarias y de sistemas de cotización del exterior

**Unidad de
Proyección
Normativa y
Estudios de
Regulación
Financiera - URF**

Bogotá – Colombia
enero de 2024

Carlos Cubillos
Subdirector

Mariana Aya Guerrero
Asesora

**Henry Alexander
Guerrero**
Asesor

Diana Carolina Mesa
Asesora

Palabras Clave:

**Fondos de inversión
colectiva,
apalancamiento,
límites, eficiencia
operativa, gobierno
corporativo y
titularización.**

Documento técnico



Resumen

El Gobierno nacional ha definido como objetivos estratégicos para el sector financiero, entre otros: consolidar un marco regulatorio que potencie el crecimiento de los diferentes mecanismos de financiación de la economía y promover la inclusión financiera para el fortalecimiento de la economía popular.

Teniendo en cuenta la contribución que la industria de fondos de inversión colectiva ha tenido en los últimos años en la participación de personas naturales en el mercado de capitales, así como el importante rol de estos vehículos para la canalización de recursos al aparato productivo; el proyecto de decreto al que acompaña este documento tiene por objeto actualizar la regulación de fondos de inversión colectiva para promover la especialización y crecimiento de la industria, siguiendo los estándares internacionales en materia de principios de hombre prudente y de administración de riesgos en la gestión de recursos de terceros.

Por lo anterior, atendiendo discusiones sostenidas con participantes de la Superintendencia Financiera de Colombia, así como de la industria se presenta a continuación la revisión y propuesta de modificación en los frentes de estructura del apalancamiento, condiciones necesarias para la negociación de unidades de participación en el mercado público, límites de inversión por inversionistas, el derecho de retiro, arbitrajes entre fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado y otros temas operativos, buscando promover eficiencias financieras y operativas en la estructuración y desarrollo de los fondos.

En otras disposiciones se incluyen modificaciones puntuales a las condiciones para llevar a cabo procesos de titularización, así como de la metodología de ajuste al capital mínimo de las titularizadoras. Por último, se hace una modificación al mecanismo de listamiento de títulos en el escenario del sistema de cotización de valores del extranjero.

Contenido

Resumen	2
1. Introducción	4
2. Contexto Colombiano	6
3. Justificaciones técnicas y revisión de regulación comparada	9
4. Alternativas regulatorias	41
5. Comentarios segunda ronda y propuestas finales	58
6. Bibliografía	75

1. Introducción

Diferentes estudios locales¹ e internacionales² han establecido que la existencia de mercados de valores profundos e inclusivos son esenciales para el crecimiento, el desarrollo y la fortaleza de las economías de mercado, en la medida que dan soporte a las iniciativas de las empresas, financian la implantación de ideas nuevas y facilitan la gestión del riesgo financiero.³

Adicional a lo anterior, por el lado de la demanda de instrumentos, los inversionistas minoristas están colocando una proporción creciente de su dinero en fondos de inversión colectiva, los mercados de valores se han convertido en un pilar esencial para la riqueza, el ahorro y los planes de jubilación de las personas. En esta medida una regulación sólida y efectiva y la confianza que trae consigo, es importante para la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores.⁴

En Colombia, los fondos de inversión colectiva son un instrumento de inversión y ahorro por parte de diferentes tipos de inversionistas, tales como el mercado minorista e inversionistas institucionales, los cuales pueden invertir en un instrumento administrado por sociedades profesionales, especializadas y que cuentan con unas políticas de inversión que pueden ajustarse a sus perfiles de riesgo y contar con portafolios diversificados.

El Gobierno nacional realizó la última revisión integral del marco regulatorio de los fondos de

¹ Libro Misión del Mercado de Capitales.

² Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990); Kumbhakar, S., & Mavrotas, G. (2008); Levine, R. (2004, 2005, 2018); Zhuang, G., Niimi, K., Riang, H., Khor, L.-M., & Bracey, H. (2009). Oprea, & Stoica (2018).

³ IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores

⁴ IBID. IOSCO

inversión colectiva en el año 2013 mediante el Decreto 1242, en el cual se adelantaron mejoras en la normatividad, buscando eficiencias en la industria, converger hacia estándares internacionales y a mejores prácticas en materia de gestión, así como contar con un lenguaje comparable con la industria en otros países de la región y del mundo.

Así las cosas, luego de una década de expedida dicha reglamentación se considera importante hacer una revisión de está, con el fin de analizar avances en la industria, en lo relacionado con la administración de los vehículos, los esquemas de protección de los inversionistas, revelación y toma de decisiones por parte de los inversionistas, la promoción de eficiencias financieras y operativas, el apalancamiento de los vehículos y el avance en los estándares internacionales, entre estos de economías desarrolladas y de pares de la región.

El presente documento y el proyecto de decreto que lo acompaña se encuentra segmentado en una introducción, y varias secciones con contexto local, revisión de aspectos particulares en otras jurisdicciones, problemática del mercado y justificaciones técnicas, y una última sección de propuestas normativas.

Es importante señalar que el presente documento y su proyecto de decreto se publican a comentarios del público por segunda vez, lo anterior en respuesta a que en el primer periodo de socialización⁵ se recibieron nuevos temas que tienen implicaciones importantes para la industria tales como: modificaciones a los límites de inversiones y otros relacionados con la operatividad del vehículo.

⁵ El proyecto de decreto y el documento técnico estuvieron publicados en las páginas web del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera entre el 8 y 23 de junio de 2023.

Así mismo, en la primera socialización se manifestaron inquietudes en aspectos tales como las fechas ex distribución, readquisición y derecho de retiro, entre otras, las cuales fueron analizadas y replanteados algunos aspectos en particular.

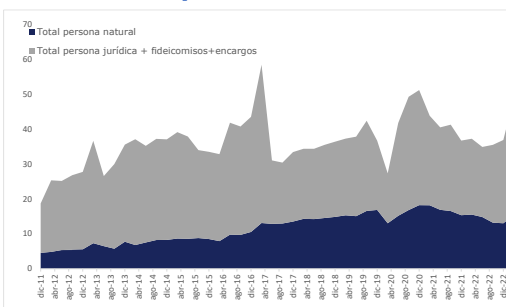
2. Contexto Colombiano

Los fondos de inversión colectiva (FIC) son vehículos o instrumentos de inversión de dinero u otros activos, que son gestionados por sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva, los cuales integran el aporte de un número plural de personas en un portafolio de activos conforme a lo establecido en el reglamento del respectivo fondo⁶.

En Colombia, la regulación habilita tres tipos de entidades para administrar FIC: sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades administradoras de inversión. De acuerdo con las cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)⁷, a junio de 2023 existen 329 fondos de inversión colectiva (FIC y FCP), los cuales cuentan con activos bajo administración de \$143,6 billones (aproximadamente el 38% respecto al PIB)⁸.

Adicionalmente y como se muestra en la Gráfica 1, los activos bajo administración (AuM) han mostrado una tendencia creciente y se destaca la importancia de la participación de los recursos de personas naturales que representan alrededor del 30% del total de la industria.

Gráfica 1. Evolución histórica AuM en FIC por tipo de cliente



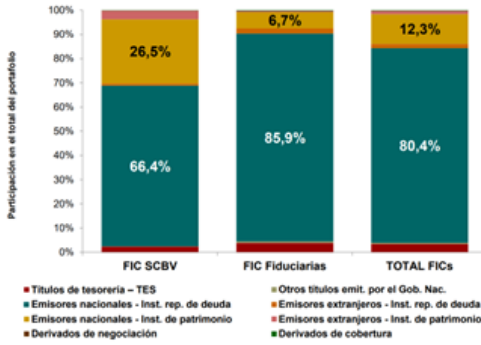
Fuente: Asofiduciarias

⁶<https://www.banrep.gov.co/es/fondos-inversion-colectiva#:~:text=Un%20fondo%20de%20inversi%C3%B3n%20colectiva,establecido%20en%20el%20reglamento%20del>

⁷ Informe de actualidad del sistema financiero. Superintendencia Financiera de Colombia. Junio 2023. <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas/institucional/pubFile1067849/comsectorfinanciero062023.pdf>

⁸ PIB Valores a precios corrientes - Base 2015. DANE. <https://www.dane.gov.co/files/operaciones/PIB/anex-ProduccionCorriente-IIItrim2023.xlsx>

Gráfica 2. Distribución de inversiones de FIC desagregado por tipo de sociedad administradora



Fuente: SFC – junio de 2023

Estas cifras muestran la importancia del vehículo como mecanismo de ahorro por parte de los diferentes inversionistas del país.

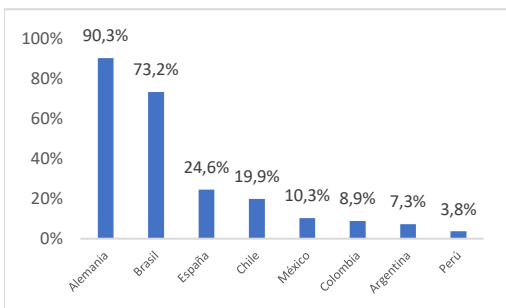
De otra parte, los fondos de inversión colectiva juegan un rol importante como inversionistas en el mercado de capitales, participando de manera activa en la negociación de deuda pública y deuda privada, tanto local como del exterior. De acuerdo con las cifras de la SFC a marzo de 2023, en los portafolios de estos vehículos existen inversiones cercanas a los \$78,86 billones de pesos, que se distribuyen como se muestra en la Gráfica 2.

Los fondos de inversión colectiva invierten parte de sus activos en títulos de tesorería emitidos por el gobierno nacional y en títulos de deuda privada (80,4%) y representativos de patrimonio (12,3%) de emisores locales, lo que demuestra la irrigación de los recursos de inversión al aparato productivo local.

Por último, si se observa un comparativo de los activos administrados en lo Fondos de Inversión Colectiva sobre el Producto Interno Bruto de pares de la región y de economías desarrolladas o en desarrollo (Gráfica 3), se observa un potencial de crecimiento importante en la industria colombiana y el uso de estos vehículos de manera masiva para ahorro e inversión en distintos sectores de la economía.

Teniendo en cuenta el contexto anteriormente expuesto, los fondos de inversión colectiva como un vehículo de ahorro para los diferentes tipos de inversionistas, así como de inversión de recursos en los diferentes sectores y eslabones de la economía colombiana y en esa medida se hace necesario una revisión periódica de la normatividad, con el fin de seguir promoviendo su desarrollo y fortaleciendo el instrumento.

Gráfica 3. Representatividad de los fondos de inversión sobre la actividad económica por países – Dic



Fuente: EFAMA y FIAFIN.

Ahora bien, en cuanto a la arista regulatoria, como se mencionó anteriormente, el gobierno nacional realizó una revisión integral del vehículo en el año 2013, buscando la promoción del vehículo, su aproximación a estándares internacionales y regulación de jurisdicciones pares y economías desarrolladas buscando mejoras en eficiencia del vehículo y de los administradores de estos.

Así mismo, se realizaron ajustes con el fin de contribuir al ejercicio de una supervisión más eficiente de las actividades relacionadas con la gestión, administración y distribución de las carteras colectivas, brindando herramientas adecuadas para identificar y prevenir los diferentes tipos de riesgos.

De acuerdo con este contexto, se considera necesario que después de casi 10 años de la expedición de dicha normatividad, permitiendo el acoplamiento de la industria a la arquitectura abierta implementada en el Decreto 1242 de 2013⁹, se haga una revisión de aspectos fundamentales para la evolución de estos vehículos como: la estructura del apalancamiento, las condiciones necesarias para la negociación de unidades de participación en el mercado público, el derecho de retiro, aspectos operativos, entre otros.

Adicionalmente, de acuerdo con los comentarios recibidos en la construcción regulatoria de la presente vigencia se hizo la revisión de los posibles arbitrajes regulatorios que se generan entre los fondos de inversión colectiva cerrados y fondos de capital privado a la luz del riesgo asumido versus los requisitos de vinculación de inversionistas, tesis de inversión e información disponible; particularmente

⁹ En este periodo se han realizado intervenciones parciales.

para los clientes inversionistas que son partícipes en estos dos vehículos.

3. Justificaciones técnicas y revisión de regulación comparada

Como se mencionó en secciones anteriores un proceso de construcción participativo con la Superintendencia Financiera de Colombia y la industria permitió identificar las normas vigentes que pueden tener un efecto inhibitorio en el crecimiento de la industria de fondos de inversión colectiva.

En la presente sección se adelantará una revisión de regulación comparada sobre el tratamiento de aspectos particulares de los fondos de inversión colectiva y vehículos comparables en países tales como Estados Unidos, México, Chile y Perú y en una región económica como la Comunidad Económica Europea, teniendo en cuenta los mercados líderes en este tipo de productos y comparables regionales por tamaño y arquitectura.

Se analizará el tratamiento de aspectos tales como el apalancamiento, límites de los inversionistas, las necesidades de homologación de condiciones para la negociación de unidades de participación en el escenario de renta variable, readquisición de participaciones por parte del fondo, consecuencias de las modificaciones del reglamento en la salida voluntaria de inversionistas – derecho de retiro y aspectos operativos de estos vehículos.

En secciones posteriores se presentará el análisis sobre temas relacionados con: i) requisitos regulatorios de la operación de las titularizaciones y ii) requerimientos para el ingreso de los títulos listados en los sistemas de cotización de valores del extranjero.

3.1. Apalancamiento de los FIC

La Unidad de Regulación Financiera – URF ha realizado una revisión integral a la normatividad vigente de apalancamiento de los fondos de inversión colectiva con particular énfasis en tres frentes: i) la lista de operaciones que se consideran según el capítulo 5 del Libro 1, Título 1 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010, ii) las implicaciones del uso del apalancamiento de los FIC, y iii) la consideración del uso de derivados.

Respecto al primer elemento, se realizó la revisión sobre si la lista de operaciones de naturaleza apalancada para los fondos de inversión vigente está alineada con los estándares internacionales, encontrando que la SEC, en el caso de Estados Unidos, y ESMA, para los UCITS en Europa, contemplan en su regulación unas operaciones explícitas que se consideran hacen parte del apalancamiento de los vehículos.

En el primer caso, la sección 18 del Acto de 1940¹⁰ que ha sido modificado en múltiples ocasiones para definir la estructura de capital permitida para las compañías de inversión, categoría en la que se encuentran los fondos mutuos y ETF y por su parte, ESMA en la Directiva 2009/65/EC que establece las instrucciones generales para los UCITS contemplan tanto una definición de apalancamiento como las operaciones relacionadas con el endeudamiento de los fondos.

La *Securities Exchange Commission* establece que apalancamiento significa obtener una exposición de inversión superior a los activos netos del Fondo, lo

¹⁰ 15 U.S. Code Subchapter I - Investment companies.

que crea el potencial de ganancias o pérdidas magnificadas. ESMA señala que cualquier método mediante el cual el gestor aumente la exposición de un vehículo que gestione, ya sea mediante préstamos de valores, efectivo, apalancamiento integrado en posiciones de derivados o por cualquier otro medio se entiende apalancamiento.

En ambos casos se identifican, aunque no necesariamente como lista taxativa, las siguientes como operaciones de apalancamiento:

1. Préstamos
2. Emisión de títulos
3. TTV
4. Operaciones con derivados

La diferencia entre las dos jurisdicciones se concentra en los límites para las operaciones que se muestran a continuación:

Comparación límites apalancamiento

Jurisdicción	Límites apalancamiento
Estados Unidos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Los fondos mutuos pueden apalancarse con crédito bancario si mantienen una cobertura de activos del 300% para esos préstamos (por lo tanto, se permite el apalancamiento directo hasta el 33,33% de los activos netos de un fondo). 2. Está prohibida la emisión de cualquier clase de “valores senior”. 3 y 4: <ul style="list-style-type: none"> • Exposición a transacciones que crean obligaciones de terceros (futuros, forwards, opciones emitidas, transacciones de préstamo de valores o ventas en corto). Sólo si proporcionan una cobertura (apartar activos o entrar en posiciones compensatorias) igual al menos al valor de las obligaciones potenciales de estas transacciones. • Exposición a transacciones que no crean obligaciones de terceros. Los fondos que utilizan derivados que no imponen ninguna obligación de pago por encima de la inversión inicial (es decir, prima) no enfrentan restricciones de apalancamiento ya que estos derivados no se incluyen en la sec. 18(f) de la ICA.
Unión Europea	<p>UCITS</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. (a) Con carácter temporal y representa:-en el caso de una sociedad de inversión no más del 10% de sus activos,-en el caso de un fondo común, no más del 10% del valor del fondo b) para posibilitar la adquisición de bienes inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad y que representen, en el caso de una sociedad de inversión, no más del 10% de sus activos. Cuando el fondo esté autorizado a tomar préstamos en virtud de los puntos (a) y (b), dicho préstamo no superará el 15 % de su activo en total. 2. No hay límite específico 3. No hay límite específico 4. El fondo se asegurará que su exposición global en relación con los instrumentos derivados no supere el valor neto total de su portafolio. <p>El apalancamiento de préstamos, derivados y operaciones de financiamiento de valores no puede exceder 2,1 veces el valor de los activos netos.</p>

Como se evidencia en la tabla anterior, la regulación de Estados Unidos hace una distinción importante entre las operaciones que generan endeudamiento tradicional como lo son créditos bancarios y emisión de valores, sean estos de deuda o participación y operaciones como derivados, ventas en corto o transferencia temporal de valores.

En este último caso el criterio para el establecimiento de límite a las operaciones ya mencionadas es si generan una obligación real de entrega de efectivo o de activos. Cuando no se genera la obligación de entrega por encima del pago del contrato o el precio de la operación como tal, no se considera una operación de naturaleza apalancada. De generarse la obligación y según la modificación realizada en 2021 por la SEC a la regla 18f-4, los gestores de fondos pueden optar por dos alternativas:

I. Puede plantear una estrategia de inversión en este tipo de operaciones libre y por esto, debe establecer un programa de administración de riesgo de derivados que debe incluir pautas de riesgo, pruebas de estrés, pruebas retrospectivas, informes internos y escalamiento, y elementos de revisión del programa.

Si el gestor opta por esta alternativa se genera la activación del límite de VaR relativo, según el cual el VaR del fondo no debe exceder el 200% del VaR de la cartera de referencia designada del fondo. Para los fondos cerrados con acciones preferenciales en circulación en ese momento, el VaR no debe exceder el 250% del VaR de la cartera de referencia designada del fondo. En todo caso, su exposición a derivados debe ser máximo el 10% de sus activos netos.

II. El gestor puede optar por establecer un límite de operaciones de esta naturaleza que generan

obligaciones con terceros y de ser así el VaR del fondo no debe exceder el 20% del valor del patrimonio neto del fondo. Para los fondos cerrados con acciones preferentes en circulación en ese momento, el VaR no debe exceder el 25% del valor de los activos netos del fondo.

Respecto a las implicaciones del uso del apalancamiento, las observaciones recibidas se concentran en dos ejes: el primero, relacionado con la condición establecida en el Artículo 3.1.1.5.4 del Decreto 2555 de 2010, según el cual los fondos de inversión colectiva que hagan uso de las operaciones de naturaleza apalancada deben añadir a su denominación el carácter de apalancado, lo que desincentiva a las sociedades administradoras a generar estrategias de inversión diferenciadas a las tradicionales y restringe la diversificación de vehículos en el mercado, teniendo en cuenta que las modificaciones a los documentos relacionados con el fondo deben surtir un proceso en la SFC y podrían generar la activación de derecho de retiro de los inversionistas.

En un segundo eje, se llamó la atención sobre la necesidad de evaluar la restricción establecida en el Artículo 3.1.1.5.3 del Decreto 2555 de 2010, de acuerdo con la cual la participación de ningún inversionista en un fondo de inversión colectiva apalancado puede ser inferior a (5.262,60) UVT. La solicitud se fundamenta en la no proporcionalidad de riesgos entre las diversas estrategias de apalancamiento y el límite señalado.

Una vez revisada la regulación aplicable a fondos de inversión en Estados Unidos y Europa, se encuentra que a pesar de que existe una lista de operaciones apalancadas y límites para ejercerlas, están habilitadas para todos los tipos de fondos y no hay

una instrucción relacionada con la denotación de apalancamiento en el nombre del vehículo.

Adicionalmente, se encuentra que en la regulación de las jurisdicciones revisadas no se establecen límites mínimos para la participación de inversionistas en fondos con determinados niveles de apalancamiento. El mecanismo de protección a los inversionistas, en particular al minorista está dado por los requerimientos de desglose de información sobre los riesgos que potencialmente se generan por las operaciones apalancadas en el vehículo de inversión, la actividad de asesoría y el análisis de idoneidad entre el perfil de riesgo del cliente y el producto.

Sobre el uso de derivados en fondos de inversión colectiva se estudiaron tres aspectos: i) la pertinencia de la consideración de estas operaciones como apalancada, ii) las condiciones establecidas para que los derivados con fines de inversión sean considerados como operaciones no apalancadas de acuerdo con el Artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010, y iii) la obligación de mantener depósitos a la vista por la diferencia entre el precio del contrato derivado y sus garantías establecida en el numeral 3 del Artículo 3.1.1.4.6 del Decreto 2555 de 2010.

Como se mencionó en apartes anteriores, las operaciones con derivados hacen parte de las que se consideran parte del apalancamiento del fondo. No obstante, se procedió a revisar la definición de derivado en las jurisdicciones ya mencionadas.

De esta forma, la regulación de fondos de inversión en Estados Unidos La regla 18f-4 se aplicará a las "transacciones de derivados", que la SEC ha definido ampliamente para incluir (i) cualquier swap, swap basado en valores, contrato de futuros, forwards, opción, cualquier combinación de los anteriores o

cualquier instrumento similar (“instrumento derivado”), en virtud del cual se requiere o se puede requerir que un fondo realice cualquier pago o entrega de efectivo u otros activos durante la vida del instrumento o al vencimiento o terminación anticipada, ya sea como margen o pago de liquidación o de otro modo, (ii) cualquier préstamo de venta en corto y (iii) cualquier acuerdo de recompra inversa o transacción de financiación similar, como la financiación de bonos de oferta pública, si el fondo trata todas esas transacciones como transacciones de derivados sujetas a la regla final en lugar de sujetas al activo requisitos de cobertura en la Sección 18 del Acto de 1940.

Para ESMA la definición de derivado contiene elementos similares a la contenida en el Decreto 2555 al señalar que: “Un derivado es un tipo de instrumento financiero cuyo valor se basa en el cambio de valor de un activo subyacente o una cesta de activos”.

De acuerdo con la definición de la SEC, se infiere que se considera una operación apalancada cuando se genera una obligación actual o potencial que sea superior al del patrimonio del vehículo, razón por la cual si el derivado es de cobertura no se considerará una posición apalancada.

Respecto de las condiciones relacionadas con los derivados con fines de inversión y su consideración como operaciones no apalancadas cuando su compensación y liquidación se realice a través de las cámaras de riesgo central de contraparte que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia, es importante mencionar que IOSCO (2004, 2013 y 2021) ha insistido en las ganancias en eficiencia y transparencia de la liquidación de derivados, incluyendo aquellos del mercado *over the*

counter, a través de cámaras de contrapartida central.

Por último, se analizó la condición establecida en el Artículo 3.1.1.4.6. del Decreto 2555 de 2010, según el cual cuando el fondo de inversión colectiva tenga operaciones de derivados, debe mantener en depósitos a la vista en establecimientos de crédito de no vinculados a dicha entidad, un valor equivalente a la diferencia entre el precio fijado en el contrato y las garantías que se hayan constituido en el correspondiente administrador de garantías.

Sobre este último punto, en la revisión internacional se encontró que al menos en Estados Unidos se deben generar posiciones compensatorias iguales al menos al valor de las obligaciones potenciales de estas transacciones. Esto quiere decir que mientras los derivados sean de cobertura, no se requieren compensaciones. En todo caso, el principio general es el llamado a la administración de los riesgos y la revelación de información a los inversionistas al respecto.

3.2. Condiciones para la negociación de unidades de participación en el escenario de renta variable

Con el fin de incrementar tanto la eficiencia como la transparencia en la formación de precios y reflejar la naturaleza de los títulos participativos en el escenario de su negociación, se decidió en 2021 iniciar el proceso de traslado los títulos de participación inscritos en Bolsa emitidos por los Fondos de Inversión Colectiva Cerrados, Fondos de Capital Privado, Patrimonios Autónomos y Procesos de Titularización desde la rueda de renta fija a la rueda de renta variable. Desde el punto de vista

regulatorio, la ejecución de este proceso requiere la homologación de las siguientes condiciones respecto de la negociación de títulos como acciones.

a. Aclarar o ratificar precisamente que la inscripción en bolsa de dichas participaciones se sujeta al régimen legal y reglamentario de negociación aplicable a dichos títulos de renta variable (ej: reglas de formadores de liquidez, proveedores de liquidez, entre otros).

b. Incorporar o desarrollar reglas para el funcionamiento de la readquisición de unidades de participación, de manera similar a como se encuentra para el caso de las acciones, de tal forma que la implementación de dichos mecanismos sea viable y se implemente consistente o armónicamente frente al régimen de readquisición de acciones inscritas o a esquemas aún más flexibles como puede ser el funcionamiento de la readquisición de participaciones de esquemas de titularización a través de patrimonios autónomos inscritos en bolsa.

c. Extender la aplicación de la fecha ex dividendo para las operaciones de compraventa de todos los títulos participativos inscritos en el RNVE y negociados en bolsa.

En este frente la comparación internacional frente a jurisdicciones como Estados Unidos o la Unión Europea arroja que en el primer caso dado que los vehículos equiparables a los fondos de inversión colectiva nacen como compañías por lo que sus unidades de participación se listan con todas las propiedades de las acciones incluyendo las listadas en los literales anteriores.

Respecto a la readquisición de unidades de participación, en Estados Unidos la Regla 270.23c-1 (Capítulo II, Título 17) de la SEC establece las

condiciones para la operación en fondos cerrados (closed-end companies) entre las cuales se encuentran características de los valores a recomprar, aspectos a cumplir por parte del vendedor de los títulos, límites en la comisión generada por la operación y respecto de la transferencia y pago en la transacción. Se destaca en todo caso que el numeral 6 de la citada regla establece que: “La compra se realiza a un precio que no supere el valor de mercado, si lo hubiere, o el valor de activo de dicho valor, el que sea menor, en el momento de dicha compra”.

Es necesario señalar que actualmente está abierto un proceso de revisión de las condiciones de revelación de información en los procesos de recompra de acciones y participaciones de fondos. En diciembre de 2021, la SEC publicó una propuesta de modificación a la regla señalada debido a los posibles efectos indeseados de las readquisiciones de títulos en los precios de estos y sobre los indicadores de desempeño de los emisores como el de precio del activo por unidad de utilidad (*Price to earnings* - P/E) en el caso de acciones. La propuesta regulatoria que surte proceso de análisis actualiza los requisitos de información y periodicidad que los emisores que ejecuten procesos de recompra de títulos con el fin de que se puedan desagregar los efectos sobre las variables mencionadas como afectadas.

De manera análoga, la Directiva de UCITS de 2009 en la definición misma de estos vehículos señala que la recompra de unidades es posible cuando define “A los efectos de la presente Directiva, y con sujeción al artículo 3, se entenderá por UCITS una empresa:

...b) con participaciones que, a petición de los titulares, se recompren o reembolsen, directa o indirectamente, con cargo a los activos de dichas

empresas. Las medidas adoptadas por un UCIT para garantizar que el valor bursátil de sus participaciones no varíe significativamente de su valor liquidativo se considerarán equivalentes a dicha recompra o reembolso”.

Así mismo, en el Artículo 76 de la Directiva de UCITS de la Unión Europea, se establece que las administradoras deben generar información sobre las condiciones y precios de las operaciones de redención y recompra de unidades de los fondos con periodicidad bimensual. Cada país de la UE define las reglas específicas y en el caso de España como ejemplo, “las operaciones de adquisición y venta que realice la sociedad (el fondo) sobre sus propias acciones deberán realizarse a un precio que, sin que suponga desviaciones sensibles respecto de su valor liquidativo, sea desconocido y resulte imposible de estimar de forma cierta.

Los resultados que sean imputables a la adquisición y venta de sus propias acciones sólo podrán repartirse cuando el patrimonio, valorado de conformidad con el artículo anterior, sea superior al capital social desembolsado”.

De manera análoga, la Ley chilena 20712 de 2013 estableció que como condiciones adicionales a que el precio de recompra de las cuotas de los fondos sea igual o inferior al del mercado que:

- i. El fondo no puede adquirir cuotas de la administradora, sus personas relacionadas, sus directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, salvo que ellas se adquieran en un proceso de oferta pública.
- ii. Las operaciones de readquisición diarias no pueden ser superiores al 1% del patrimonio del fondo.

3.3. Derecho de retiro

Con el objetivo de dar claridad al tratamiento del derecho de retiro en los fondos de inversión colectiva, derecho que define la posibilidad con la que cuentan los inversionistas para solicitar la redención de sus participaciones sin que por este hecho se genere sanción ni penalidad de ningún tipo, cuando se promuevan reformas al fondo que impliquen afectaciones de sus derechos económicos, a continuación, se hace una breve reseña de su tratamiento en otras jurisdicciones.

En la regulación de España y en general para la Unión Europea se establece un derecho de separación para los inversionistas de los vehículos de inversión colectiva en caso de modificaciones significativas a sus elementos esenciales.

En dicha jurisdicción se establece que:

“Cuando la modificación del reglamento de gestión, folleto o documento con los datos fundamentales para el inversor afecte a la política de inversión, política de distribución de resultados, sustitución de la sociedad gestora, delegación de la gestión de la cartera en otra entidad, cambio de control de la sociedad gestora o del depositario, fusión, transformación o escisión del fondo, establecimiento o elevación de las comisiones, modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC, así como en los supuestos que se determinen reglamentariamente, deberá ser comunicada a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor. ... En todos esos casos, siempre que exista comisión de reembolso o gastos o descuentos asociados al mismo, los partícipes tendrán derecho de separación, sin deducción de

comisión ni gasto alguno, a salvo de lo que se establezca a este respecto en casos particulares.”¹¹

Cambios en los reglamentos y documentos que apliquen a dichos elementos pueden generar afectaciones a los derechos económicos de los inversionistas y en esa medida se facultad su posibilidad de salida.

Para el caso de Chile, existe una norma general NCG N° 365, en la cual se establece que en “el contenido mínimo del Reglamento Interno del fondo, deberá especificarse las materias por las cuales los aportantes disidentes en la Asamblea de Aportantes respectiva, podrán optar por retirarse del fondo, y la forma, plazos, precio y procedimientos por los cuales se llevará a cabo, y que, en caso de no contemplarse el derecho a retiro, el Reglamento Interno deberá señalarlo expresamente.

Además, el hecho de que el fondo contemple materias que darán al partícipe derecho a retiro, debe señalarse también, en el folleto informativo que la sociedad administradora deberá proveer al partícipe, cada vez que éste efectúe aportes al fondo”.

El derecho de retiro en Chile se encuentra definido en los reglamentos internos de los fondos, señalando los casos en los cuales los inversionistas pueden ser afectados en sus derechos económicos y el procedimiento y plazo para ejecutar dicho derecho.

Para el caso de México, la Ley de los fondos y sociedades de inversión establece normas particulares sobre la posibilidad de retiro de

¹¹<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331#:~:text=Las%20IIC%20financieras%20son%20aquellas,que%20estableci%C3%B3%20la%20ley%20anterior.>

participaciones por parte de los inversionistas, señalando que:

“... en virtud de las modificaciones al prospecto de información al público inversionista relacionadas con el régimen de inversión o política de compra y venta de acciones, no deseen permanecer en el mismo, tendrán el derecho a que el propio fondo les adquiera la totalidad de sus acciones a precio de valuación y sin la aplicación de diferencial alguno, para lo cual contarán con un plazo mínimo de treinta días hábiles contado a partir de la fecha en que se hayan notificado las modificaciones.”¹²

Adicionalmente, se establece que “Los inversionistas del fondo de inversión que, en razón de la modificación a la calificación de riesgo, no deseen permanecer en este tendrán el derecho de que el propio fondo les adquiera la totalidad de sus acciones...”

En México el derecho de retiro se referencia de manera particular a eventos que impacten de manera directa a los inversionistas y sus participaciones tales como su régimen de inversiones, negociación de los activos, calificación.

En este contexto es importante precisar la redacción del artículo 3.1.1.9.6 del Decreto 2555 de 2010, con el fin de dar claridad sobre la ejecución del derecho de retiro en los casos de afectación negativa de los derechos económicos de los inversionistas y reforzar el rol de los órganos de gobierno de la sociedad administradora, en especial la Junta Directiva, para calificar los eventos.

De otra parte, el derecho de retiro aplica para los fondos de inversión colectiva, sin perjuicio que los

¹² <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20de%20Fondos%20de%20Inversi%C3%B3n.pdf>

fondos abiertos sin pacto de permanencia tienen como característica que la sociedad administradora está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas en cualquier momento, durante la vigencia de este, en este sentido, no se observa necesario que este tipo de fondos cuenten con dicho derecho.

3.4. Límites

La revisión de la experiencia internacional muestra que en la mayoría de los casos estudiados no existe un límite regulatorio y que son las sociedades administradoras o los gestores los que vía reglamentos fijan un límite máximo de inversión, sin perjuicio de casos como el de Chile en el cual si existe un límite regulatorio por inversionista. A continuación, se presentarán de manera breve los casos de estudio.

Para el caso de México, la Ley de Fondos de Inversión, en su artículo 14, antiguas sociedades de inversión, establece de manera taxativa que:

“Los fondos de inversión, a través del consejo de administración de la sociedad operadora de fondos de inversión, establecerán límites máximos de tenencia por accionista y determinarán políticas para que las personas que se ajusten a las mismas adquieran temporalmente porcentajes superiores a tales límites, debiendo esto contenerse en sus prospectos de información al público inversionista.

Las sociedades operadoras o las personas que presten servicios de distribución de acciones de fondos de inversión, deberán implementar por cuenta de estas, mecanismos que permitan a sus accionistas, contar con información oportuna relativa al porcentaje de su tenencia accionaria, a fin de dar

cumplimiento a lo previsto en el presente artículo.”

13

De esta manera, en México son los órganos de gobierno de las sociedades administradoras los que establecen los límites de tenencia de participación por inversionista en los prospectos del vehículo, así como procesos de ajuste cuando se sobre pasen los límites y mecanismos para hacer seguimiento a dichos límites.

Respecto a España, en el Real Decreto 1082 sobre instituciones de inversión colectiva – IIC se establece que las Sociedades Gestoras – SGIIC deben elaborar una serie de documentos relacionados con el vehículo, tales como folletos, reglamentos o estatutos en los cuales se debe señalar lo siguiente:

“Información comercial, señalando la forma de adquirir o suscribir y vender o reembolsar las participaciones o acciones; en su caso, el volumen máximo, que podrá alcanzar el total de participaciones o acciones propiedad de un mismo inversor; la fecha y forma de distribución de los dividendos de las participaciones o acciones cuando proceda; ...”¹⁴

En la reglamentación de las IIC se señala que son las sociedades gestoras las que al momento de estructurar el fondo definen los montos máximos de inversión por inversionistas.

En el caso particular de los Estados Unidos, se encuentra una amplia gama de fondos tales como los fondos cerrados, abiertos (mutuos), ETF y unidades de fideicomiso de inversión. Los fondos abiertos cuentan con la mayor regulación y desarrollan

¹³ Ley de Fondos de inversión en México. https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/69_200521.pdf

¹⁴ <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2012-9716>

aspectos tales como divulgación de la información, forma de organización, custodia de los activos, valoración, límites de inversiones y apalancamiento, entre otras. En la regulación no se han establecido límites particulares para los inversionistas, sin perjuicio de algunas restricciones para fondos de pensiones, entre otras¹⁵.

En Chile, la Ley 20.712 sobre "Administración de fondos de terceros y carteras individuales" establece que los fondos deben contar con un patrimonio mínimo y un número de partícipes superior a 50, salvo que entre éstos hubiere un inversionista institucional, en cuyo caso no regirá ese número mínimo de partícipes.

Ahora bien, sobre el máximo de tenencia de participaciones, la Ley establece que:

"... transcurrido un año contado desde la fecha en que la administradora pueda comercializar las cuotas del fondo de conformidad a lo dispuesto en el artículo siguiente, ningún aportante que no sea inversionista institucional podrá poseer, directa o indirectamente, cuotas representativas de más del 35% del patrimonio total del fondo, ya sea en forma individual o en conjunto con sus personas relacionadas o con quienes mantenga un acuerdo de actuación conjunta.

La administradora velará por que el citado porcentaje máximo no sea excedido por colocaciones de cuotas efectuadas por su cuenta y por los agentes indicados en el artículo 41 de la presente ley." ¹⁶

¹⁵ <http://www.icifactbook.org/>

¹⁶ Ley 20712 Chile. <https://www.bcn.cobernanzal/leychile/navegar?idNorma=1057895>

Para el caso de Chile, existe un límite de tenencia de participaciones para inversionistas que no sean institucionales del 35%, para inversionistas institucionales no existe un límite particular quedando definidos dichos aspectos en los reglamentos de los vehículos.

Así las cosas, en la mayor parte de las jurisdicciones comparadas el límite de participaciones está definida por las sociedades administradoras o gestoras en los documentos y mecanismos de información del fondo, de acuerdo con la naturaleza propia de los fondos, sus perfiles de riesgo, activos admisibles, políticas de inversión, necesidades de liquidez, entre otras.

Lo anterior, en línea con el fortalecimiento de los órganos de gobierno como elemento de toma de decisiones y el desarrollo de criterios relacionados con el comportamiento de hombre prudente, lo cual genera nuevos mecanismos y formas de toma de decisión al interior de los instrumentos financieros.

3.4.1. Límite para sociedad administradora o gestor

La posibilidad que la sociedad administradora y/o la gestora puedan invertir en sus fondos administrados o gestionados puede alinear incentivos para una mejora en sus procesos de gestión y desarrollo de sus actividades, sin perjuicio de criterios de profesionalidad que deben cumplir.

En la revisión de diferentes jurisdicciones, Estados Unidos, España y Chile, no se encuentran límites regulatorios para la inversión en los fondos por parte de las sociedades administradoras o gestores, sin embargo, se establece la necesidad de reforzar políticas de revelación de información, gestión de

riesgos y temas de gobernanza y gestión de conflictos de interés.

3.5. Otros aspectos operativos

En el análisis de la regulación de los fondos de inversión colectiva se han revisado otros aspectos de su operación, los cuales se presentarán a continuación:

3.5.1. Fuerza de ventas

Las sociedades administradoras y los distribuidores especializados de los fondos de inversión colectiva, de acuerdo con lo señalado en el Decreto 2555 de 2010, deben cumplir con las disposiciones sobre la realización de la actividad de asesoría en el mercado de capitales al ofrecer las participaciones de los fondos.

Dicha distribución puede realizarse por intermedio de fuerza de ventas, de las sociedades administradoras o de los distribuidores especializados, la cual se compone de sujetos promotores vinculados a dichas entidades.

La norma actual sobre fuerza de ventas no establece la forma de vinculación de los promotores, así las cosas, se propone establecer que esta se podrá realizar directamente con las personas naturales, o indirectamente a través de otras personas jurídicas, cualquiera sea su naturaleza, con la cual se celebre un contrato para estos propósitos.

Dicha aclaración, en aras de que la estructura contractual a través de la cual se gestiona esa fuerza de ventas no sea una limitante para el adecuado cumplimiento de los deberes de asesoría, y con los mitigantes de riesgos que se deben aplicar tanto respecto de personas naturales como jurídicas. En

todo caso deberá precisar que, independientemente del esquema de vinculación de los sujetos promotores, la responsabilidad por el ejercicio de la actividad de distribución de fondos de inversión colectiva y el cumplimiento al deber de asesoría, seguirán siendo responsabilidad de la entidad vigilada.

3.5.2. Cuenta ómnibus – información para fines de supervisión

Con el objetivo de promover transparencia en la gestión y administración de las cuentas ómnibus por parte de los distribuidores especializados (sociedades de administración de fondos de inversión colectiva), se propone que estas deben contar con información separada a la sociedad administradora para fines de supervisión.

La anterior obligación promueve el cumplimiento del principio de segregación que deben cumplir los distribuidores especializados en la gestión de los fondos de inversión colectiva y transparencia para los inversionistas de las cuentas.

La Superintendencia Financiera de Colombia definirá las normas de carácter especial a ser desarrolladas por parte de los distribuidores especializados en el desarrollo de esta obligación.

3.5.3. Entrega de documentos en cuentas ómnibus

En la regulación actual se establece que la sociedad administradora de los fondos de inversión es la encargada de entregar a los inversionistas los documentos relacionados con la gestión del fondo, sin perjuicio de lo anterior, se ha identificado que uno de los mecanismos utilizados para la distribución

del vehículo es la cuenta ómnibus, donde el distribuidor especializado es quien conoce a los inversionistas que participan en dicha cuenta.

En este sentido, se establece la obligatoriedad que los distribuidores especializados de las cuentas ómnibus sean quienes entregan a sus inversionistas los documentos del fondo, esto es el informe de gestión y los extractos.

3.5.4. Consulta universal

Actualmente el Decreto 2555 de 2010, establece que, como alternativa a la realización de asambleas de inversionistas, en el reglamento del fondo de inversión colectiva se podrá establecer que se realizará una consulta escrita a todos los inversionistas del respectivo fondo de inversión colectiva.

La propuesta tiene por objetivo ampliar los medios para la realización de la consulta universal permitiendo el uso de canales o medios electrónicos, siempre y cuando se contemplen en el reglamento del fondo.

3.5.5. Asamblea proceso liquidación

El artículo 3.1.2.2.2 del Decreto 2555 de 2010 establece un procedimiento para la liquidación de los fondos de inversión colectiva, dentro de los cuales se encuentra el informe de finalización de actividades por parte del liquidador, que debe ser presentado a la asamblea de inversionistas del fondo.

La URF propone ajustes operativos y eficiencias a dicho procedimiento, buscando que el liquidador comparta el informe de liquidación, a través de mecanismos electrónicos, a los antiguos inversionistas y demás interesados del fondo.

Lo anterior se da porque dentro del procedimiento de liquidación está la cancelación de las participaciones de los inversionistas y en general del fondo y en esa medida, se dificulta hacer citaciones de asamblea unos inversionistas que ya no tienen vigentes sus títulos.

3.5.6. Medios electrónicos para la citación de asambleas

El segundo inciso de artículo 3.1.5.6.2 del Decreto 2555 de 2010 establece que las convocatorias para las reuniones de la asamblea de inversionistas de los fondos se deberán realizar a través de una publicación en un diario de amplia circulación nacional señalado para el efecto en el reglamento y en el sitio web de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva.

La URF desde hace unos años viene promoviendo mejoras operativas y el uso de tecnología en el sector financiero. Así las cosas, se actualiza dicha normatividad con el objetivo que las convocatorias se puedan realizar mediante el uso de medios electrónicos adicionales al diario de amplia circulación nacional y a la página web de la sociedad administradora.

3.5.7. Autorización de fondos y familias por parte de la SFC

Adicional a las mejoras operativas para la gestión de los fondos de inversión colectiva se considera importante revisar el mecanismo de autorización para la entrada en operación de los fondos por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, con el objetivo de hacer dicho proceso más ágil y expedito.

El artículo 3.1.1.3.2 del Decreto 2555 de 2010 establece que la Superintendencia Financiera de Colombia autorizará previamente las familias de fondos de inversión colectiva, el primer fondo de inversión colectiva perteneciente a cada familia de fondos de inversión colectiva y cada fondo de inversión colectiva que no haga parte de una familia, previa solicitud de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva.

La propuesta busca agilizar dicho procedimiento en el entendido que la Superintendencia Financiera de Colombia autorizará la primera familia de fondos o el primer fondo de las nuevas sociedades administradoras que quieran desarrollar la actividad de gestión de fondos.

Las sociedades administradoras que ya tengan experiencia (hayan administrado o se encuentren administrando por lo menos un fondo de inversión colectiva) en el desarrollo de la actividad de gestión de fondos no deberán solicitar autorización cuando creen nuevos fondos o nuevas familias de fondos.

Los fondos que inicien actividades deberán cumplir con todos los requerimientos de supervisión, reportería y revelación de información que solicita la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.6. Arbitrajes regulatorios entre fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado

La industria señala que la amplitud del campo de acción de los fondos de capital privado junto con los requisitos de entrada para los inversionistas, así como el régimen de revelación de información a los inversionistas puede haber creado ventajas artificiales

para la estructuración de este tipo de vehículos respecto a fondos de inversión colectiva.

Lo anterior es particularmente relevante para el desarrollo del sector inmobiliario puesto que el marco regulatorio actual dispone de la figura de fondos de inversión colectiva inmobiliarios – FICI que pueden estar listados en bolsa o no y fondos de capital privado - FCP. Los dos vehículos comparten la lista de activos admisibles establecida en el Artículo 3.5.1.1.2 del Decreto 2555 y la diferencia en este aspecto es que para los FICI se exige una participación mínima de 75% de sus activos en las alternativas de la lista, mientras que en el caso de los FCP se establece que se puede destinar hasta el 100% de los recursos del patrimonio en las inversiones de la lista.

De acuerdo con la información proporcionada por la industria los dos tipos de instrumentos están siendo vehículo de acceso por parte de los mismos inversionistas, a saber: clientes inversionistas que en gran parte son personas naturales, partícipes corporativos e inversionistas institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras locales.

La explicación de este fenómeno es que el Decreto 1291 de 2020 modificó el límite para la participación en fondos de capital privado de un mínimo de 600 salarios mínimos a una visión de protección al inversionista con un límite máximo de participación máximo del 20% de lo que resulte mayor entre el patrimonio o el ingreso anual del interesado, persiguiendo el objetivo de ampliar las alternativas de inversión para los clientes inversionistas y, de otro lado, fortalecer los mecanismos de financiación de empresas que generalmente no tienen acceso al crédito en el mercado financiero intermediado que

son objeto de inversión de los fondos de capital privado.

Ahora bien, como se evidencia en la tabla presentada a continuación, existen diferencias sustanciales entre los FICI y FCP en términos de dos aspectos, el primero siendo la activación del derecho de retiro ante modificaciones de las condiciones del vehículo y la aplicación de la asesoría completa para la vinculación de los inversionistas.

Comparación aspectos regulatorios FICI - FCP

	FICI	FICI listado	FCP
Derecho de retiro	Si	Si	No
Límites	<ul style="list-style-type: none"> Límite por inversionista 60% Límite participación gestor 15% Inversión en “vinculadas” a la SA o GE 10% Repos y simultáneas (a) 30% 	<ul style="list-style-type: none"> Límite por inversionista 60% Límite participación gestor 15% Inversión en “vinculadas” a la SA o GE 10% Repos y simultáneas (a) 30% 	<ul style="list-style-type: none"> Mínimo 2 inversionistas Inversión en “vinculadas” a la SA o GE 10% Compras de activos de vinculados a la SA o al GP 25%
Revelación de información	<ul style="list-style-type: none"> Reglamento Prospecto Ficha Técnica Rendición de cuentas EEFF 	<ul style="list-style-type: none"> Reglamento Prospecto Ficha Técnica Rendición de cuentas EEFF Revelación de información de los emisores de valores Información relevante 	<ul style="list-style-type: none"> Reglamento Rendición de cuentas
Asesoría D661/18	Si	Si	No

De otro lado, se resalta que, en términos de la revelación de información, los fondos de inversión colectiva inmobiliarios hoy deben cumplir con las disposiciones naturales de los FIC y lo establecido para los emisores de valores.

Al ejecutar el proceso de revisión de regulación comparada se encuentra que los fondos inmobiliarios en el mercado global y de manera general pueden clasificarse por criterios como la naturaleza de la participación, es decir, pueden ser de deuda o de *equity*; son listados o no; abiertos o cerrados; y pueden contar con plazos limitados o no.

En relación con el mercado objetivo de cada uno de los vehículos, en Estados Unidos se exige que la participación de los clientes no acreditados que son en gran parte personas naturales solo pueda darse a través de productos de gestores vigilados, lo que se define por su nivel de activos bajo administración y en el caso de ofertas privadas le genera unas condiciones de información particulares.

Por su parte la regulación para fondos alternativos en Europa permite la participación de la clasificación de clientes minoristas a cualquier producto siempre que la recomendación de inversión resulte de la aplicación del *test* de idoneidad y conveniencia e impone obligaciones a los gestores sobre la información a entregar a los inversionistas de cada vehículo.

3.7. Otras disposiciones en materia de titularización

El mercado de capitales en Colombia cuenta con una variedad de instrumentos de financiación, ahorro e inversión y transformación de riesgos adicionales a los FIC, tal como la titularización de activos. En esta propuesta normativa se incluyen aspectos que buscan promover eficiencias en la estructuración de sus emisiones en dos aspectos particulares: la denominación de las emisiones y plazos de los libros de oferta.

3.7.1. Denominación de las emisiones de titularización hipotecaria

La titularización hipotecaria es un instrumento que ha promovido el fondeo y profundización de los mecanismos de financiamiento de vivienda en el

país. La regulación permite el empaquetamiento de créditos de vivienda denominados en pesos y en unidades de valor real – UVR en titularizaciones hipotecarias.

En los últimos años, la composición de los desembolsos para financiación de vivienda ha venido migrando a créditos denominados en pesos¹⁷ y en menor medida créditos denominados en UVR, lo cual impacta de manera directa las denominaciones de los vehículos del mercado de capitales que tienen dicho activo subyacente como base de sus flujos de caja, en esa medida la mayor parte de las nuevas emisiones se asocian a denominación en pesos y en menor medida en UVR.

La propuesta busca eficiencias en la estructuración de las titularizaciones, así como poner a disposiciones de los inversionistas activos acordes a sus perfiles de riesgo y, por último, medidas de cobertura adicionales para mitigar riesgos de descalce entre activos.

Siguiendo dichos objetivos la propuesta permite que en la estructuración de la titularización la denominación del activo resultante no tenga que guardar correspondencia uno a uno con el activo subyacente, lo que permitirá promover el apetito de los inversionistas por papeles a su medida o acorde a momento específicos del mercado o de la disponibilidad de cartera en una de esas denominaciones. En este caso, en la estructuración del producto se deben incluir garantías o coberturas adicionales que mitiguen los probables riesgos de descalce entre los activos.

¹⁷ De acuerdo con la información del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas - DANE para el tercer trimestre del 2022 del saldo total de la cartera hipotecaria, el 19.7% se encuentra denominada en UVR y el restante 80.3% en pesos.

De la misma manera, se permite que en la estructuración de las titularizaciones se tengan tramos en diferentes denominaciones, con lo que se busca promover el mercado del producto y el apetito para diferentes inversionistas.

3.7.2. libro de ofertas

Dentro de los mecanismos existente en el Decreto 2555 de 2010 para desarrollar ofertas públicas de valores se cuenta con la construcción del libro de ofertas, el cual consiste en el procedimiento en el que un emisor puede determinar el precio, la distribución y asignación de los valores a emitir y el tamaño de la emisión, ya sea directamente o por intermedio de un tercero, a través del mercadeo, la promoción preliminar de los valores y la recepción y registro de órdenes de demanda en un libro de ofertas.

El libro de oferta es un mecanismo usual para construir ofertas públicas en mercados internacionales, ya que permite que los inversionistas comuniquen al emisor su apetito por los valores y el precio dispuesto a pagar. Para los emisores, el libro de oferta les permite contar con un estudio de mercadeo previo a realizar la asignación y colocación de los valores.¹⁸

La normatividad actual para el caso de procesos de titularización con inscripción automática establece que el agente de manejo podrá utilizar el mecanismo de construcción del libro de ofertas y deberá presentar el prospecto de información utilizado para el mercadeo y promoción de dichos valores y la demás información necesaria para que se dé la autorización automática de la oferta pública, dentro

¹⁸ Cabal, Herrera, Solano. “Construcción del libro de ofertas en el mercado de valores en Colombia, teoría o realidad” Tesis – Pontificia Universidad Javeriana.

de los cinco (5) días hábiles anteriores al proceso de asignación y distribución de la oferta.

En esta medida, contar con un plazo tan corto puede restringir la posibilidad del emisor de ajustarse a las condiciones de mercado y adelantar el proceso de oferta.

Así las cosas, se busca promover nuevas emisiones de titularizaciones facilitando la construcción del libro de ofertas en estos activos en línea con los plazos de otros valores.

3.7.3. Actualización del capital mínimo de las sociedades titularizadoras

Las normas vigentes establecen que las sociedades titularizadoras de activos hipotecarios de objeto exclusivo, cuya actividad principal consista en estructurar, administrar y emitir títulos, en los términos previstos por la Ley 546 de 1999, deberán acreditar ante la Superintendencia Financiera de Colombia un capital mínimo de por lo menos sesenta y cinco mil setecientos setenta y cinco millones de pesos (\$65.775.000.000), para efectos de obtener la autorización de la oferta pública de los valores que se emitan en desarrollo de procesos de titularización hipotecaria.

Sobre el particular es pertinente tener en cuenta que, en la actualidad el capital mínimo de las sociedades titularizadoras de activos hipotecarios se encuentra definido en el artículo 2.21.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010. Dicho capital mínimo fue definido por medio del artículo 3 del Decreto 3760 de 2008, el cual fue incorporado posteriormente en la compilación realizada en el Decreto 2555 de 2010.

El mencionado artículo 3 del Decreto 3760 de 2008 determinó el capital mínimo de las sociedades de titularización de activos hipotecarios en los términos previamente descritos, lo cual se realizó con base en la facultad establecida el inciso final del numeral 1 del párrafo 3° del artículo 75 de la Ley 964 de 2005.

Dicha disposición facultó al gobierno nacional para que por una sola vez fijara el capital mínimo de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de valores, cuando dicho capital no estuviera determinado en la ley. Lo cual implica que dicho capital no puede ser modificado vía decreto.

Este capital mínimo de las sociedades titularizadoras se ha venido actualizando con el IPC de acuerdo con la norma vigente y a la fecha el monto asciende a \$127.244,53 millones.

La propuesta de modificación tiene como base ajustar únicamente la metodología de actualización del capital mínimo teniendo en consideración la naturaleza y riesgos de la sociedad titularizadora como gestor de portafolios.

Las sociedades titularizadoras tienen como modelo de negocio el empaquetamiento de activos financieros en unas universalidades, las cuales transforman dichos activos en valores para ser negociados en los mercados financieros.

Las titularizaciones son mecanismos autónomos y autofinanciados, en los que el flujo de caja de los activos subyacentes sirve para el pago de las obligaciones del vehículo. En este sentido el patrimonio de la sociedad titularizadora no responde

por pérdidas o recibe utilidades de los procesos desarrollados.

Adicionalmente es importante mencionar que las sociedades titularizadoras cuentan con requerimientos prudenciales relacionados con la determinación del patrimonio técnico y del patrimonio adecuado, lo anterior para que dichas entidades puedan desarrollar sus actividades y respondan a pérdidas inesperadas sin comprometer su estabilidad y cumplimiento de las obligaciones.

Revisando experiencia internacional sobre el capital mínimo de las sociedades titularizadoras se encuentra lo siguiente:

En Perú¹⁹ el capital mínimo de las sociedades titularizadoras es de US\$450.000, que debe ser suscrito y pagado antes de dar inicio a sus actividades.

El capital mínimo se incrementa en función al número y monto de los patrimonios sobre los que ejerza el dominio así:

- 0,5% del valor total de los activos de todos los patrimonios dominio sujetos a su dominio; o,
- 0,05% del valor total de los activos de todos los patrimonios sujetos a su dominio más una garantía 0,5% del valor total de los activos de todos los patrimonios dominio que administra.

En Chile el capital mínimo requerido de las sociedades es de diez mil unidades de fomento, cercano a los trescientos mil dólares.

¹⁹<http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/03/OmarGutierrez.pdf>

En España se solicita un capital inicial de un millón de euros para el desarrollo de la sociedad.

3.8. Procedimiento para listamiento de títulos en los sistemas de cotización de valores del extranjero

El artículo 2.15.6.1.6 del Decreto 2555 de 2010 establece que “La solicitud de listado de valores del extranjero ante el administrador del respectivo sistema se realizará, de manera exclusiva, por una sociedad comisionista de bolsa”. Sobre el particular, la industria ha llamado la atención sobre la necesidad de alinear la regulación con las prácticas internacionales con el objetivo de ampliar la oferta de oportunidades de inversión en el mercado local.

Países de la región como Chile, Perú y México han realizado modificaciones recientes en su marco normativo para permitir que en los espacios al sistema de cotización de valores del extranjero el patrocinio de listado de los títulos pueda ser ejecutado por entidades diferentes a las comisionistas de bolsa.

En el caso de Perú, en 2016 y después de más de una década de tener crecimiento moderado en el mercado de cotización de valores extranjeros se decidió que las Corredoras de Bolsa listen los valores internacionales de su interés y la Bolsa de Valores realice el listado de valores demandados por el mercado.

En México por su parte, en 2017 se realizaron las modificaciones normativas para deshabilitar la necesidad de un patrocinio en el listamiento de valores en el Sistema Internacional de Cotizaciones y se abrió la posibilidad de que otros actores como

casas de bolsa, instituciones de crédito bolsas de valores puedan listar los títulos.

Por último, en el caso chileno en 2013 se realizaron los ajustes necesarios para permitir que el patrocinio necesario para listar valores en mercado de valores extranjeros (MVE) se ampliara a las bolsas de valores nacionales, los intermediarios de valores inscritos en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores y las administradoras de fondos mutuos, administradoras de fondos de inversión y administradoras generales de fondos, fiscalizadas por la CMF.

4. Alternativas regulatorias

De acuerdo con las anteriores secciones en las cuales se ha buscado identificar la problemática actual de los fondos de inversión colectiva, la situación actual y una revisión de la normatividad de otras jurisdicciones sobre el particular, con el objetivo de identificar alternativas para ser propuestas en el país, a continuación se presentan alternativas regulatorias tales como mantener la normativa actual o promover ajustes buscando eficiencias y un mayor uso del instrumento financiero como mecanismo de ahorro e inversión.

4.1. Mantener las normas actuales

Como fue señalado en la sección de contexto local, la industria de fondos de inversión colectiva tiene dos propósitos fundamentales: el primero el de transformador eficiente de ahorro en inversión y de otro lado la canalización de excedentes de capital al aparato productivo.

El cumplimiento de estos objetivos puede verse limitado por el crecimiento de los recursos administrados en los fondos que como puede observarse en la gráfica a continuación, han enfrentado retos para recuperar la senda positiva que se dio desde 2011 hasta marzo de 2020 y que se terminó por los retiros masivos que se dieron por los efectos de la pandemia de COVID 19 en el país.

Al cierre del tercer trimestre de 2022, los recursos totales de los fondos de inversión colectiva ascendían a \$90,41 billones mientras que, en diciembre de 2019 alcanzaban 93,2 billones. A pesar del repunte que se presentó a cierre de 2020, cuando los AuM fueron de \$109,55 billones, los aportes de las personas jurídicas y fideicomisos en los FIC empezaron a presentar tasas de crecimiento negativas trimestrales de hasta dos dígitos, comportamiento que se replica para el caso de las personas naturales, aunque en menor proporción.

De otro lado, en términos de la composición del portafolio de inversiones de los fondos de inversión colectiva que se mostró en la Gráfica 2, se evidencia baja diversificación aducida principalmente a la similitud de estrategias de inversión de una gran proporción de los vehículos disponibles en el mercado, de la que se cuestiona particularmente la participación de certificados de depósito a término.

Si bien la situación descrita tiene como origen diferentes factores como el entorno macroeconómico y político del país, se considera que la promoción del desarrollo del mercado a través de las actualizaciones normativas puede generar los incentivos adecuados para que la industria pueda potenciar su crecimiento en el mediano plazo.²⁰

²⁰ De Mello et al (2012), Levine (2012) y Zetzsche et al (2017).

4.2. Propuestas de modificación a las normas vigentes

4.2.1. Apalancamiento

Teniendo en cuenta la evolución de la industria y su potencial futuro como transformador del ahorro de los hogares en inversión para el sector productivo, se propone adoptar el estándar internacional de ampliar la posibilidad de apalancamiento para todos los fondos de inversión colectiva, siempre que las sociedades administradoras revelen los riesgos de las operaciones de naturaleza apalancada sobre la rentabilidad de los partícipes de los vehículos aunque se conservará la regla para que estas operaciones estén limitadas al patrimonio del fondo.

La primera propuesta regulatoria incluía la eliminación de: i) la obligatoriedad de denominación del fondo como apalancado y; ii) el límite de inversión mínima en fondos de inversión colectiva que realicen operaciones de naturaleza apalancada. Esto último teniendo en cuenta que el mecanismo de protección al inversionista por monto de exposición ha sido eliminado para otros vehículos de inversión como fondos de capital privado (Decreto 1291 de 2020) considerando el papel de la actividad de asesoría y el análisis de idoneidad entre producto e inversionista cumpla con esta función.

Adicionalmente, con el fin de evitar los arbitrajes entre alternativas de financiamiento, particularmente para los fondos de inversión colectiva inmobiliarios, se aclara que el límite para las operaciones de naturaleza apalancada

será igual a aquellas de endeudamiento (crédito, leasing, etc).

Como última modificación en el frente de apalancamiento, con el fin de generar los incentivos regulatorios adecuados para la diversificación en términos de las operaciones de derivados y siguiendo el estándar internacional, se propone modificar el numeral 3 del Artículo 3.1.1.4.6. para migrar de la obligación de mantener un depósito a la vista por el valor de la exposición a un estándar de gobierno como el establecido por la más reciente modificación de la SEC respecto a los derivados de vehículos colectivos (fondos mutuos, ETF y closed ended funds), según el cual además del límite agregado a las operaciones de este tipo, se les pide a las administradoras establecer criterios de gestión de riesgos y revelación de información sobre esta a los inversionistas.

Sobre la primera propuesta se recibió el comentario sobre la necesidad de mantener la lista de operaciones de naturaleza apalancada. Al respecto y teniendo en cuenta que el listado taxativo no es necesariamente una práctica internacional, que la regulación financiera ha migrado a la aplicación del principio de hombre prudente y en aras de generar la optimización y simplificación de la regulación, en esta versión se modifica el Artículo 3.1.1.5.1. del Decreto 2555 para eliminar la lista de lo que se consideran actualmente operaciones de naturaleza apalancada.

4.2.2. Condiciones para la negociación de unidades de participación en el escenario de renta variable

Como se mencionó en la sección 3.2, el traslado de las unidades de participación de fondos de inversión colectiva listados en bolsa a la rueda de renta variable implica que se armonicen algunos requisitos regulatorios para la correcta formación de precios de los activos que participan de este escenario.

Atendiendo a las observaciones realizadas por la industria y la Superintendencia Financiera de Colombia, se analizaron los siguientes aspectos:

4.2.2.1 Inscripción automática y aplicabilidad de los programas de formadores de liquidez

Frente a estos aspectos no se considera necesario realizar modificaciones normativas puesto que según el Artículo 5.2.2.1.3 del Decreto 2555 de 2010 establece que “Se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) los valores que emitan los fondos bursátiles y los Fondos de Inversión Colectiva cerrados que así lo establezcan en su reglamento, así como autorizada su oferta pública, una vez la Superintendencia Financiera de Colombia autorice su constitución y el reglamento respectivo”.

De otro lado, sobre el alcance de los programas de formadores de liquidez, el Artículo 2.9.17.1.2

del Decreto 2555 de 2010 señala que “podrán ser objeto de negociación por parte de los formadores de liquidez del mercado de valores, los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en los sistemas de negociación de valores o listados en sistemas de cotización de valores del extranjero”.

Teniendo en cuenta que las unidades de participación que transan en bolsa se entienden inscritos en el RNVE cuando tengan la autorización de la SFC para ello, y una vez este proceso sea surtido, la unidad es susceptible de ser negociada por formadores de liquidez.

4.2.2.2 Análogo a fecha ex dividendo

Con el fin de armonizar la formación de precios de las unidades de participación que cotizan en bolsa al proceso que actualmente se da para las acciones, particularmente en los periodos en los que se acercan distribuciones de manera análoga a los dividendos, se propuso en la primera versión a comentarios ampliar los activos que se relacionan en el Artículo 2.23.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010 para incluir valores participativos de los fondos de inversión colectivos, así como la referencia a distribuciones en lugar de dividendos.

No obstante, teniendo en cuenta que los comentarios de la industria a la primera versión del proyecto de norma se llamó la atención sobre la diferencia de implicaciones tributarias entre dividendos y distribuciones de fondos de inversión colectiva se incluye en esta versión un artículo que hace alusión exclusiva al último caso.

4.2.2.3 Readquisición de valores emitidos

Considerando que la regulación de readquisición de acciones no hace parte del alcance del Decreto 2555 de 2010 y que en este marco normativo existen disposiciones específicas para los emisores de valores que realicen esta operación en términos de requerimientos de información, es necesario habilitar a los fondos de inversión colectiva cerrados para que recompren sus unidades de participación, adoptando los estándares internacionales, se propusieron en la primera versión a comentarios las siguientes condiciones:

- a. El precio al que se realice la readquisición no supere el menor valor entre el precio de mercado, si lo hubiere, o el valor de la unidad al momento de la compra.
- b. El cumplimiento de los requerimientos del numeral 5.7 del Artículo 5.2.4.3.1. del Decreto 2555 de 2010, sobre revelación y presentación de información.
- c. Las operaciones solo se podrán hacer con los recursos líquidos del fondo.
- d. Viabilidad previa de la operación en los reglamentos del fondo.
- e. El fondo no podrá adquirir unidades de participación en posesión de la sociedad administradora, matriz, subordinadas de esta, sus directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, salvo que ellas se adquieran en un proceso de oferta pública.
- f. Las operaciones de readquisición diarias de unidades de participación no pueden ser superiores al 1% del patrimonio del fondo y una

vez se ejecute la operación de adquisición, las unidades deberán ser destruidas.

g. Establecimiento de políticas de gestión de activos para la realización de la operación.

Los comentarios recibidos sobre la propuesta inicial se concentraron en tres líneas generales: i) la necesidad de aclarar si el mecanismo abarca a todos los fondos de inversión colectiva cerrados; ii) establecer de manera clara las diferencias del procedimiento entre los fondos listados y no listados; y iii) tener en cuenta para la determinación del requisito de precio la coyuntura actual de las diferencias de valoración para los fondos de inversión colectiva listados al considerarse el valor patrimonial (NAV), el de mercado (resultante de aplicar las metodologías establecidas en la CBJ) y el generado en las transacciones del mercado secundario.

Atendiendo a los comentarios recibidos, la segunda versión de la propuesta regulatoria aclaró que la operación de readquisición de participaciones estaría habilitada para todos los fondos de inversión colectiva cerrados siempre y cuando se ejecuten en el marco del trato igualitario a los inversionistas y transparencia.

Igualmente, para toda operación de readquisición se requiere que esté explícitamente establecida en el reglamento del fondo, la aprobación del comité de inversiones en cada una de las oportunidades en la que se vaya a ejecutar, y se mantienen las condiciones de información, políticas de administración de riesgos, fuentes de recursos, un límite máximo de operaciones anuales del 10% de las unidades del fondo (patrimonio total), y destrucción de

unidades contempladas en la primera versión disponible para comentarios al público.

De otro lado, considerando que la operación de readquisición tanto para los fondos listados como no listados se deben estar enmarcadas en criterios que garanticen la no distorsión de los precios del activo, se hacen las siguientes distinciones.

En el caso de los fondos listados, teniendo en cuenta que se busca homologar condiciones de negociación y operación respecto a los demás títulos de participación, se establece que las operaciones de readquisición se podrán ejecutar cumpliendo las condiciones que el sistema de negociación de valores en el que se encuentra listada la participación imparta en la materia.

Así, y de acuerdo con la reforma realizada a los Artículos 3.9.3.1 y 3.9.3.2 de la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia en mayo del año en curso, en términos de precio establece: “El precio de cada orden no podrá exceder el mayor valor entre: i) el precio más bajo de las órdenes de venta vigentes al momento de ingresar la orden, o ii) el último precio de negociación registrado en Bolsa y que haya marcado precio”. Lo anterior permite que el precio de la transacción se fije dentro del rango que refleja el apetito sobre la unidad de participación en el escenario de negociación.

Respecto a los límites en cantidades con el fin de no permitir distorsiones al mercado el reglamento citado señala que “El monto de las operaciones realizadas en un mismo día no podrá ser superior al 25% del volumen promedio diario de negociación en la Bolsa en las últimas noventa

(90) jornadas de negociación”. Adicionalmente, establece que además de los requisitos de aprobación de los órganos de gobierno corporativo del emisor, ninguna orden de readquisición se podrá ingresar dentro de los 15 días calendario previos a la publicación de la información financiera trimestral y/o anual.

Para el caso de los fondos no listados, considerando tanto los principios y condiciones generales de las operaciones de readquisición como los referentes internacionales mencionados en la sección 3.2 y los comentarios acuñados sobre la versión inicial de la propuesta normativa, se generaron los siguientes requerimientos en la segunda versión del proyecto de decreto:

El precio para la readquisición no podrá superar el mínimo entre: i) Valor patrimonial que corresponde a la metodología prevista en la Sección 6.5 del Reglamento; ii) Valor de mercado que corresponde a la aplicación de las metodologías de valoración previstas en la Circular Básica Contable y Financiera; y iii) valor de la última transacción realizada en el mercado secundario. En todo caso y de cara al mecanismo de la formación de precio es explícito en la propuesta que se debe dar en el marco del mecanismo objetivo de la construcción del libro de ofertas en los términos del Título 2 del Libro 2 de la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010.

4.2.3. Derecho de retiro

La propuesta permite dar claridad sobre los eventos en los cuales existe afectación de los derechos económicos de las participaciones de los inversionistas y se activa el derecho de retiro

del fondo, esto es cuando hay afectaciones que terminen impactando de manera negativa los derechos de los partícipes del fondo.

Así mismo, por las características propias de los fondos abiertos sin pacto de permanencia se precisa que los inversionistas pueden salir en cualquier momento y en esa medida no les aplica dicho derecho.

Los fondos cerrados y abiertos con pacto de permanencia tendrán derecho de retiro cuando se presenten estas reformas que terminen afectando negativamente a los inversionistas o cambios estructurales al vehículo.

Los órganos directivos y en especial las Juntas Directivas de las sociedades administradoras tendrán un papel más activo en la calificación de las modificaciones de los reglamentos que generen afectaciones negativas a los derechos patrimoniales de los inversionistas.

Adicionalmente se están ampliando los canales para informar a los inversionistas de las modificaciones a los reglamentos de los fondos, permitiendo la utilización de medios electrónicos, correo electrónico, internet, entre otras.

4.2.4. Límites

La propuesta realiza una modificación al esquema de determinación de los límites máximos de participación de los inversionistas para los fondos de inversión colectiva abiertos y cerrados, pasando de un límite definido en decreto a uno que se establece en los reglamentos del vehículo de acuerdo con las

condiciones propias, tales como las características de los activos admisibles, políticas de inversión, tipos de inversionistas, entre otras.

4.2.5. Aspectos operativos

En aspectos operativos de los fondos de inversión colectiva se realizan reformas a la forma de vinculación de la fuerza de ventas y la obligatoriedad de contar con contabilidad separada en las cuentas ómnibus.

a. Fuerza de ventas: se da claridad sobre las diferentes formas de vinculación de los sujetos promotores a las sociedades administradoras o distribuidores especializados y el cumplimiento de la actividad de asesoría en la comercialización de fondos de inversión colectiva.

b. Información de las cuentas Ómnibus: se precisa que los distribuidores especializados que desarrollen su actividad mediante cuentas ómnibus, deben contar con unos marcos especiales de información acordes con su objeto y función económica

c. Entrega de documentos a los inversionistas de las cuentas ómnibus. La propuesta establece que los distribuidores especializados sean quienes entregan a sus inversionistas los documentos del fondo, esto es el informe de gestión y los extractos.

d. Consulta universal. La propuesta amplia los medios para la realización de la consulta universal permitiendo el uso de canales o medios electrónicos, siempre y cuando se contemplen en el reglamento del fondo.

e. Presentación del informe final del proceso de liquidación del FIC. Se propone que el liquidador del fondo comparta el informe de liquidación, a través de mecanismos electrónicos, a los antiguos inversionistas y demás interesados del fondo. No se cita a la asamblea ya que en este momento se han cancelado las participaciones de los inversionistas.

f. Medios para la citación de asambleas. La URF desde hace unos años viene promoviendo mejoras operativas y el uso de tecnología en el sector financiero. Así las cosas, se actualiza dicha normatividad con el objetivo que las convocatorias se puedan realizar mediante el uso de medios electrónicos adicionales al diario de amplia circulación nacional y a la página web de la sociedad administradora.

g. Autorización de constitución de fondos. La propuesta plantea que la Superintendencia Financiera de Colombia autorizará la primera familia de fondos o el primer fondo de las nuevas sociedades administradoras que quieran desarrollar la actividad de gestión de fondos. Las sociedades administradoras que ya tengan experiencia (haya o se encuentren administrando fondos de inversión colectiva) en el desarrollo de la actividad de gestión de fondos no deberán solicitar autorización cuando creen nuevos fondos o nuevas familias de fondos.

4.2.6. Arbitrajes regulatorios entre fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado

Si bien los objetivos de política pública relacionados con estos productos propenden por

la democratización de las oportunidades de inversión y la canalización de recursos al aparato productivo, es esencial garantizar simultánea la adecuada protección al inversionista. Debido a esto y observando que la modificación realizada en el límite de participación a través del Decreto 1291 de 2020 ha incentivado la participación de clientes inversionistas, se considera necesario fortalecer las condiciones de protección a este tipo de participantes a través de la aplicación del deber de asesoría que se deberá cumplir de conformidad con lo previsto en el Libro 40 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

En todo caso y de acuerdo con los comentarios recibidos a la primera versión de la modificación a estas disposiciones se aclaró en la segunda versión del proyecto de decreto que el deber de asesoría está en cabeza de las sociedades administradoras del fondo de capital privado, conforme a lo dispuesto en el Artículo 2.40.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y se aplica en la etapa de vinculación del inversionista al vehículo.

4.2.7. Titularización

En relación con la titularización hipotecaria se promueven reformas encaminadas a dinamizar el vehículo facilitando la estructuración de productos, eliminando arbitraje en la conformación del libro de oferta y en la asignación de los valores, así como un ajuste en el mecanismo de actualización del capital mínimo.

4.2.7.1 Denominación del proceso y de los activos subyacentes

La propuesta tiene por objetivo permitir que la denominación del título no sea la misma del activo subyacente, caso en el cual se deben establecer mecanismos de cobertura que mitiguen los riesgos de descalce entre activos. Así las cosas, se promueven emisiones de acuerdo con los requerimientos de mercado y de los inversionistas y se responde a las características de los créditos de vivienda, los cuales se han movido hacia tasas fijas y no en pesos.

En cuanto a las coberturas y garantías adicionales, esta disposición se relaciona con lo definido en el 5.6.10.1.2 del Decreto 2555 de 2010, en el cual se establece que dentro del contenido del reglamento de emisión se deben incluir los diferentes mecanismos de cobertura y garantías, que promuevan la seguridad del vehículo y el cumplimiento de las obligaciones suscritas.

Así mismo en el artículo 5.6.10.2.10 se establece que el emisor de títulos hipotecarios podrá prever o incorporar en sus procesos de titularización, los mecanismos de cobertura que se consideren necesarios para mitigar los riesgos propios de las emisiones que realicen, en este sentido si en la estructuración se definen nuevos riesgos, por descalce en la denominación de los activos, estos deberán ser mitigados por medio de los mecanismos correspondientes.

Adicionalmente, la Superintendencia Financiera de Colombia previo a la autorización de inscripción de la emisión en el RNVE verifica el

cumplimiento de los requisitos y documentación del prospecto de emisión y del reglamento de la titularización hipotecaria.

Así mismo, las sociedades titularizadoras de activos hipotecarios deberán suministrar completa y oportuna información al mercado sobre los riesgos que asumen los inversionistas en sus emisiones y sus políticas de gestión de riesgo, lo cual incluye su nivel de suficiencia de capital frente a su exposición, todo ello con el fin de propender por una adecuada transparencia y revelación al mercado.

4.2.7.2 Libro de oferta

De la misma manera, se promueve el uso del libro de ofertas para la promoción y colocación de titularizaciones, eliminando el plazo actual de 5 días entre la construcción y asignación de los títulos.

Con lo anterior se eliminan posibles arbitrajes regulatorios entre instrumentos financieros y se permite que la titularizadora realice el proceso en momentos del mercado acordes con las condiciones de la emisión.

4.2.7.3 Capital mínimo

El último tema regulatorio que se ajusta se relaciona con la metodología de actualización del capital mínimo de las sociedades titularizadoras permitiendo que esta se ajuste de acuerdo con los activos bajos administración de la sociedad.

Lo anterior busca que el capital mínimo responda a los riesgos propios de la sociedad titularizadora como gestora de recursos, y a la experiencia

internacional, donde los capitales son menores y las actualizaciones de estos se realizan en función de los activos gestionados.

Igualmente, se debe señalar que las sociedades titularizadoras cuentan con regulación prudencial en materia de patrimonio técnico y adecuado. En este último, se recogen los riesgos propios de la sociedad como lo son: mercado y crédito.

Así mismo, es importante mencionar que los procesos de titularización se basan en la creación de estructuras autónomas, con activos que generan flujos de caja, segregados de la sociedad administradora y en esta medida, esta última no responde por pérdidas de las estructuras, ni riesgos de crédito de los activos de la titularización.

Así las cosas, la propuesta puntual permite mantener el capital mínimo constituido por las sociedades titularizadoras hasta el año 2024 y se volverá a actualizar en el momento que el 1% de los activos bajo administración sean superiores a este nivel de capital.

4.2.8. Procedimiento para listamiento de títulos en los sistemas de cotización de valores del extranjero

Entre los objetivos de política se encuentran el fortalecimiento de los distintos segmentos del mercado de capitales²¹ y diversificar las

²¹ Bases del PND 2022-2026 | Transformación productiva, internacionalización y acción climática. Banca de desarrollo e instrumentos alternativos de financiamiento para la reindustrialización

oportunidades de inversión a las que tienen acceso los agentes del mercado local.

Teniendo en cuenta que el sistema de cotización de valores del extranjero le permite a inversionistas profesionales y clientes inversionistas acceder a valores no listados en el mercado local y con exposición a mercados internacionales a través de agentes de la intermediación, se considera apropiado habilitar mecanismos que permitan ampliar la oferta de oportunidades de inversión.

De acuerdo con la revisión de referentes de otras jurisdicciones de la región presentada en la sección 3.8 se habilita a los administradores de los sistemas de negociación de valores para listar valores en los sistemas de cotización de valores del extranjero. No obstante, la propuesta normativa en su segunda versión a comentarios del público incluyó en el artículo 2 la precisión de que, en este caso los administradores de los sistemas de negociación cumplirán con las obligaciones establecidas para sociedades comisionistas de bolsa cuando estos solicitan el listamiento de un valor en el escenario mencionado.

5. Comentarios segunda ronda y propuestas finales

El proyecto de decreto tuvo dos procesos comentarios del público en los canales dispuestos para ello. La segunda socialización se realizó entre el 10 y el 25 de noviembre, plazo en el cual se recibieron 70 comentarios de 10 entidades, de los cuales se acogieron 24 (14 asociados con

temas de forma como: aclaraciones en redacción, modificación en títulos o encabezados de artículos y los restantes 10 relacionados con el espíritu de los artículos contenidos en el proyecto de decreto), los restantes 40 comentarios no se acogieron, ya que incluían temas que excedían el objeto del proyecto, pero que en todo caso se tienen como referencias en proyecciones futuras, o aspectos que no se consideraron procedentes.

Se destaca que los artículos del proyecto de decreto sobre titularización no recibieron comentarios del público. A continuación, se tratarán las observaciones de fondo por cada uno de los temas que se recibieron en el segundo proceso de comentarios, así como las iniciativas contenidas en la norma a expedir.

5.1. Apalancamiento de los FIC

Sobre las propuestas contenidas en el proyecto de decreto relacionadas con apalancamiento se recibieron los siguientes comentarios:

- a) Solicitud para excluir las emisiones de bonos de los fondos de las operaciones de naturaleza apalancada. Al respecto, se destaca que la propuesta normativa migra de una lista de transacciones consideradas como apalancadas a un principio con una definición de apalancamiento que se ajusta a los estándares internacionales. Por lo anterior, se considera improcedente ampliar la lista de excepciones a lo que se establece como apalancamiento para los vehículos.

La aprobación de la modificación del reglamento del fondo de inversión colectiva para incluir la posibilidad de emitir bonos corresponde según la propuesta normativa a la junta directiva de la sociedad administradora, así como como la decisión de si esta modificación genera afectaciones negativas sobre los derechos económicos de los participantes del fondo, por lo que se considere necesario activar el derecho de retiro de quienes así lo manifiesten. Como se ha mencionado en otras secciones del documento, la tendencia regulatoria ha sido fortalecer el gobierno corporativo de las entidades, por lo que no se acoge la observación recibida respecto de la mención expresa en la regulación de que las emisiones de bonos no deriven en la activación del derecho de retiro.

- b) En un segundo frente, dentro de los comentarios recibidos se llamó la atención sobre la diferencia de límites de apalancamiento establecidos para fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado.

Si bien la propuesta normativa tiene dentro sus objetivos fundamentales la reducción de arbitrajes regulatorios entre productos que tienen en el mercado una función económica similar, es importante también reconocer que los vehículos contemplados en la regulación para la inversión existen para diferenciar los niveles de riesgo a asumir según la tesis de inversión.

Las estrategias de inversión en fondos de capital privado son de naturaleza variada y es por esta razón que requieren el grado de flexibilidad reconocido en la regulación vigente. El comentario particularmente compara los fondos de inversión colectiva inmobiliario con los fondos de capital privado, lo que se considera desde el punto de vista regulatorio inconducente, puesto que, aunque en el mercado existen fondos de capital privado que involucran en sus tesis de inversión activos del mercado inmobiliario, no es la generalidad, por lo que generar límites de apalancamiento para estos vehículos desnaturalizaría el propósito para el cual se contemplan en la regulación. De otro lado, en línea con la revisión de regulación comparada, los fondos cerrados, deben tener un límite máximo de apalancamiento puesto que tienen estrategias de inversión direccionadas a los mercados públicos y su mercado objetivo de participantes es más generalizado y menos especializado.

- c) El último comentario recibido se relaciona con las modificaciones introducidas al Artículo 3.1.1.5.4. del Decreto 2555 de 2010 según el cual la revelación de riesgos de las operaciones de naturaleza apalancada impone una obligación cuyo mecanismo de cumplimiento carece de claridad. Al respecto, se considera necesario resaltar que tanto el artículo vigente como la propuesta normativa indica de manera expresa que la obligación se cumple a través del reglamento, en el prospecto y en el material promocional. Se resalta igualmente que la modificación

propuesta se concentra en eliminar la necesidad de incorporar en la denominación del vehículo como apalancado, manteniendo los requisitos del artículo vigente sobre la necesidad de informar a los partícipes actuales y potenciales del fondo de los riesgos de ejecutar operaciones de naturaleza apalancada.

Teniendo en cuenta los aspectos anteriormente mencionados, así como los artículos que no tuvieron comentarios, la propuesta final respecto a apalancamiento de los fondos de inversión colectiva se resume así:

- i. Se elimina la obligación de denominar un FIC como apalancado cuando tenga dentro de su política de inversión el uso de las operaciones de naturaleza apalancada (contenidas en el Artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010). Por lo tanto, se modifican los numerales 3 y 4 del Artículo 3.1.1.5.4.
- ii. Se deroga el Artículo 3.1.1.5.3 del Decreto 2555 de 2010 con el fin de eliminar el requisito de requerimiento de inversión mínima en fondos que usen el apalancamiento, eliminando de esta forma el arbitraje que respecto a fondos de capital privado se señaló en secciones anteriores.
- iii. Se elimina la lista de operaciones de naturaleza apalancada establecida actualmente en el Artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010 con el propósito

de generar un estándar basado en principios.

Con el propósito de armonizar la disposición anterior, se introduce en las operaciones autorizadas a los Fondos de Inversión Colectiva inmobiliaria, la posibilidad de emitir bonos con un límite de hasta dos veces su patrimonio.

- iv. Por último, se modifican los requisitos establecidos en el numeral 3 del artículo 3.1.1.4.6 del Decreto 2555 de 2010 para cuando se hagan derivados en los FIC y como se mencionó en secciones anteriores se migra a la consideración y revelación a los inversionistas de los riesgos asociados a estas operaciones.

5.2. Condiciones para la negociación de unidades de participación en el escenario de renta variable

5.2.1. Análogo a fecha ex dividendo

Las observaciones de la industria se concentraron en: i) extender la regla a fondos de capital privado, lo cual se considera procedente en aras de no generar arbitrajes regulatorios, y ii) en la aclaración del procedimiento o las consecuencias sobre los diferentes tipos de distribución contemplados para los fondos de inversión colectiva. Al respecto, es importante tener en cuenta que para acciones, la distribución de dividendos también puede tener diversos mecanismos y consecuencias cuyo detalle no se

despliega a nivel de decreto. En todo caso, si la Superintendencia Financiera de Colombia lo considera conducente podrá emitir instrucciones específicas en la materia.

Por lo anterior, en su versión final el proyecto de decreto contempla en sus artículos 10 y 21 que cuando en los fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado listados en el mercado público hagan distribuciones, estas tendrán los mismos efectos en el derecho de recepción que los dividendos en el caso de las acciones.

5.2.2. Readquisición de valores emitidos

Sobre los aspectos incluidos este frente los comentarios de la segunda ronda se concentraron en la extensión de la posibilidad de readquisición de participaciones para fondos de inversión colectiva abiertos, fondos de capital privado, titularizaciones y patrimonios autónomos.

En esta línea se acoge el comentario para extender la posibilidad de readquisición para fondos de capital privado de manera expresa. En el caso de los fondos de inversión colectiva abiertos, teniendo en cuenta que la definición misma, contenida en el Artículo 3.1.1.2.3. del Decreto 2555 de 2010, establece que “la Sociedad Administradora está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas en cualquier momento, durante la vigencia del mismo” no se considera necesaria la operación de readquisición.

Para los patrimonios autónomos y titularizaciones la regulación vigente es suficientemente amplia para esta operación y actualmente, algunos vehículos de esta naturaleza ya la ejecutan de acuerdo con sus reglamentos.

Respecto a la operación misma de la readquisición de unidades de participación de fondos de inversión colectiva, la industria llamó la atención sobre la prohibición expresa de la compra de unidades en propiedad de la sociedad administradora o sus vinculadas. Considerando que la tendencia regulatoria de los últimos años es el fortalecimiento del gobierno corporativo de las entidades, en la norma final se incorpora que en el caso de las operaciones para fondos listados, se deben establecer y ejecutar las políticas de manejo de conflictos de interés y revelación a los inversionistas, así como respetando la equidad para los partícipes y la transparencia en el proceso.

El último de los comentarios en esta línea se relaciona con la referencia que en la segunda versión de la propuesta normativa según la cual en el caso de los fondos listados la operación se haría en el marco de lo establecido en el sistema transaccional en el cual las unidades se negocian. Aunque el procedimiento actualmente solo se establece en el foro de renta variable, las reglas son del sistema en general por lo que aplican de manera indistinta.

Adicionalmente, en esta ronda de comentarios se recibió la solicitud de autorizar el endeudamiento

por parte del fondo de inversión colectiva para realizar la operación de readquisición de participaciones. En este caso la propuesta se consideraría no adecuada teniendo en cuenta que el apalancamiento para la operación podría crear presiones sobre la rentabilidad de los inversionistas que permanecen el vehículo.

Considerando el análisis presentado respecto a los comentarios, la propuesta que en este sentido se contempla en la versión final del proyecto de decreto tiene las siguientes características:

- i. Se habilita la readquisición de participaciones tanto para fondos de inversión colectiva cerrados (Artículo 11) como para fondos de capital privado (Artículo 22) eliminando el posible arbitraje entre los dos tipos de fondos, teniendo en cuenta que la operación debe ser realizada con los principios de transparencia e igualdad para sus participantes y solo cuando esté establecida en el reglamento del fondo.
- ii. Se le atribuye al comité de inversiones la responsabilidad de decidir con los argumentos necesarios y considerando los efectos que podría tener la operación de readquisición sobre los inversionistas salientes y remanentes, así como para el desarrollo de la tesis de inversión, la ejecución de esta transacción.
- iii. De acuerdo con el estándar internacional, se define como única fuente posible de recursos para la operación de readquisición, la disposición en liquidez del vehículo.

- iv. Se requiere tener políticas y procedimientos tanto para la administración de los riesgos relacionados con la operación de readquisición como para el manejo de los conflictos de interés potenciales cuando la transacción tenga como participantes las vinculadas a los administradores del fondo.
Con el propósito de habilitar la readquisición de unidades de participación de los vinculados fue necesario derogar el numeral 19 del artículo 3.1.1.10.1 del Decreto 255 de 2010.
- v. Se establecen las condiciones a cumplirse en cada uno de los vehículos mencionados en el numeral anterior en caso de que esté o no listado en un sistema de negociación.

5.3. Derecho de retiro

La propuesta tiene por objetivo dar claridad a los eventos en los cuales se activa el derecho de retiro por parte de los inversionistas de los fondos de inversión colectiva y en ese sentido, se menciona que son modificaciones en los reglamentos calificados por la junta directiva de las sociedades administradoras que generan afectaciones negativas en sus derechos económicos.

La propuesta acoge comentarios relacionados con dar claridad en la redacción del artículo en aspectos tales como el plazo para desarrollar el proceso de comunicación de las modificaciones del reglamento y de la redención de las participaciones de los inversionistas que ejerzan su derecho de retiro.

De otra parte, no se acogen los comentarios relacionados con acotar el derecho de retiro a inversionistas que tengan la calidad de ausentes o disidentes, ya que se considera que vía reglamentaria no se debe limitar la posibilidad que los inversionistas puedan ejercer su derecho de retiro en caso que se vean afectados sus derechos económicos.

Así mismo, no se acogen comentarios relacionados con la definición de afectaciones negativas o el listamiento de eventos particulares que originen posibles afectaciones, en la medida que la regulación ha venido migrando a definir principios generales, el fortalecimiento de los órganos de gobierno internos de las entidades vigiladas y la eliminación de listas taxativas que pueden ser contraproducentes al dejar por fuera eventos o limitar el desarrollo de los productos y servicios.

Por último, no se acoge la solicitud que modificaciones reglamentarias no activen el derecho de retiro, por las mismas razones mencionadas en los párrafos anteriores, esto es no limitar los derechos de los inversionistas en caso de considera que sus derechos económicos se ven afectados.

En este contexto, la propuesta establece los fondos de inversión colectivos en los que se activa el derecho de retiro, esto es en el caso de afectaciones negativas de los derechos de los inversionistas, el papel de las juntas directivas calificando los eventos y los plazos para ejercer

el derecho y para las redenciones de las participaciones.

5.4. Límites

Al respecto se recibió el comentario de que la eliminación de los límites máximos de participación por inversionista podría exacerbar los riesgos de liquidez de redenciones de participaciones significativas. Frente a lo anterior, se resalta que el proyecto de decreto no pretende desconocer los riesgos que enfrentan los fondos de inversión colectiva abiertas en las redenciones masivas de participaciones. En contraste, el propósito de la modificación es reconocer que la naturaleza, el tamaño, la tesis de inversión de los vehículos puede requerir consideraciones diferenciadas frente a la participación máxima de cada inversionista, razón por la cual esta consideración debe ser establecida en el reglamento de cada fondo por la sociedad administradora y conocida por los inversionistas al momento de su adhesión al fondo. Lo anterior se refleja en la disposición del artículo 9 del proyecto de decreto en su versión final.

En la misma línea, se introduce una modificación al numeral 2 del Artículo 3.1.1.10.2 del Decreto 2555 de 2010 para establecer que el límite máximo de participación de la sociedad administradora del fondo de inversión colectiva o sus vinculadas debe definirse en el reglamento.

5.5. Otros aspectos operativos

En aspectos operativos, la propuesta regulatoria está abordando aspectos tales como la autorización de la Superintendencia Financiera para el funcionamiento de los fondos y familias de fondos, entrega de extractos e informes de gestión, información de las cuentas ómnibus y vinculación de la fuerza de ventas, entre otros.

Sobre el tema de la autorización de la SFC para el desarrollo de fondos y familias de fondos se recibieron comentarios con el objetivo de precisar el término de “experiencia” en la administración y gestión de fondos por uno que fuera más objetivo. Se ajustó la propuesta para que la autorización se genere cuando las sociedades no haya o estén administrado al menos un fondo en el país.

Sobre los extractos de los fondos de inversión se permite a las sociedades administradoras mantener el extracto de cuenta a disposición de los inversionistas y no necesariamente tener que enviarlo o remitirlo.

Sobre la información de las cuentas ómnibus se precisan los aspectos que deben ser reportados y los estándares a utilizar, estableciendo que la información a reportar tiene como propósito la adecuada supervisión.

En cuanto a la vinculación de los sujetos promotores, la propuesta aclara como se realiza esta vinculación con la sociedad administradora o al distribuidor especializado y que podrá realizarse directamente con las personas

naturales denominados sujetos promotores o indirectamente a través de personas jurídicas. Se considera que la propuesta es puntual y en ese sentido no se hacen ajustes a la actividad o definiciones sobre la misma.

De otra parte en la propuesta no se incluyen nuevos comentarios relacionados con asesoría y custodia en aspectos asociados con fondos de inversión colectiva, los cuales podrían ser trabajados en otras iniciativas regulatorias a lo largo del año 2024.

5.6. Arbitrajes regulatorios entre fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado

En este frente la propuesta normativa en su segunda versión contempló la precisión de que la obligación de la asesoría recae, como se contempla en la regulación al respecto (Libro 40 de la Parte 2 del Decreto 2555), sobre la entidad vigilada que para el efecto de los fondos de capital privado es la sociedad administradora del vehículo. No obstante, en los comentarios recibidos se hace referencia a la labor de comercialización que hacen los gestores profesionales (no vigilados) de los fondos de capital privado, llamando la atención sobre la imposibilidad de que en desarrollo de esta actividad se ejecute la asesoría impuesta por la propuesta normativa.

El comentario no es acogido teniendo en cuenta que si bien se entiende y es claro en la propuesta normativa que la labor de comercialización sigue

existiendo, una vez se crea el vehículo de manera formal se debe vincular a los inversionistas al fondo y es en esta etapa que se inicia la actividad de asesoría por parte de la sociedad administradora, lo que se refleja tanto en los artículos 4 y 20 de la versión final del proyecto de decreto, como en la derogatoria de: Artículo 3.3.2.2.5 y el párrafo 2 del Artículo 3.3.7.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

5.7. Procedimiento para listamiento de títulos en los sistemas de cotización de valores del extranjero

Dado que en este frente la propuesta normativa en su segunda versión habilita otros agentes para realizar el listamiento de títulos en los sistemas de cotización de valores del extranjero- administradores de sistemas de negociación de valores- se recibieron comentarios para solicitar la aclaración de si las obligaciones en esta línea recaen sobre todos los agentes habilitados o solo sobre las sociedades comisionistas de bolsa. Al respecto se introducen en la versión final la modificación necesaria a los artículos 1 y 2 del proyecto de decreto para establecer que: i) además de las sociedades comisionistas de bolsa, los administradores de los sistemas de cotización pueden listar valores en los Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros títulos y; ii) para aclarar los casos en los que se generan obligaciones disimiles para las SCB y los casos en los que aplican para la totalidad de los agentes habilitados.

5.8. Régimen de transición

En esta iniciativa regulatoria se recibieron comentarios de varias entidades respecto al periodo contemplado para la entrada en vigencia de la norma, por lo que en este documento se pretende resaltar que la función del periodo de transición es establecer de manera clara y expresa para todos los agentes del mercado el momento a partir del cual las reglas introducidas o modificadas por el decreto a expedirse son exigibles desde la supervisión, por lo cual no sería apropiado contemplar periodos diferenciados por cada una de los temas modificados por la norma.

Adicionalmente, el periodo debe contemplar la necesidad adicional de coordinar los procesos de regulación secundaria en cabeza de la Superintendencia Financiera de Colombia que para esta iniciativa se compaginan con proyectos ya en avance como la modificación a los mecanismos de revelación de información de los fondos de inversión colectiva y la depuración normativa de la Circular Básica Jurídica.

Teniendo estas consideraciones, el periodo de transición no se modificó respecto al proyecto de decreto que se publicó para comentarios en su segunda versión, esto es que las disposiciones asociadas con fondos de inversión colectiva entrarán en vigencia seis (6) meses después de la publicación del decreto, mientras que los artículos de titularización y de listar valores en los Sistemas de Cotización de Valores Extranjeros entrarán en vigencia al momento de expedición de la norma.

5.9. Titularización

En cuanto a las propuestas sobre los procesos de titularización y el capital mínimo de las sociedades titularizadoras no se recibieron comentarios y en esa medida, se reitera que la propuesta busca dinamizar el instrumento facilitando la estructuración de productos, eliminando arbitraje en la conformación del libro de oferta y en la estructuración del producto y las denominaciones de los activos subyacentes, así como un ajuste en el mecanismo de actualización del capital mínimo de las sociedades.

6. Bibliografía

- AMV - Autorregulador del mercado de Valores – página web.
- Banco de la República – página web.
- Bases del Plan Nacional de Desarrollo 2022 – 2026 Colombia. Potencia Mundial de la Vida. <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/portaIDNP/PND-2023/2023-03-17-bases-plan-nacional-desarrollo-web.pdf>
- Cabal, Herrera, Solano. “Construcción del libro de ofertas en el mercado de valores en Colombia, teoría o realidad” Tesis – Pontificia Universidad Javeriana.
- Decreto 2555 de 2010.
- de Mello, L. R., & Dutz, M. A. (Eds.). (2012). Promoting inclusive growth: Challenges and policies. Paris: OECD.
- Directiva UCITs. Comunidad Europea.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”. *Journal of Political Economy*, 98: 1076-1107.
- Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Junio 2023. Superintendencia Financiera de Colombia.
- Informe IV trimestre sobre Cartera Hipotecaria de Vivienda - Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas – DANE.
- Kumbhakar, S., & Mavrotas, G. (2008). Financial Sector Development and Productivity Growth in B. Guha-Khasnobis and G. Mavrotas, eds. *Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction. UNU-WIDER Studies in Development Economics and Policy*. Oxford: Oxford University Press.
- Levine, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper No. 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Disponible en: www.nber.org/papers/w10766.
- Levine, R. (2005). “Finance and Growth: Theory and Evidence, Handbook of Economic Growth”. In: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1,.
- Levine, R. (2018). “Finance, Growth, and Economic Prosperity”. *Macroeconomic Review*. Monetary Authority of Singapore, pp. 82-88.
- Ley 964 de 2005 -Ley del mercado de valores – Colombia.
- Ley de Fondos de Inversión – Estados Unidos Mexicanos.

- Ley 20.712 Ley de administración de fondos de terceros y carteras individuales – Chile.
- Ley 22/201, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. España.
- Ley de sociedades de inversión – Ley 1940 Estados Unidos de América.
- Levine, R. (2012). Finance, regulation and inclusive growth. Promoting inclusive growth: Challenges and policies, 55-74.
- IOSCO/BIS. 2004. Recommendations for Central Counterparties. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>
- IOSCO/BIS. 2013. Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD423.pdf>
- IOSCO. 2021. Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD689.pdf>
- Oprea, & Stoica. (2018). Capital Markets Integration and Economic Growth. Montenegrin Journal of Economics, Vol. 14, No. 3 (2018), 23-35. Securities and Exchanges Commission – SEC.
- Titularizadora Hipotecaria de Colombia – Página web.
- Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Barberis, J. N., & Arner, D. W. (2017). Regulating a revolution: From regulatory sandboxes to smart regulation. Fordham J. Corp. & Fin. L., 23, 31.
- Zhuang, G., Niimi, K., Riang, H., Khor, L.-M., & Bracey, H. (2009). Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A literatura Review. ADB Economics Working Paper Series No. 173.