

2017



Publicaciones URF

Estudio sobre pasaporte de fondos de inversión en la Alianza del Pacífico.

Mariana Aya^a, Henry Alexander Guerrero^b, María del Pilar Galindo^c

*^{a,b}Asesores Unidad de Regulación Financiera
^cSubdirectora de Desarrollo de Mercados*

Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia

Resumen

El presente documento publicado para comentarios del público y elaborado con el apoyo técnico del Banco Mundial, pretende analizar la viabilidad de implementar un “pasaporte regional” de fondos de inversión que permita la libre comercialización de estos productos entre los inversionistas de los países integrantes de la Alianza del Pacífico, a partir de la adopción o el reconocimiento por parte de estos de un marco de estándares similares de regulación y supervisión.

El presente estudio de diagnóstico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF con fecha 17 de marzo de 2017.

La reproducción total o parcial de este documento es permitida, así como su traducción a cualquier idioma, siempre que se cite la fuente y no se utilice con fines lucrativos.

El formato y diseño usados para la escritura de este documento fueron tomados en su mayor parte del formato de publicaciones en versión MS Word sugerido por Elsevier en su página web.

CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	2
II. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA DE LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO – AP.	4
1. REGULACIÓN GENERAL	4
2. MERCADOS	7
III. DESAFÍOS PARA LA INTEGRACIÓN	8
1. CARACTERÍSTICAS REGULATORIAS ESTRUCTURALES Y OPERACIONALES	8
2. TASA DE CAMBIO	17
3. IMPUESTOS	18
IV. EXPERIENCIA INTERNACIONAL	18
1. UNIÓN EUROPEA	18
2. PASAPORTE DE FONDOS EN LA REGIÓN DE ASIA (ARFP)	20
3. MARCO DE LA ASEAN - ASOCIACIÓN DE NACIONES DEL SUDESTE ASIÁTICO	21
V. PROPUESTA	22
1. MODELO DE INTEGRACIÓN	22
2. TEMAS REGULATORIOS A DISCUTIR	23
3. PROCESO PARA IMPLEMENTACIÓN	25

I. INTRODUCCIÓN

La Alianza del Pacífico – AP (en adelante también la Alianza) es una iniciativa multilateral latinoamericana que inició en el año 2011, orientada a promover la integración regional entre los

cuatro países miembros –Colombia, Chile, México y Perú–, en diversos frentes, incluyendo la integración de los sectores financieros y mercados de capitales.

De conformidad con el acuerdo marco de la Alianza del Pacífico, los objetivos son, entre otros, “[c]onstruir, de manera participativa y consensuada, un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales, personas y economía” e “[i]mpulsar un mayor crecimiento, desarrollo económico y competitividad de las economías de sus integrantes, con miras a lograr mayor bienestar, superar la desigualdad socioeconómica e impulsar la inclusión social de sus habitantes”.

En el marco de tales objetivos, uno de los aspectos prioritarios identificados como parte de la agenda de integración de los mercados de capitales, es el desarrollo de un mercado regional para fondos de inversión ofrecidos en los países miembros.

Con el fin de analizar la viabilidad de implementar un “pasaporte regional” de fondos de inversión que permita la libre comercialización de estos productos entre los inversionistas de los cuatro países, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF con el apoyo técnico del Banco Mundial pone a consideración del público el presente documento.

El propósito fundamental de esta publicación es evaluar el potencial y los desafíos de un proceso de armonización u homologación regulatoria en materia de fondos de inversión, y recomendar un enfoque que pueda servir para desarrollar un mercado regional de fondos de inversión en los países de la Alianza.

Para tal fin, se compilaron las regulaciones vigentes sobre fondos de inversión e intermediarios relacionados que participan en la administración, gestión, distribución y custodia de estos productos en cada uno de los países miembros de la Alianza del Pacífico, y se realizó el estudio comparativo de los estándares regulatorios.

El estudio se elaboró a la luz de los aspectos considerados como más relevantes para el diseño de estándares comunes en el ámbito de la Alianza, en línea con los principios de IOSCO sobre esquemas de inversión colectiva, que constituyen el estándar internacional para la regulación de estos productos, así como de las experiencias internacionales examinadas, a fin de establecer si los cuatro regímenes nacionales son o no suficientemente similares para adelantar la armonización regulatoria requerida con mínimos cambios normativos, sin que se trate de una evaluación comprensiva y detallada de la situación de estos regímenes en relación con los referidos principios internacionales.

De igual manera, se presenta un análisis de los principales beneficios y riesgos asociados con la implementación de un pasaporte regional de fondos de inversión en el ámbito de la Alianza, y algunas posibles medidas para mitigar los riesgos identificados.

Adicionalmente, se analizaron los distintos modelos de integración de mercados de fondos de inversión adoptados en otras jurisdicciones, con el objeto de identificar un modelo que pueda servir como referencia relevante para la Alianza, teniendo en cuenta las lecciones que se derivan de la experiencia internacional, y la situación de los mercados de los países de la Alianza.

El presente estudio también se nutrió de las visitas de campo que realizaron los consultores y el equipo técnico del Banco Mundial, a los países de la Alianza, en donde se reunieron con los administradores, gestores de fondos, inversionistas institucionales, custodios y autoridades de regulación y supervisión de los respectivos mercados de valores, a fin de obtener más directamente información cuantitativa y cualitativa sobre la naturaleza, las características y el estado actual de desarrollo de las industrias domésticas de fondos de inversión y su regulación.

Por último, se trabajó en la formulación de una propuesta para el proceso de implementación de un pasaporte de fondos de inversión en los países de la Alianza, y la recomendación de la alternativa que a juicio de los consultores resulta viable.

El presente documento se presenta para comentarios con el fin conocer la opinión del público sobre las reflexiones y propuestas presentadas con el propósito de implementar un pasaporte de fondos de inversión a nivel de los países integrantes de la Alianza. Favor enviar sus comentarios y sugerencias hasta el 10 de abril de 2017 a los correos maya@urf.gov.co y hguerrer@urf.gov.co.

II. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA DE LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO – AP.

1. REGULACIÓN GENERAL

A continuación se describirán los principales aspectos del marco regulatorio de los fondos de inversión en los países de la Alianza, esto es: clases y denominaciones básicas, intermediarios que los administran, así como, las autoridades de supervisión.

1.1 Colombia

La regulación colombiana¹ establece que un fondo de inversión (FIC) es todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que serán gestionadas de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos.

En desarrollo de dicha definición el ordenamiento determina que los **fondos de inversión colectiva - FICS**², que pueden ser **abiertos o cerrados**, dependiendo de la manera como se estructure la obligación de redimir las participaciones de los inversionistas del fondo de inversión colectiva. En los abiertos la sociedad administradora está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas en cualquier momento, durante la vigencia del mismo, y en los cerrados la sociedad administradora únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo³.

¹ Artículo 3.1.1.2.1 del decreto 2555 de 2010

² Regulados en la Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado de Valores), la Parte III del Decreto 2555 de 2010 (subrogada por el Decreto 1242 de 2013), el Libro 37 de la Parte II del mismo decreto (adicionada por el Decreto 1243 de 2013, que reguló la actividad de custodia de valores), el Título VI de la Parte III de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia (Circular Externa 029 de 2014), y las normas pertinentes de la Circular Básica Contable y Financiera de dicha autoridad (Circular Externa 100 de 1995)

³ Decreto 2555 de 2010, arts. 3.1.1.2.2 al 3.1.1.2.4.

Adicionalmente, la regulación reconoce tres clases especiales de fondos de inversión colectiva: (i) los **fondos de capital privado**⁴, que son cerrados y deben destinar al menos las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, (ii) los **fondos bursátiles**⁵, a los cuales no le es aplicable la clasificación de fondos abiertos o cerrados, y cuyo objeto consiste en replicar o seguir un índice nacional o internacional, mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que conforma dicho índice, y finalmente, (iii) los **fondos inmobiliarios**⁶, que son cerrados y cuya política de inversión debe prever una concentración mínima en los activos admisibles de carácter inmobiliario, equivalente al setenta y cinco por ciento (75%) de los activos totales del fondo.

La regulación en Colombia reconoce tres clases de entidades administradoras de fondos de inversión colectiva: (i) las sociedades fiduciarias, (ii) las sociedades comisionistas de bolsa y (iii) las sociedades administradoras de inversión, las cuales son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia⁷, siendo en la práctica las dos primeras clases las que tienen mayor presencia en el mercado.

1.2 Chile

Se reconocen los **fondos mutuos** y los **fondos de inversión**⁸. Los fondos mutuos permiten el rescate total y permanente de las cuotas, y que se paguen en un plazo inferior o igual a 10 días. Los fondos de inversión son los que no tienen la calidad de fondos mutuos, no son rescatables (no permiten el rescate total y permanente de sus cuotas, o que, permitiéndolo, pagan a sus aportantes las cuotas rescatadas en un plazo igual o superior a 180 días), y pueden ser de carácter público o privado. Los fondos de inversión públicos son aquellos que tienen 50 o más partícipes o en los cuales participa un inversionista institucional⁹, y los que no cumplan estas condiciones son fondos de inversión privados, estos últimos no están sujetos a supervisión gubernamental.

Los fondos mutuos y los fondos de inversión solo pueden ser administrados por sociedades administradoras vigiladas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

1.3 México

Se reconocen los **fondos de inversión o sociedades de inversión**¹⁰. Las sociedades que hagan las veces de fondos de inversión deberán adoptar alguna de las siguientes modalidades:

⁴ *Ibidem*, art. 3.3.1.1.1 al 3.3.1.1.30.

⁵ *Ibidem*, art. 3.4.1.1.1 al 3.4.1.1.22.

⁶ *Ibidem*, art. 3.5.1.1.1 al 3.5.1.1.7.

⁷ *Ibidem*, art. 3.1.1.1.1.

⁸ Regulados en las Leyes Nos 18.045 de 1981 (Ley del Mercado de Valores) y 20.712 de 2014, el Decreto 129 de 2014 y las normas de carácter general expedidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (normas de carácter general Nos. 125, 235, 375, 376 y 383, y Circular 1869).

⁹ Ley 20.712, arts. 1, literal c), 5, 28 y 29.

¹⁰ Regulados en la Ley de Fondos de Inversión del 2001 – antes Ley de Sociedades de Inversión- (modificada por las reformas publicadas en el Diario Oficial de 28 de junio de 2007, 10 de enero y 13 de junio de 2014), y las disposiciones de carácter general aplicables a los fondos de inversión y a las personas que les prestan servicios, expedidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diario Oficial de la Federación de 24 de noviembre de 2014, modificaciones

- Abiertas: aquellas que tienen la obligación, en los términos de la ley y de sus prospectos de información al público inversionista, de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que conforme a los supuestos previstos en los citados prospectos, se suspenda en forma extraordinaria y temporal dicha recompra.
- Cerradas: aquellas que no tienen permitido recomprar las acciones representativas de su capital social y amortizar acciones con activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones se coticen en una bolsa de valores, supuesto en el cual se ajustarán en la recompra de acciones propias a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores.¹¹

Estos vehículos son administrados por sociedades operadoras de fondos de inversión, vigiladas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

1.4 Perú

La regulación peruana mencionalos **fondos de inversión** y los **fondos mutuos de inversión en valores**¹². Los fondos de inversión¹³ pueden ser públicos (de oferta pública) o privados. Por su parte, los fondos mutuos de inversión en valores son públicos (de oferta pública) y se rigen de manera especial por el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras¹⁴,

Estos fondos son administrados por sociedades administradoras vigiladas por la Superintendencia del Mercado de Valores, que pueden ser: (i) sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, (ii) sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs), o (iii) sociedades administradoras de fondos (SAFs).

Los fondos pueden ser abiertos o cerrados, según que los inversionistas puedan solicitar la redención o rescate de las participaciones, cuotas o acciones, o deban esperar hasta la liquidación del fondo o el cumplimiento de ciertas condiciones para obtener la entrega de sus recursos, respectivamente.

En adición a lo mencionado en las jurisdicciones arriba expuestas, las entidades administradoras de fondos de inversión y el alcance de las actividades que pueden realizar, se precisa que en **Chile** tienen como objeto exclusivo la administración de recursos de terceros, pero pueden realizar las demás actividades complementarias a su giro que les autorice la Superintendencia¹⁵, autorización que es independiente de si la actividad se realiza en Chile o en el extranjero, y se entiende sin

mediante Resoluciones publicadas en el citado Diario el 26 de diciembre de 2014, 6 y 9 de enero, 23 de julio, 3 de agosto, 1 y 18 de septiembre de 2015 y 6 de enero de 2016).

¹¹ Ley de Fondos de Inversión, art 7.

¹² Regulados por el Decreto Legislativo 861 de 1996 (Ley de Mercado de Valores), modificado mediante las Leyes Nos. 26827, 27323, 27827 y 27649. El Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores fue aprobado mediante el Decreto Supremo No 093-2002.

¹³ Se rigen por el Decreto Legislativo No 00862 de 1996 (modificado por la Ley No 27641 de 2002, y el Decreto Legislativo No 1046 de 2008), y el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Resolución de Superintendencia 00029/2014.

¹⁴ Contenido en la Resolución CONASEV No. 0068-2010 (modificada por la RSMV 006-2012-SM/01.1; la RSMV 008-2013-SM/01.1, y la RSMV 005-2015-SM/01.1).

¹⁵ Ley 20.712, art. 3.

perjuicio de la obligación de la administradora de gestionar adecuadamente sus riesgos y establecer los controles necesarios para abordar los potenciales conflictos de interés que puedan surgir a partir de la realización de estas actividades.

En Colombia, las sociedades administradoras de inversión tienen como objeto exclusivo la administración de fondos de inversión colectiva, mientras que las sociedades fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa pueden desarrollar otras líneas de negocios distintas de conformidad con lo autorizado por la ley a cada una de ellas.

En México, las sociedades operadoras de fondos de inversión tienen como objeto exclusivo la administración de fondos de inversión o sociedades de inversión.

En Perú, las sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores solo pueden administrar esta clase de fondos; las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs) solo pueden administrar esta clase de fondos, y además pueden administrar carteras de valores de terceros como actividad complementaria, y las sociedades administradoras de fondos (SAFs), pueden administrar tanto fondos mutuos de inversión en valores como fondos de inversión.

Por otro lado, es de mencionar que en cada uno de los países de la Alianza existen normas legales y reglamentarias adicionales que aunque no tienen por objeto regular los fondos de inversión como tales, inciden en la industria de diversas maneras, y por ello han de ser tenidas en cuenta en el proceso de evaluación e implementación de un “pasaporte regional”. Entre ellas se destacan (i) las normas relativas al régimen de inversiones admisibles de los inversionistas institucionales –en particular los fondos de pensiones, y las entidades aseguradoras respecto de las reservas técnicas-, en lo relacionado con los límites aplicables a la colocación de recursos en fondos de inversión nacionales y extranjeros; (ii) las normas tributarias aplicables a los rendimientos generados por las inversiones realizadas en dichos fondos, que son tenidas en cuenta por los inversionistas para calcular la rentabilidad neta de las inversiones, y (iii) las normas cambiarias que rigen el ingreso y egreso de divisas en cada país por parte de los extranjeros que invierten en fondos de inversión locales.

2. MERCADOS

De acuerdo con el estudio del Banco Mundial, los mercados de fondos de inversión, en los países que conforman la Alianza del Pacífico presentan las siguientes características generales:

- En conjunto, el nivel de penetración de la industria, medido como porcentaje del PIB, es aún bajo (Chile: 16.7%, Colombia: 9.3%, México: 9.3%, Perú: 3.1%), lo que indica la existencia de un margen amplio de crecimiento. Al comparar estas participaciones con las del promedio de Latinoamérica, se observa que Chile se encuentra por encima del promedio, mientras que Perú se encuentra por debajo de dicho valor, Colombia y México se encuentran en el promedio. Al comparar estos valores con las participaciones de los fondos en otras jurisdicciones se puede concluir que existe un mercado potencial importante a desarrollar a lo largo de los 4 países. En la Tabla 1. se presenta el valor de los fondos como porcentaje del PIB tanto en los países de la Alianza como en otras jurisdicciones:

Tabla 1. Activos de los fondos de inversión como % del PIB

País	Activos de los fondos de inversión como % del PIB
Francia	49.2
Gran Bretaña	47.3
Promedio países con Altos ingresos	22.1
España	19.5
Chile	16.7
Mundo	10.9
Colombia	9.3
México	9.3
Promedio países Latinoamérica	9.3
Perú	3.1

Fuente: *World Bank Global data 2016*

- Existe predominancia de los fondos de mercado monetario¹⁶ y de corto plazo con subyacente de bonos: así, en Perú alrededor del 90% de la industria está representada en fondos de mercado monetario, porcentaje que en Colombia es del orden de 80%, en México es del orden del 60% y en Chile es del orden de 40%. Correlativamente, es bajo el nivel de desarrollo de otros productos como los fondos de inversión en acciones, activos inmobiliarios y de private equity.
- Los fondos de inversión son empleados por los inversionistas principalmente para ahorros de corto plazo con alta liquidez, con tasas de interés mejores que las disponibles en depósitos de ahorros bancarios, y no como instrumentos de inversión a mediano y largo plazo.
- Los cuatro países de la Alianza muestran incrementos en el volumen de recursos manejados a través de fondos de inversión, en distintos niveles y con una clara tendencia creciente, lo que implica un mercado potencial de fondos de inversión

III. DESAFÍOS PARA LA INTEGRACIÓN

En los estudios adelantados por el Banco Mundial se han identificado desafíos importantes principalmente en tres aspectos: diferencias en las características regulatorias estructurales y operacionales de los fondos, tasa de cambio e impuestos.

1. CARACTERÍSTICAS REGULATORIAS ESTRUCTURALES Y OPERACIONALES

En la presente parte realizamos un análisis de las regulaciones sobre fondos de inversión de los

¹⁶ Teniendo en cuenta que no existe una definición globalmente aceptada, de conformidad con sus elementos principales, los fondos del mercado monetario pueden ser definidos como aquellos que tienen como objetivo otorgar al inversionista instrumentos que preserven su capital con alta liquidez. Son ofrecidos a todo tipo de inversionistas y su principal característica es que son un vehículo de gestión del efectivo. Los instrumentos que conforman este tipo de fondos se caracterizan porque sus vencimientos son de corto plazo y su denominación en moneda local, constituyéndose en una inversión diversificada de alta calidad.

países de la Alianza tomando los elementos más relevantes, en línea con los principios de IOSCO¹⁷ sobre esquemas de inversión colectiva. A continuación se encuentran los principales aspectos revisados:

1.1 Forma y estructura legal¹⁸

En Chile, Colombia y Perú los fondos de inversión tienen la forma legal y estructura de patrimonios independientes, autónomos o de afectación, de creación legal, al paso que México acogió la forma y estructura societaria, lo cual no implica que pueda considerarse que alguna de tales formas legales y estructuras es *per se* superior a la otra.

En el caso de los fondos de inversión que tienen el carácter de patrimonio independiente, autónomo o de afectación, existe un órgano operador externo, que es la entidad administradora, y el fondo puede tener otros órganos de dirección y control (p. ej., gestor de portafolio, distribuidor, custodio, comité de inversiones, comité de vigilancia, asamblea de inversionistas), mientras que los fondos de inversión organizados como sociedades (México) son compañías sujetas a las reglas especiales de la Ley de Fondos de Inversión, conforme a las cuales la compañía es administrada por una sociedad operadora de fondos de inversión, y no tiene consejo de administración ni asamblea de accionistas, y las funciones propias de estos órganos corporativos se asignan a la sociedad operadora y al socio fundador, respectivamente.

No obstante lo anterior, se pudo observar que en todos los casos las formas legales y estructuras autorizadas permiten cumplir con el objetivo de distinguir el conjunto de recursos de los inversionistas de los activos de otras entidades, así como, de establecer de manera clara que los activos de los fondos de inversión son inembargables por parte de los acreedores de los inversionistas y de la entidad administradora, pero pueden ser perseguidos por los acreedores del fondo mismo. Así mismo, se cumple el presupuesto básico de gobernanza consistente en contar con un administrador separado y autorizado por el regulador.

De conformidad con lo anterior, en este punto no existen diferencias estructurales que dificulten la armonización regulatoria.

1.2 Custodio¹⁹

Todos los países de la Alianza exigen la contratación de un custodio para los valores de los fondos

¹⁷International Organization of Securities Commissions - IOSCO. *Principles for the regulation of collective investment schemes and explanatory memorandum* October 1994 [en línea]. Disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>

¹⁸“The regulatory regime should have requirements as to the legal form and structure of CIS which provide certainty to investors in assessing their interest in a CIS and enable the pool of investors' funds to be distinguished from the assets of other entities. This may be achieved either through the use of the corporate form, a trust arrangement or other structure recognised under the law of the home jurisdiction as an acceptable form of collective investment scheme. The regime must place limits on or regulate the use of different types of securities which have differing claims on the assets of a CIS.”

¹⁹ Para efectos de este punto, el presente estudio tiene en cuenta los estándares para la custodia de los esquemas de inversión colectiva establecidos por IOSCO en noviembre de 2015. “Standards for the Custody of Collective Investment Schemes’ Assets”. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>

de inversión, con alcances diferentes.

En **Colombia**, la custodia de los valores que hacen parte de los portafolios de los fondos de inversión colectiva debe ser contratada por la sociedad administradora con un custodio independiente, que salvaguarda los valores y además tiene funciones de supervisión del cumplimiento de las normas legales y del reglamento de los fondos custodiados, y debe informar a la autoridad de supervisión las anomalías detectadas. Solo pueden actuar como custodios las sociedades fiduciarias que cumplan los requisitos regulatorios y obtengan licencia especial para esta actividad por parte de la autoridad de supervisión. El custodio deposita los valores custodiados en el depósito central de valores (Deceval).

En **Chile**, la custodia de los valores en los que invierten los fondos debe contratarse por la administradora con el depósito central de valores (DCV), entidad que salvaguarda los valores depositados y actúa como liquidador de las operaciones, más no realiza funciones de supervisión de cumplimiento.

En **Perú**, la custodia de los valores de los fondos mutuos debe ser contratada por la administradora con un banco, el cual puede ser parte del mismo grupo o conglomerado económico al que pertenece la administradora. El servicio de custodia incluye la apertura de cuentas bancarias, y el apoyo en el tema transaccional, de modo tal que la administradora toma las decisiones y el custodio ejecuta las operaciones y hace los pagos, maneja las cuentas bancarias y realiza las conciliaciones, más no realiza funciones de supervisión de cumplimiento. El custodio debe depositar los valores custodiados en el depósito central de valores (Cavali), entidad que actúa como liquidador de las operaciones realizadas por los fondos.

En **México**, las sociedades operadoras de fondos de inversión deben contratar el depósito y la custodia de activos objeto de inversión con un custodio especializado.

Como se observa, la custodia de los activos que hacen parte de los fondos de inversión es un elemento muy importante para el funcionamiento de fondos de inversión, asociado con la transparencia y prevención de abusos y fraudes en el manejo y la disposición de los activos que forman parte de los portafolios de los fondos.

En consecuencia, para los efectos de la definición del estándar común de la custodia en los fondos de inversión, la consultoría ha recomendado que las funciones del custodio no solo se limiten a la salvaguarda (*safe keeping*) de los activos del fondo, sino que además comprendan deberes de supervisión de cumplimiento en relación, cuando menos, con las clases de inversiones admisibles y los límites de inversión aplicables a cada fondo. Asimismo, recomienda establecer como estándar la independencia entre el administrador del fondo de inversión y el custodio, que este sea una entidad profesional, especializada y con capital suficiente, no vinculada con el administrador, como ocurre en el caso de UCITS.

1.3 Requisitos para actuar como operador²⁰

²⁰“The regulatory regime should impose standards of conduct and minimum eligibility standards that require approval by the regulatory authority prior to commencement of marketing of a CIS. (...)To the extent that a regulatory regime imposes specific requirements, they should include the following. Honesty and Fairness. (...) Capability (...) Capital

Una vez revisado este tema en las diferentes regulaciones de AP se ha observado que en cada país existen desarrollos normativos amplios de los lineamientos del principio de IOSCO, y procedimientos reglados para la autorización de los operadores, que contemplan requisitos de idoneidad de los accionistas y administradoras de estos, así como exigencias de capitales mínimos.

En opinión de la consultoría esto debería facilitar el estándar común aplicable, en el cual la autorización otorgada a un operador por la autoridad reguladora de su domicilio de negocios, habilita al operador para ofrecer en los otros países los fondos de inversión que cumplan los estándares acordados, sin necesidad de autorizaciones adicionales de los reguladores anfitriones.

De igual manera se identificaron temas que pueden generar discusión, como los relativos al listado de causales que pueden dar lugar a que el supervisor considere que los administradores y/o accionistas no son idóneos, y el capital mínimo exigible para un operador de fondos de inversión, aspecto en el cual todos los países de la Alianza tienen raseros cuantitativos distintos. En este último punto recomiendan que se garantice que el capital mínimo a exigir en cada país debe asegurar que el operador cuente con los recursos necesarios para realizar adecuadamente su actividad, sin llegar a ser tan alto que desestime el desarrollo de dicha actividad.

Así mismo consideran que proceso de armonización regulatoria no sería indispensable llegar a acordar un monto de capital mínimo idéntico para todos los países. Igualmente sería importante que la regulación asegure no solo un capital mínimo sino también un requisito de solvencia.

1.4 Delegación²¹

Las regulaciones de los países de la Alianza permiten que el operador, sin perjuicio de su responsabilidad, delegue en terceros idóneos las actividades relacionadas con la gestión de los activos y la distribución de los fondos de inversión administrados, conservando para sí la administración general de los fondos.

En este sentido, se observa que regulatoriamente existe el espacio para la especialización en dichas funciones y el desarrollo de esquemas de arquitectura abierta, y no se observan diferencias que puedan obstaculizar el proceso de armonización regulatoria.

1.5 Supervisión²²

En las diferentes regulaciones de los países de la Alianza del Pacífico es la autoridad regulatoria estatal, quien es la responsable de la supervisión de los operadores y de los fondos de inversión autorizados en su jurisdicción. En el caso de Chile, recientemente se aprobó una ley que reestructuró

Adequacy (...) Diligence and Effectiveness (...) Operator Specific Powers and Duties (...) Compliance

²¹“The regulatory regime should ensure that the level of protection afforded to investors in CIS is maintained at all times. Where the management of CIS activities is provided externally to the operational management of the CIS through the engagement of third parties (delegates) to carry out certain tasks for the operator, the Principles which govern eligibility and conduct of the operator should also apply to such delegates. The following subprinciples apply to those jurisdictions that provide for external management. Responsibility (...) Ongoing Monitoring (...) The Delegate (...) Ongoing Co-operation (...) Level Playing Field (...) Compliance”

²²“The regulatory regime must provide for a regulatory authority to take overall responsibility for the supervision of CIS authorised within its jurisdiction.”

la supervisión de los mercados de valores, seguros, banca e instituciones financieras, pasando de la Superintendencia de Valores y Seguros a un órgano colegiado, para cuya implementación se estableció un plazo de 18 meses.

Con el fin de realizar el proceso de armonización regulatoria, la consultoría consideró importante la definición de los estándares relativos al intercambio de información entre los reguladores de los países participantes tanto para efectos de investigaciones por la violación de normas aplicables, como con fines de supervisión prudencial y de conducta de los operadores de fondos de inversión y sus productos ofrecidos transfronterizamente. Adicionalmente, recomendó revisar las facultades específicas de los supervisores en relación con los fondos de inversión y sus operadores, como también las sanciones que los supervisores pueden imponer a los sujetos vigilados en caso de infracción a las normas que les son aplicables.

1.6 Conflictos de interés²³

En general las regulaciones de los países de la Alianza incluyen desarrollos normativos del principio de IOSCO relacionado con conflictos de interés, por lo que no se observan diferencias que puedan obstaculizar la armonización regulatoria. En términos generales dichos desarrollos se realizan en forma de principios relativos al deber de lealtad del operador para con los inversionistas, listados legales de prohibiciones para el operador y sus delegados, y requerimientos de gobierno corporativo orientados a la identificación y manejo de los conflictos de interés.

No obstante, la consultoría recomienda que al momento de establecer estándares mínimos comunes, se tengan en cuenta, entre otras, las diferencias de tratamiento existentes en relación con la inversión por parte de los fondos en activos emitidos o garantizados por el operador o sus delegados o por personas relacionadas con ellos.

1.7 Valoración ²⁴

Según el estudio realizado por los consultores, en todos los países de la Alianza se adopta el principio de determinación del valor de las unidades, cuotas o participaciones en los fondos en función de su valor patrimonial (*net asset value*) determinado con base en el precio de mercado de las inversiones, cumpliéndose así el estándar básico.

²³“The regulatory regime should recognise that an operator of a CIS may have interests that if exercised without restraint would conflict in a material way with the interests of investors. Regulatory authorities should respond to this risk by ensuring that a regime provides for the exercise of management responsibilities with full regard to the best interests of investors. Such a regime may be general in nature, relying on the concept of "fiduciary responsibility" as interpreted domestically. Equally the establishment of detailed regulations designed to monitor potential conflicts between operator and investors is recognised as an acceptable regulatory method.”

²⁴“The regulatory regime must provide a system for valuation of CIS assets, pricing of interests and procedures for entry to and exit from a collective investment which are fair to existing investors as well as to investors seeking to purchase or redeem interests. It is a fundamental principle that the price of interests in a CIS be calculated according to the net asset value of the CIS which must be determined on a regular basis in accordance with accepted accounting practices used on a consistent basis.”

En Colombia, México y Perú existen reglas sobre valoración a precios de mercado de las inversiones representadas en valores, y el uso de la herramienta de los proveedores de precios. En Chile, las administradoras generales de fondos tienen el deber legal de establecer el valor razonable de los activos bajo administración, sin que la norma fije la metodología para ello, y la visita de campo realizada por los consultores reveló que en la práctica las administradoras generales de fondos emplean proveedores externos de precios como Riskamerica, sobre la base de un acuerdo sectorial en tal sentido.

En este sentido es preciso decir que este puede ser un tema que puede ser considerado para efectos de construir los estándares mínimos comunes.

En adición a lo anterior, se debe resaltar que en el caso de otros tipos de inversiones no existe un tratamiento normativo similar, por lo que se podría dificultar la oferta transfronteriza de fondos de inversión que inviertan en tales activos y haría necesario que previamente los reguladores de los países de la Alianza establezcan el estándar mínimo común y este sea desarrollado en cada país.

1.8 Activos admisibles, límites de inversión, endeudamiento y uso de derivados²⁵

Las regulaciones de los países de la Alianza brindan la posibilidad de invertir los recursos de los fondos de inversión en todo tipo de activos de contenido económico, tanto en el país como en exterior, en algunos casos con restricciones.

En este punto la consultoría recomienda que para el caso de un mercado integrado de fondos de inversión, en la etapa inicial se debería seguir un criterio similar al acogido en Europa mediante la Directiva OICVM I, que limita la inversión a valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en una bolsa de valores regulada de un estado miembro o en otro estado aprobado por las autoridades competentes, y excluir del mercado integrado los fondos de mercado monetario.

En Colombia no se establecen reglas de diversificación de activos, salvo en el caso de las operaciones monetarias activas, los fondos de capital privado y los fondos inmobiliarios, en los cuales se exige que el tema sea regulado en el reglamento de cada fondo de inversión.

En el caso de Perú, la regulación dispone que el Reglamento de Participación debe establecer los límites de inversión del fondo atendiendo, por lo menos, a los criterios de diversificación indicados en la norma. Por su parte Chile y México establecen algunas reglas de diversificación de los activos.

En relación con el apalancamiento, en Colombia se dispone que tales operaciones pueden realizarse siempre que se encuentre establecido en el reglamento del fondo, e incluyen ventas en corto, repos pasivos y simultáneas pasivas, endeudamiento, derivados y cuentas de margen, es decir, se emplea el enfoque según el cual el tema debe ser regulado en el reglamento de cada fondo de inversión, y se establece un límite legal para la exposición de tales operaciones del 100% del patrimonio del

²⁵“There should be investment restrictions, portfolio diversification and borrowing limitations that address the investment goals, the risk profile and the degree of liquidity required for a CIS to meet redemption in all market conditions. The need for liquidity typically contemplates a CIS investing primarily in transferable securities, money market instruments and derivatives incidental to the management of a securities portfolio.”

fondo de inversión colectiva.

En Chile, los fondos mutuos que no estén dirigidos a inversionistas calificados no pueden contraer deudas por más del 20% del patrimonio del fondo. En México los prospectos de información al público inversionista deben contener las políticas para la contratación de préstamos y créditos, incluyendo aquéllas para la emisión de valores representativos de una deuda a cargo del fondo de inversión, y no se fija un límite legal a este respecto. En Perú se dispone que en el reglamento de participación se debe establecer el límite máximo de endeudamiento del fondo, en función al patrimonio neto, y no se fija un límite legal de endeudamiento.

Teniendo en cuenta lo anterior, la consultoría considera que el estándar común podría incluir reglas mínimas de diversificación y concentración de los activos del fondo de inversión, así como, definir si los fondos de inversión a ser ofrecidos transfronterizamente pueden o no realizar operaciones de endeudamiento o apalancamiento, y en caso afirmativo bajo cuáles criterios. Adicionalmente, recomiendan que en la primera etapa se restrinja dicha posibilidad, teniendo en cuenta que las operaciones apalancadas traen mayores riesgos para los inversionistas.

1.9 Mercadeo y revelación de información²⁶

En este en particular, la consultoría menciona que todas las regulaciones examinadas contienen desarrollos amplios del principio de IOSCO, que se traducen en mandatos regulatorios para el suministro de información a los inversionistas a través de distintos medios, en especial el reglamento y el prospecto de los fondos, y los extractos de cuenta y rendiciones de cuentas para los inversionistas, y si bien existen diferencias de contenido y alcance, no considera que haya obstáculos para el proceso de armonización regulatoria.

Adicionalmente, la consultoría considera que el estándar común se puede construir a partir de un mínimo de información acordado por los reguladores para ser suministrada a los inversionistas en los cuatro países de la AP, a la manera de lo que en Europa se denomina el *Key Investor Information Document* (KIID), que es un formato de dos páginas que incluye la información básica sobre el fondo (objetivos y política de inversión, perfil de riesgo y retorno, costos, desempeño histórico y detalles de contacto), para facilitar a los inversionistas el entendimiento de la naturaleza y los riesgos del fondo para la toma de decisiones. También se podría establecer un estándar común en punto de la periodicidad de suministro de información a los inversionistas sobre el desempeño del fondo de inversión.

1.10 Distribución²⁷

En general las regulaciones estudiadas enfatizan la profesionalidad de los distribuidores y el

²⁶ “The regulatory regime must impose a disclosure requirement to ensure that there is full, accurate and timely disclosure to prospective investors providing all the information necessary for an investor to make an informed investment decision in relation to a CIS. Financial data and other information relating to the management and operations of a CIS must be provided on a regular (annual or semi annual) basis for the benefit of existing and prospective investors in the CIS. These requirements must be monitored by the regulatory authority to ensure that information provided meets the standards required.”

²⁷ Los principios de IOSCO no tratan este tema, sin embargo la consultoría consideró relevante incluirlo en el análisis de las regulaciones, enfatizando en las normas sobre canales de distribución y deberes de los distribuidores.

suministro a los inversionistas de información clara, precisa, veraz, suficiente y oportuna, sobre los fondos de inversión promovidos, y no se advierten diferencias que obstaculicen la armonización normativa.

En los cuatro países la distribución de los fondos de inversión puede ser realizada por las sociedades operadoras y mediante terceros especializados que deben acreditar su idoneidad ante el regulador y están sujetos a su supervisión. Sin embargo, existen diferencias en cuanto al tipo de entidades especializadas que pueden realizar dicha distribución. En Colombia la delegación para distribuir solo puede hacerse en entidades vigiladas, esto es, las sociedades administradoras de fondos de inversión y los bancos mediante contrato de uso de red o como distribuidores especializados; en Chile se autoriza la contratación de agentes colocadores que pueden ser bancos, corredores de bolsa u otros terceros no regulados que pueden ser personas naturales o jurídicas; en México dicha delegación puede recaer en sociedades distribuidoras de fondos de inversión, instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones de seguros, organizaciones auxiliares del crédito, uniones de crédito, sociedades financieras populares, sociedades cooperativas de ahorro y préstamo, sociedades financieras de objeto múltiple reguladas y casas de cambio; en Perú la distribución puede subcontratarse con agentes colocadores que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores pueden actuar como intermediarios en la colocación de valores por oferta pública.

Como aspectos particulares se destaca que en Chile y en Colombia existe el mecanismo de cuenta ómnibus, consistente en que el distribuidor aglutina a varios inversionistas en una cuenta ómnibus, a través de la cual se invierte en un fondo de inversión, de modo tal que el inversionista es la cuenta ómnibus, sin que el administrador del fondo conozca la identidad de los inversionistas agrupados en la cuenta ómnibus. En dicho mecanismo, el distribuidor es responsable de cumplir las normas sobre conocimiento del cliente.

En México el regulador tiene la facultad de autorizar la creación de mecanismos electrónicos de negociación de acciones de fondos de inversión, a través de los cuales se celebren y perfeccionen las operaciones de compra y venta de acciones de fondos de inversión, al paso que en Perú se regula el proceso de precolocación de cuotas de los fondos de inversión cuyas cuotas deben inscribirse en el registro de valores.

En lo relacionado con la idoneidad de los vendedores de fondos, en Colombia los sujetos promotores que formen parte de la fuerza de ventas de la administradora de fondos de inversión colectiva requieren de la previa certificación del organismo autorregulador (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia - AMV), que debe renovarse cada dos años, requisito que no aplica a los funcionarios de las redes bancarias que pueden ofrecer en estas los fondos de inversión colectiva más sencillos. En Perú se exige también certificación a los vendedores de fondos, por parte de una institución de educación superior que practica los exámenes respectivos con base en un banco de preguntas diseñado por la industria. En Chile no existe el requisito de certificación.

En lo concerniente a los deberes del distribuidor frente a los inversionistas *retail*, en los cuatro países el distribuidor tiene a su cargo el perfilamiento del cliente (*suitability*) y el suministro de información sobre los fondos de inversión ofrecidos de acuerdo con las exigencias de la regulación local en esta materia, y en Colombia existe además el deber de asesoría en virtud del cual el distribuidor debe brindar al inversionista recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación, con el fin de que el

cliente tome decisiones informadas, atendiendo al perfil de riesgo particular asignado, de acuerdo con la información suministrada por el inversionista sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de operación a realizar.

En el caso del modelo UCITS, la armonización regulatoria no incluyó el tema de la distribución, el cual se dejó para ser regulado por las autoridades de cada uno de los países. En ese sentido, la consultoría recomienda que en el caso de la Alianza se puede seguir esa experiencia, teniendo en cuenta la existencia de requerimientos de *suitability* en todos los países, siendo más prioritario que se alcance un estándar común en torno del mínimo de información a ser suministrada a los inversionistas en los cuatro países, y se discuta lo concerniente a si en todos estos países debe o no establecerse el deber de asesoría.

1.11 Derechos de los inversionistas, suscripción y redención o rescate de participaciones, cuotas o acciones del fondo de inversión²⁸

Todas las regulaciones analizadas señalan explícitamente los derechos de los inversionistas en los fondos de inversión, y establecen reglas para la suscripción y redención o rescate de las participaciones, cuotas o acciones en los fondos, y no se advierten diferencias que obstaculicen el proceso de armonización regulatoria.

En punto del plazo para la redención, en Colombia se establece que en los fondos de inversión colectiva del mercado monetario la redención deberá realizarse al día hábil siguiente de la solicitud, y tratándose de fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia, dicho plazo no podrá superar tres días hábiles, y en el caso de que estén involucrados activos internacionales no podrá superar cinco días hábiles; en Chile los fondos mutuos son aquellos que permitan el rescate total y permanente de las cuotas, y que las paguen en un plazo inferior o igual a 10 días, y los fondos de inversión no rescatables que permitan el rescate pagan a sus aportantes las cuotas rescatadas en un plazo igual o superior a 180 días; en México el plazo de liquidación podrá ser hasta de diez días hábiles contados a partir del día en que se efectúe la operación; en Perú se establece que en caso de ejercicio del derecho de separación, el pago de la redención de cuotas se debe realizar según lo establecido en el Reglamento de Participación, dentro de los nueve meses posteriores de ejercido el derecho de separación.

En cuanto al cálculo del precio de redención, en Colombia se dispone que deberá calcularse con base en el valor de la participación vigente para el día en que se realice la solicitud de retiro o reembolso. En Chile, para efectos de determinar el valor a pagar a los aportantes que soliciten el rescate de cuotas del fondo, se utilizará el "valor cuota" definido por el Reglamento. En México, la compra o venta que realicen los fondos de inversión en instrumentos de deuda que operen el mismo día, respecto de las acciones representativas de su capital social, se liquidará al precio determinado el día hábil previo al de la operación y cuyo registro aparezca el mismo día de la operación en la bolsa de valores en la que, en su caso, se encuentren listados o bien, en alguna sociedad que administre mecanismos electrónicos de divulgación de información de fondos de inversión autorizados por la Comisión y que haya sido contratado por el fondo de inversión de que se trate; y tratándose de fondos de inversión en instrumentos de deuda y de renta variable que operen a plazos

²⁸ Los principios de IOSCO no tratan estos temas, sin embargo la consultoría consideró relevante incluirlos en el análisis de las regulaciones, enfatizando lo relativo a la suscripción y redención o rescate de participaciones o cuotas dentro del giro ordinario de los negocios del fondo de inversión.

distintos, se liquidará al precio determinado el mismo día de la operación y cuyo registro se publicará el día hábil siguiente por la bolsa de valores en la que, en su caso, se encuentren listados o bien, en alguna sociedad que administre mecanismos electrónicos de divulgación de información de fondos de inversión autorizado por la Comisión y que haya sido contratado por el fondo de inversión de que se trate. En Perú, el valor de redención de la cuota para efectos del derecho de separación será el valor cuota contable correspondiente al día en que los acuerdos se adopten en Asamblea General.

La regulación chilena autoriza que el pago de los aportes podrá ser efectuado en moneda extranjera, posibilidad que no está expresamente prevista en las normas de Colombia, México y Perú.

En lo referente a un estándar común, la consultoría considera que se podría establecer un plazo máximo igual en todos los países para la redención de las participaciones de los inversionistas en los fondos que sean distribuidos en varios países de la Alianza del Pacífico.

1.12 Liquidez de los fondos de inversión²⁹

En materia de liquidez, no se observan en las regulaciones estudiadas requerimientos detallados, distintos de los que aplican a los fondos de mercado monetario a partir de la determinación de las clases y perfil de maduración de los activos admisibles.

En general, se exige a los operadores establecer las reglas de liquidez dentro del reglamento de cada fondo de inversión. Este es un tema que según recomienda la consultoría, es necesario que las autoridades discutan la conveniencia de establecer un marco de principios generales aplicables al manejo de liquidez en los fondos de inversión abiertos (a tono con la mayor relevancia que IOSCO y el FSB están dado al tema del manejo de liquidez en fondos abiertos).

En esta materia, la consultoría recomienda que se podría adoptar un estándar común que exija a los fondos de inversión a ser distribuidos en la región de la Alianza del Pacífico el mantenimiento de un nivel mínimo de activos líquidos como porcentaje de los activos totales, para asegurar la oportuna atención de compromisos especialmente en materia de redención de unidades, participaciones, cuotas o acciones de los inversionistas.

2. TASA DE CAMBIO

Este desafío se origina en la medida que cada uno de los países de la Alianza tiene su propia moneda. El inversionista nacional que invierta en fondos denominados en una moneda extranjera asumirá un riesgo cambiario adicional al riesgo de la inversión. Esta diferencia puede ser un desafío importante en orden a que todavía no existen mecanismos de cobertura (*hedging*) del riesgo cambiario asociado a esas monedas.

Adicional a lo anterior, si el fondo de inversión cuyas unidades o participaciones se adquieren a su vez invierte en activos denominados en una tercera moneda, existen dos niveles de riesgo cambiario. Así, p.ej., un fondo chileno denominado en pesos chilenos (CLP) que invierte en acciones

²⁹ Los principios de IOSCO no trata este tema, sin embargo la consultoría consideró relevante incluirlo en el análisis de las regulaciones.

japonesas, en el cual invierte un inversor colombiano, expondría al inversor únicamente al riesgo de mercado en el mercado de Tokio, pero también al riesgo de tipo de cambio CLP / COP.

Estos riesgos pueden minimizarse cubriendo la inversión subyacente en la moneda en la que las unidades o acciones o participaciones del fondo están denominadas exponiendo así al inversor sólo al movimiento del mercado, pero esto no funcionará si no hay herramientas de cobertura en las diferentes monedas. Actualmente no existe en la región una oferta de instrumentos que de manera eficiente faciliten el cubrimiento de los riesgos cambiarios entre las cuatro monedas de los países de la Alianza.

3. IMPUESTOS

En los países de la Alianza los fondos de inversión no tienen un tratamiento tributario neutro. En todos los países de la Alianza las ganancias de capital generadas por los fondos de inversión se encuentran gravadas fiscalmente con tarifas y retenciones diferentes. La forma en que se gravan los fondos de inversión y si existe o no una retención en la fuente sobre las distribuciones de los ingresos o sobre las ganancias de capital influirán en la elección de los inversores de dónde colocar sus inversiones.

La mejor manera de lidiar con este desafío tributario, de conformidad con los consultores, es lograr que los fondos sean neutros en materia de impuestos, como se hizo en Europa. Esto mueve el punto del impuesto del fondo al inversionista final, que pagará cualquier impuesto que sea debido en su país de residencia fiscal.

IV. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En el mundo se encuentran diferentes experiencias sobre pasaporte de vehículos de inversión colectiva entre países de bloques geográficos o que comparten determinadas condiciones económicas y/o políticas, las cuales se diferencian por la forma legal mediante la cual se adopta la integración, de esta manera se encuentran los siguientes casos: (i) integración legal por ley, en donde se encuentra la directiva de la Unión Europea que establece las condiciones bajo las cuales un fondo domiciliado en un estado miembro puede ser distribuido en todos los otros países miembros (UCITS - "Collective Investment in Transferable Securities") y la directiva de la comunidad del África Oriental; (ii) cooperación mutua mediante acuerdo, tales como, el pasaporte de fondos de la región de Asia, el memorando de entendimiento de ASEAN (Malasia, Singapur y Tailandia e Indonesia) y la Unión Africana del Oeste (UEMOA); y finalmente (iii) reconocimiento voluntario mutuo mediante acuerdo, en donde podemos encontrar el reconocimiento entre Hong Kong y China, el reconocimiento mutuo transtasmanio y el acuerdo de reconocimiento mutuo de Hong Kong y Australia.

1. UNIÓN EUROPEA

Sin perjuicio de la existencia de diferentes experiencias de integración de mercados de fondos de inversión, el marco de referencia internacional más significativo es el modelo de Europa, el cual ha existido por más de 30 años, y que en términos generales se caracteriza por lo siguiente:

1.1 Temas regulatorios

- La Directiva original (OICVM I 1985)³⁰ estableció un estándar inicial de denominador común en temas críticos que aplicó solamente a fondos básicos (*plan vanilla*). Posteriormente, se ha modificado y adaptado a medida que la evolución del mercado lo ha requerido.
- La mencionada directiva introduce el concepto de país "de origen", donde el fondo de inversión está domiciliado, y país de "acogida", donde se vende. Siempre que el fondo de inversión y su sociedad de gestión estén autorizados por las autoridades competentes de su país de origen para que el fondo sea vendido libremente al público en general y cumplan con las normas comunes acordadas, no será necesaria una nueva aprobación reglamentaria del fondo en el país de acogida.
- Se aplica sólo a los fondos de capital abierto que permiten a los inversionistas rescatar el capital en intervalos regulares a solicitud y a su pleno valor de mercado.
- Cubre las tres categorías legales de fondos de inversión: corporativos (forma societaria), contractuales y *trust*.
- Requiere un depositario / custodio independiente.
- Permite que cualquier fondo de inversión que califique bajo la norma OICVM y que esté autorizado bajo el régimen del país de origen sea libremente distribuido en cualquier país anfitrión, sujeto únicamente a las normas locales de comercialización.
- Limita la inversión a valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en una bolsa de valores regulada de un estado miembro o en otro estado aprobado por las autoridades competentes. Una exención no permite más que el 10% en valores no cotizados.
- Requiere diversificación - no más del 5% podría ser invertido en valores emitidos por el mismo emisor con cierta flexibilidad permitiendo porcentajes más altos en casos definidos. Sin derivados.
- No permite concentración, no más del 10% de las acciones o deuda puede ser emitido por el mismo emisor.
- Autoriza tomar prestado de forma temporal, máximo 10% del valor de los activos, sólo en circunstancias limitadas, por ejemplo para la redención.
- En directivas posteriores se le dio un importante impulso al mercado, al incluir el requisito de un documento de información clave para el inversor (en inglés *Key Investor Information Document* «KIID»)³¹. Se trata de un mini-prospecto normalizado de dos páginas que debe ponerse a disposición de todos los inversores en los diferentes países y en su idioma propio.
- En el régimen de UCITS no ha habido intento de armonizar la distribución y cada empresa de gestión de fondos de inversión tiene que encontrar su propia ruta.
- A principios de los años 2000, el reconocimiento por parte de los bancos de que sus clientes querían más opciones llevó a la creación de la denominada "arquitectura abierta", así como de

³⁰ Directiva del Consejo de las Comunidades Europeas, diciembre de 1985 (85/611/CEE). "Por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)"

³¹Directiva del Consejo de las Comunidades Europeas, Julio 2004. UCITS IV.

fondos de fondos, por lo que los bancos acordaron distribuir productos de terceros junto a sus productos propios.

- En Directivas recientes se ha autorizado la comercialización de fondos que invierten únicamente en valores transferibles, los cuales pueden ser ofrecido al público en general y otros tipos de fondos que invierten en otras clases de activos o sin restricciones en su estrategia de inversión (se incluyen los fondos inmobiliarios y fondos de activos múltiples). En la Directiva se mencionan este tipo de alternativas, las cuales se pueden ofrecer al público con o sin asesoramiento y otros que sólo puede ser ofrecido a los inversionistas profesionales o institucionales.

1.2 Moneda

Al momento de la implementación del pasaporte de fondos de inversión, no existía una única moneda (El Euro se implementó en 1999), pero existían instrumentos de cobertura (hedging) del riesgo cambiario entre las diversas monedas, lo cual facilitó el desarrollo inicial del mercado.

1.3 Tributario

El establecimiento de fondos para la distribución transfronteriza tiende a ser en países que ofrecen ventajas fiscales y administrativas y un entorno flexible y amigable para la gestión de los fondos de inversión. En Europa este papel fue tomado por Luxemburgo, en el que se creó un centro europeo «offshore», que se caracteriza por una transparencia fiscal tanto con las ganancias de capital como con los impuestos sobre la renta pasados del fondo al inversor final.

1.4 Impacto

A pesar de que la primera directiva sobre los UCITS se desarrolló en 1985, las actividades transfronterizas tardaron en desarrollarse, en la medida que dichas disposiciones se incorporaron de manera lenta en las legislaciones nacionales, y que Luxemburgo asumió el liderazgo en la materia en 1988. Así las cosas, el concepto de mercado único tomó tiempo en evolucionar y el impacto ha sido diverso de acuerdo a condiciones particulares de cada país.

2. PASAPORTE DE FONDOS EN LA REGIÓN DE ASIA (ARFP)

El acuerdo se denomina memorando de cooperación (MOC)³² en el establecimiento y aplicación de un pasaporte de fondos en la región de Asia, y se encuentra conformado por: Australia, Corea, Nueva Zelanda, Filipinas, Japón y Tailandia. Sus principales características son:

- El Pasaporte cubre sólo fondos abiertos.
- En el memorando hay normas comunes de los fondos que se pueden negociar, pero se hace énfasis en los objetivos y beneficios del desarrollo transfronterizo del mercado de capitales.
- El memorando se basa en un acuerdo de los estados miembros de naturaleza voluntaria.

³²<http://fundspassport.apec.org/files/2016/06/28-April-2016-Asia-Region-Funds-Passport-Memorandum-of-Cooperation-signed-by-Australia-Japan-Korea-NZ.pdf>

- El operador del pasaporte debe contar con normas sobre capitales requeridos y demostrar idoneidad en el desarrollo de sus actividades
- La valoración de los activos que hacen parte del fondo se realiza a precios de mercado.
- Existen normas que limitan la concentración de activos y emisores, y en esa medida se establece que no sea superior del 5% o 10% en cualquier activo, incluyendo depósitos bancarios, y en relación con nivel de endeudamiento del fondo, se permite hasta un máximo del 10% del valor del fondo.
- Los reguladores del país que reciben el fondo pueden requerir informes de divulgación del producto (por ejemplo, folletos y hojas con las principales características) y requisitos para actualizar dicha información o proporcionar información periódica o continua, o en momentos que se efectúen cambios significativos en los activos o el fondo.

3. MARCO DE LA ASEAN - ASOCIACIÓN DE NACIONES DEL SUDESTE ASIÁTICO

El Marco de la ASEAN³³ tiene como objetivo establecer normas comunes para fondos abiertos en tres países: Malasia, Singapur y Tailandia; actualmente Indonesia se encuentra analizando su integración o no. En el año 2014, se firmó el memorando de entendimiento entre los tres países y se establecieron los requisitos para el comercio transfronterizo de fondos, entre los cuales se pueden destacar gobierno corporativo, forma y estructura de los fondos a negociar. Los temas a destacar en su regulación son:

- Los fondos a negociar pueden ser estructurados en cualquier forma aceptable bajo las leyes y reglamentos del regulador local.
- Los activos de los fondos deben confiarse a un custodio independiente para su depósito. El custodio del fondo puede ser una sociedad fiduciaria o una institución que esté sujeta a regulación prudencial y supervisión continua e independiente por parte de la autoridad de supervisión.
- El custodio deberá, en todo momento, mantener los activos del fondo separado de sus propios activos y de los de otros clientes, para asegurar que estos se encuentran protegidos contra pérdidas por insolvencia.
- La sociedad administradora junto con sus empresas relacionadas debe tener un historial en el manejo de esquemas de inversión colectiva de al menos cinco años y tener activos bajo su gestión de al menos US\$ 500 millones a nivel mundial.
- El regulador local podrá aprobar los fondos a ser negociados en oferta pública en su jurisdicción, de esta manera, el regulador no sólo comprobará que el vehículo cumple con los estándares sino que también tendrá que evaluar que el fondo cumple con las leyes locales y reglamentos aplicables a fondos mutuos. Como resultado, el regulador local puede imponer restricciones adicionales sobre los fondos negociables.

³³http://www.theacmf.org/ACMF/upload/asean_cis_handbook.pdf

- Las normas establecen clases de activos en que los fondos pueden invertir. Los activos elegibles son valores mobiliarios, instrumentos del mercado monetario, depósitos, unidades en otros fondos transfronterizos y derivados financieros. Los estándares además describen las características de los activos elegibles y los límites de inversión.
- Los inversionistas deberán recibir su pago de redención dentro de siete días hábiles
- Los documentos de la oferta deben respetar las normas de la jurisdicción anfitriona. El administrador debe designar a un agente local con licencia para llevar a cabo la comercialización de unidades del fondo. Las normas no permiten la comercialización directa en el país anfitrión

V. PROPUESTA

De conformidad con la consultoría ya mencionada, la propuesta sobre el pasaporte de fondos para los países que conforman la Alianza del Pacífico debe contener los siguientes componentes:

1. MODELO DE INTEGRACIÓN

Un primer tema a analizar es el tipo de acuerdo de cooperación que se va a adelantar entre los cuatro países para integrar el mercado de fondos de inversión, ya que este puede ser voluntario, como es el caso de del Memorando de Cooperación para el establecimiento y la implementación del Pasaporte de Fondos de Inversión en la región del Asia, o si se prefiere adoptar un instrumento que tenga un carácter más vinculante.

De otra parte y de acuerdo con las características normativas de los países de la AP existen dos modelos de integración que se pueden sugerir: el primero consiste en una integración de los mercados basada en el reconocimiento recíproco de fondos de inversión que cumplan con un conjunto de estándares regulatorios mínimos previamente acordados por los reguladores. El segundo, es el modelo de reconocimiento mutuo sin que haya armonización regulatoria previa, como ya lo hizo Chile³⁴, sobre la base de un acuerdo de armonización posterior.

³⁴La autoridad de supervisión del mercado de valores chileno ha desarrollado en los años recientes un enfoque de exención de registro de valores extranjeros, sobre la base del reconocimiento unilateral de otras jurisdicciones, orientado a posicionar a ese país como centro financiero regional y destino de inversión internacional, asignándole al distribuidor la carga de informar al inversionista las diferencias existentes en materia de supervisión entre Chile y el país de origen de los valores extranjeros.

Dicho enfoque se fundamenta en la facultad legal que la Superintendencia de Valores y Seguros tiene de eximir de la obligación de inscripción a los valores extranjeros correspondientes a emisores bajo la supervisión de entidades con las que la Superintendencia haya suscrito convenios de colaboración, que permitan contar con información veraz, suficiente y oportuna sobre los valores extranjeros y sus emisores, en los términos exigidos en la ley de mercado de valores chilena, así como en la premisa según la cual cada país tiene su estándar y lo considera adecuado para proteger a sus inversionistas.

En desarrollo de la precitada facultad legal, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió la Norma de Carácter General 352 del 21 de octubre de 2013, mediante la cual estableció los requisitos que se deben cumplir para hacer oferta pública en Chile de valores extranjeros.

Así mismo, la Superintendencia de Valores y Seguros expidió la Resolución Exenta 246 del 6 de octubre de 2014, mediante la cual dispuso, de un lado, eximir de la obligación de inscripción en el Registro de Valores Extranjeros, entre otros, a los valores extranjeros inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia, en el Registro Nacional de Valores de México, y en el Registro Público del Mercado de Valores de Perú, y, de otro lado, circunscribir

Se entiende que desde la perspectiva legal ambas opciones son viables. En la medida que los reguladores cuentan con potestades legales para reconocer fondos de otras jurisdicciones y eximirlos del trámite de registro local.

Sin perjuicio de lo anterior, en los estudios adelantados se sugiere el primer modelo, debido a que la armonización regulatoria previa contribuiría a elevar desde un comienzo los estándares en los aspectos que se definan como más críticos, y así brindar una mejor protección a los inversionistas. Un modelo de reconocimiento se basa en un juicio de valor sobre la existencia de un marco de protección al inversionista “equivalente”. En el caso de los países de la Alianza se considera que existen diferencias regulatorias entre los países en aspectos que pueden considerarse críticos dado que pueden incidir en la protección del inversionista. De allí que se prefiere una armonización previa a una posterior.

Los dos aspectos más importantes se refieren a diferencias en la custodia de los fondos en la medida en que, de un lado, en algunos de los países no se exige un custodio independiente, y, de otro lado, diferencias de contenido y alcance en la información que en cada país se debe suministrar a los inversionistas, por lo que sin un instrumento de información uniforme (como el KIID que se exige en Europa), a los inversionistas les sería más difícil comparar entre los productos de inversión ofrecidos en el mercado integrado.

Este modelo despeja el terreno para que las cuotas o participaciones de fondos de inversión que operen en cada uno de los cuatro países de la Alianza, y que tengan la naturaleza de valores conforme a la ley de estos y cumplan los estándares mínimos, puedan ofrecerse en los otros tres países, sin necesidad de registro en el país anfitrión, y sin obligación de reportar información a la autoridad de supervisión de este, en armonía con el principio de supervisor de origen y supervisor anfitrión (home/host), según el cual un fondo de inversión que califique como fondo negociable transfronterizo en una jurisdicción debe ser tratado en las demás jurisdicciones como si fuera un fondo doméstico y, por ende, puede ser distribuido de la misma manera que los fondos domésticos.

2. TEMAS REGULATORIOS A DISCUTIR

En el modelo de armonización regulatoria previa, se recomienda el establecimiento de un conjunto de estándares comunes mínimos para procurar un tratamiento transfronterizo igualitario de los fondos de inversión a ser ofrecidos en el mercado integrado. Esos estándares deberían cubrir los siguientes aspectos considerados críticos:

- **Gobierno corporativo:** En un primer paso debe haber una entidad administradora separada y autorizada por el regulador, con capital regulatorio mínimo, lo cual ya ocurre en todos los países de la Alianza, por lo cual se puede asumir que este estándar se cumple en el nivel básico.
- **Custodia:** El custodio debe ser una entidad distinta e independiente del administrador del fondo de inversión, autorizada por el regulador, especializada y con capital suficiente. En

la oferta pública de tales valores, a inversionistas calificados, tratándose de valores cuya distribución u oferta, en la jurisdicción en base a la cual la oferta en el mercado local se acogió a lo establecido en dicha Resolución, está restringida a ciertos tipos de inversionistas distintos del público en general, conforme al marco legal y normativo aplicable en dicha jurisdicción.

consecuencia, se deben discutir los elementos de independencia y suficiencia de capital, este último en función de la infraestructura necesaria para la actividad. Además, se considera importante que los reguladores discutan las funciones que tendrá el custodio; en particular si estas se limitaran a las funciones de salvaguarda de los activos del fondo, o si también comprenderán deberes de supervisión de cumplimiento en relación, cuando menos, con las clases de inversiones admisibles y los límites de inversión aplicables a cada fondo.

- **Valoración:** La valoración de las unidades, cuotas o participaciones de los fondos de inversión debe hacerse a precios de mercado de los activos de los fondos. En todos los países de la Alianza se adopta el principio de determinación del valor de las unidades, cuotas o participaciones en los fondos en función de su valor patrimonial (net asset value) determinado con base en el precio de mercado de las inversiones, por lo cual se puede asumir que este estándar se cumple en el nivel básico.
- **Suministro de información a los inversionistas:** El estándar común inicial se puede construir a partir de un mínimo de información acordado por los reguladores para ser suministrada a los inversionistas en los cuatro países de la Alianza, a la manera de lo que en Europa se denomina el Key Investor Information Document (KIID). Sin embargo debe discutirse si existe también la necesidad de armonizar desde el inicio el contenido de los informes periódicos.
- **Distribución:** Para la etapa inicial se puede seguir el camino de la experiencia europea de no armonización de la regulación sobre distribución, que es dispuesta por cada país, teniendo en cuenta que en los cuatro países de la Alianza el distribuidor de fondos de inversión tiene a su cargo el deber de perfilamiento del cliente (suitability). Sin embargo este es un aspecto de gran trascendencia que en consecuencia debe ser ampliamente discutido.
- **Derecho de los inversionistas a redimir las inversiones:** Todas las regulaciones analizadas señalan explícitamente los derechos de los inversionistas en los fondos de inversión, y establecen reglas para la suscripción y redención o rescate de las participaciones, cuotas o acciones en los fondos, por lo cual se puede asumir que este estándar se cumple en el nivel básico.
- **Activos admisibles:** En la etapa inicial se recomienda seguir un criterio similar al acogido en Europa mediante la Directiva OICVM I, que limita la inversión a valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en una bolsa de valores regulada de un estado miembro o en otro estado aprobado por las autoridades competentes, y excluir del mercado integrado los fondos de mercado monetario y otros fondos de inversión más complejos que se ofrecen ya a nivel doméstico en los países de la Alianza, como lo serían fondos cerrados (inmobiliarios, de *private equity*, de activos de crédito distintos de valores inscritos, entre otros).
- **Límites de inversión, endeudamiento y uso de derivados:** El estándar común podría incluir reglas mínimas de diversificación y concentración de los activos del fondo de inversión, p. ej., no más del 10% por emisor y por tipo de activo, y por lo que hace al endeudamiento y los derivados se recomienda que en la primera etapa se restrinjan (excepto en cuanto a las coberturas de riesgo de cambio), habida cuenta de que el apalancamiento del fondo de inversión y el uso de derivados conllevan mayores riesgos para los inversionistas. De querer incorporarse los fondos del mercado de dinero, deberían establecerse reglas específicas para este tipo de fondos –no obstante es posible que dichos fondos no generen atractivo de distribución por las razones dichas anteriormente–.

- **Liquidez:** El manejo de riesgos de liquidez en fondos abiertos es de gran trascendencia dado el potencial riesgo de corridas que se puede generar en situaciones de estrés. Como punto de partida, se puede tomar en cuenta el establecimiento de un nivel mínimo de activos líquidos. Sin embargo, la experiencia internacional indica la necesidad de establecer un paquete comprensivo de medidas para manejar la liquidez, incluidas herramientas para manejo de redenciones en situaciones de estrés.

3. PROCESO PARA IMPLEMENTACIÓN

El proceso de implementación del pasaporte de fondos en los países de la Alianza del Pacífico se puede segmentar en las siguientes fases, construidas a partir de los modelos de integración presentados en una sección anterior:

3.1 Acuerdo sobre el tipo y características de los fondos de inversión colectiva a comercializar.

En esta primera fase, se adelanta un acuerdo con los reguladores de los otros países con el objetivo de determinar los tipos de fondos de inversión a comercializar transfronterizamente y las principales características y limitantes de los mismos. De conformidad con las recomendaciones de la consultoría se proponen fondos con las siguientes características:

- Fondos de inversión abiertos.
- Fondos del mercado monetario con reglas expresas sobre los activos permitidos.
- Los activos admisibles en los cuales podrá invertir el fondo de inversión autorizado son valores admitidos a cotización en una bolsa de valores regulada en un estado miembro.
- No se permitirán los fondos complejos (inmobiliarios, private equity). En un desarrollo posterior del pasaporte de fondos se podría revisar esta limitación.
- No se permitirán fondos de inversión de naturaleza apalancada, así como, la inversión en derivados, diferentes a los cambiarios.
- Se fijarán las reglas expresas sobre límites de concentración y de inversión por emisor y activos (Ejemplo: no superior al 10% del valor del fondo).
- El porcentaje de activos líquidos se establecerá de acuerdo con las políticas de manejo de redenciones.

3.2 Establecimiento de estándares regulatorios mínimos

Como se ha señalado a lo largo del documento, los países de la Alianza cumplen con los estándares de IOSCO en cuanto a la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva, sin perjuicio de lo cual se han encontrado algunas diferencias importantes en la custodia y la información a los inversionistas, lo cual exige su estudio y la determinación de un estándar mínimo sobre la materia. Al respecto se propone lo siguiente:

- **Custodia:** Determinar un mínimo superior a salvaguarda de los valores que componen el portafolio del fondo de inversión, en donde se garantiza también la verificación de cumplimiento de los límites e inversiones del respectivo fondo.

- **Información a los inversionistas:** Establecer un estándar de información común para los inversionistas de los países de la Alianza, para lo cual se propone acoger el KIID de UCITS

Como se señaló en el presente documento existen temas regulatorios adicionales a discutir, pero la custodia y la información a los inversionistas son los puntos centrales a determinar de manera previa al establecimiento de un modelo de integración, en la medida que constituyen el fundamento de una adecuada protección a los inversionistas.

3.3 Proceso de implementación

Una vez acordado el tipo y características de los fondos de inversión a comercializar de manera transfronteriza en las diferentes jurisdicciones de la alianza y la fijación de un estándar en los temas regulatorios críticos, se puede adelantar el proceso de integración en los diferentes países.

Para el caso de Colombia, el modelo de integración se desarrolla mediante la expedición de un decreto, en el cual se reconozcan los fondos de inversión de las otras jurisdicciones, como fondos admitidos a comercializarse en el territorio colombiano. Dichos fondos deberán ser del tipo específico arriba mencionado y cumplir con las características antes señaladas, en este caso no requerirán de un registro particular en el territorio nacional, en la medida que ya han sido aprobados por el regulador del país de origen.

REFERENCIAS.

- Directiva del Consejo de las Comunidades Europeas, diciembre de 1985 (85/611/CEE). “Por la que se coordinan las disposiciones legales , reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)”
- Directiva del Consejo de las Comunidades Europeas, Julio 2004. UCITS IV.
- <http://fundspassport.apec.org/files/2016/06/28-April-2016-Asia-Region-Funds-Passport-Memorandum-of-Cooperation-signed-by-Australia-Japan-Korea-NZ.pdf>.
- http://www.theacmf.org/ACMF/upload/asean_cis_handbook.pdf
- Decreto 2555 de 2010
- Ley 964 de 2005.