

# DOCUMENTO TÉCNICO

## MODIFICACIONES A LA ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DE TERCEROS APT

## **MODIFICACIONES AL ESQUEMA DE ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DE TERCEROS (APT)**

### **INTRODUCCIÓN**

La administración de portafolios de terceros (APT) se constituye como una actividad de gran relevancia para el mercado de valores colombiano debido a que facilita que personas naturales o jurídicas, con excedentes de liquidez, puedan invertir sus recursos a través de sociedades comisionistas de bolsa (SCB). Estos se convierten en los agentes más idóneos debido a que cuentan con la experiencia y capacidad operativa y legal, para que bajo su criterio puedan alcanzar los objetivos de inversión o rentabilidad que busca el cliente a través de este producto.

La regulación de APT contenida en el Decreto 2555 de 2010 ha quedado relativamente rezagada respecto a los desarrollos regulatorios ocurridos en los últimos años. Así por ejemplo, aún hace mención a los fondos de inversión de capital extranjero que ya no existen en nuestra regulación, usa el lenguaje de Carteras Colectivas que cambió a Fondos de Inversión Colectiva - FIC, alude a las operaciones carrusel que ya no se utilizan en el mercado y no contiene prohibiciones asociadas a los mecanismos de estabilización de precios ni una alusión explícita a los conflictos de interés. También desconoce modificaciones asociadas al Decreto 2267 de 2014, que contiene indicaciones sobre el reporte de información bajo el proceso de convergencia a las Normas Internacionales de Información Financiera – NIIF.

La experiencia internacional destaca que vehículos con características similares, dirigidos a clientes específicos, deben contar con normas claras que se ajusten a la realidad y la dinámica de los mercados de valores. Lo anterior busca que estos productos cuenten con unas posibilidades de inversión amplias pero con normas de riesgos y de gobierno adecuadas a este tipo de vehículos. Esta tarea ha implicado que las diferentes jurisdicciones establezcan algunas condiciones mínimas que deben ser cumplidas por estos productos, entre las que se destacan: un conocimiento adecuado de los clientes, características de los activos objetos de inversión, condiciones bajo las cuales se reglamenta la relación entre los clientes y el intermediario de valores, mecanismos de divulgación e información de los recursos administrados, entre otros.

A partir de esta experiencia internacional y los comentarios recibidos por la industria sobre las características de los APT, el presente documento contiene una serie de propuestas encaminadas a actualizar y mejorar las características que tiene este producto con el fin de potencializar su crecimiento en condiciones adecuadas y seguras para los inversionistas.

En primer lugar, se sugiere modificar la estructura actual que presenta el APT dentro del Decreto 2555 de 2010, con el fin de mejorar las condiciones mínimas que debe tener el contrato de administración de APT, contar con nuevas herramientas para administrar los conflictos de interés y actualizar las obligaciones que tendrán las sociedades comisionistas de bolsa que ofrezcan este producto. En segundo lugar, se propone incrementar los activos objeto de inversión que podrán ser administrados por un APT y además, el número de clientes cuyos activos pueden conformar un mismo APT; lo anterior, con el propósito de promover eficiencias operativas y viabilizar la administración conjunta de activos de clientes que poseen intereses de inversión

afines. Finalmente, se incluye la figura de custodia de valores con el fin no solo de actualizar el producto conforme las normas expedidas sobre este tema, sino también, con el propósito de mejorar las herramientas de administración y gestión de los riesgos asociados a este producto.

A continuación de esta introducción se presenta un breve marco de la normatividad aplicable a los APT. En la segunda sección se analiza el comportamiento reciente que han tenido los APT en el mercado de valores colombiano. En la tercera sección se indican las principales características que tienen productos con condiciones similares a nivel internacional. La sección final describe la propuesta regulatoria que modifica la estructura actual de los APT, buscando guardar el equilibrio necesario entre la protección del inversionista y el desarrollo de nuestro sector financiero.

## 1. MARCO NORMATIVO

En general, el APT permite la conformación de portafolios a la medida del cliente y bajo sus objetivos de inversión y lineamientos, pero administrados bajo el criterio experto de la firma comisionista. No se dan órdenes por parte del cliente para cada operación, sino un mandato genérico sobre la estructura, composición y política de las inversiones.

El decreto 2555 de 2010 contiene la regulación de la Administración de Portafolios de Terceros (APT) en la Parte 2, Libro 9, Título 7, incorporando las características de este producto, dentro de las que se destacan:

- **Artículo 2.9.7.1.3** Definición: Para efectos del presente decreto se entiende que una sociedad comisionista administra un portafolio cuando recibe dinero o títulos de un tercero con la finalidad de conformar o administrar a su criterio, pero con respeto a los objetivos y lineamientos dispuestos por el cliente, un portafolio de valores.

No podrá la firma comisionista emplear este mecanismo para administrar portafolios cuyos activos pertenezcan a más de una persona.

Los bienes de los portafolios de terceros administrados no constituyen parte de la prenda general de los acreedores de la sociedad comisionista y, por consiguiente, están excluidos de la masa de bienes de la misma.

- **Artículo 2.9.7.1.5** Para la administración de portafolios de terceros será necesario que la sociedad comisionista suscriba un contrato con su cliente en el que se debe incluir cuando menos lo siguiente (...)

Las instrucciones claras y precisas del cliente a la sociedad comisionista sobre los objetivos que esta debe buscar en desarrollo de la administración del portafolio. Lineamientos sobre el manejo del portafolio, los cuales deben considerar la composición y características del mismo con base en los niveles de riesgo y rentabilidad que se desean alcanzar, incluyendo, como mínimo, tipo de títulos, emisores, plazos (duración) y disponibilidades de liquidez. Indicación de las operaciones que se autoriza realizar a la firma

comisionista, de las descritas en el numeral 5) del artículo 2.9.7.1.4 del presente decreto, y si existen o no límites o restricciones para la ejecución de las mismas, tales como valores máximos por operación, plazos, tipo de títulos y duración.

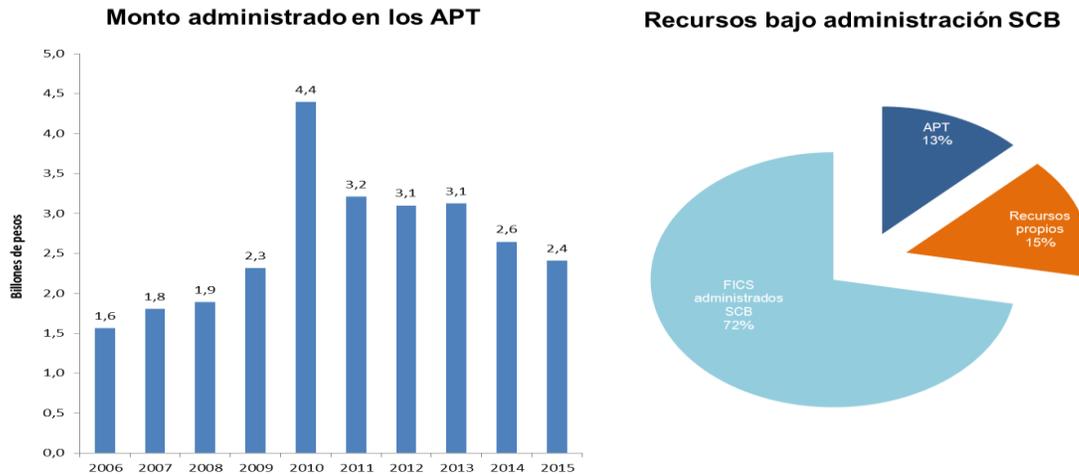
- **Artículo 2.9.7.1.6 Límites.** El valor a precios de mercado de los portafolios de terceros administrados por una sociedad comisionista no podrá, en ningún caso, exceder de cuarenta y ocho (48) veces el monto del capital pagado, la prima en colocación de acciones y la reserva legal, todos ellos saneados, de la sociedad comisionista de bolsa.
- **Artículo 2.9.7.1.7 Reglas.** La sociedad comisionista, en su carácter de administradora de un portafolio de terceros, tendrá las siguientes obligaciones: (...)
  - f) Llevar la contabilidad de cada portafolio separada de la que corresponde a la sociedad comisionista, a cualquier otro portafolio o a la cartera o carteras colectivas que administre, de acuerdo con las técnicas administrativas y prácticas contables aceptadas y las instrucciones que al respecto imparta la Superintendencia de Financiera de Colombia.
- **Artículo 2.9.7.1.13** El revisor fiscal de la respectiva sociedad comisionista ejercerá las funciones propias de su cargo respecto de los portafolios de terceros que administre la sociedad.
- **Artículo 2.9.7.1.14** La sociedad deberá abrir, para el manejo de los respectivos recursos, una cuenta corriente exclusiva para cada uno de los portafolios que administre.

## 2. LA ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DE TERCEROS (APT) EN EL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO.

Cifras con corte a 2015 muestran que la actividad de Administración de recursos de terceros (APT) representa cerca del 13% de los recursos que se encuentran bajo administración de las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), seguidos con las relacionadas a la cuenta propia (15%) y la gestión de los fondos de inversión colectiva (72%), lo que destaca que esta actividad representa una fuente de ingreso importante para este tipo de intermediarios. El monto de recursos administrados en APT durante los últimos 10 años administró activos por un valor promedio de \$2.6 billones. En diciembre de 2015 los recursos administrados se ubicaron en \$2.4 billones, debido a las fluctuaciones propias del ciclo económico y de los mercados financieros que disminuyeron los recursos destinados en este tipo de vehículos (Gráfico 1).

El incremento que presentaron los recursos destinados este negocio en el año 2010, cuando los APT administraron recursos por un valor de \$4.4 billones, fue resultado de los beneficios tributarios que contaban estos productos, especialmente al permitir que las operaciones realizadas a través de este vehículo fuera exentas del pago del impuesto del 4 x 1000, beneficio que fue retirado posteriormente.

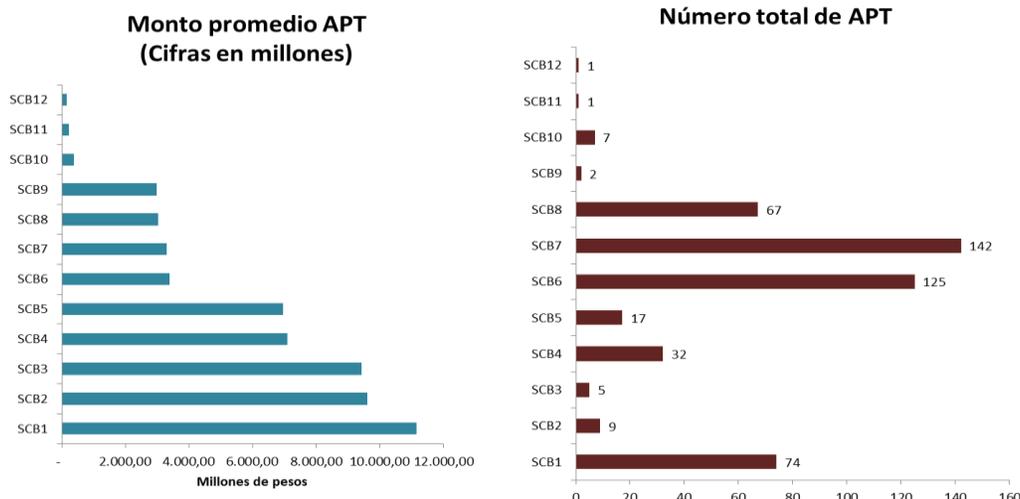
**Gráfico 1. Administración de portafolios de terceros (APT) en las sociedades comisionistas de bolsa de valores.**



Fuente: Cifras Superfinanciera y cálculos URF

En este sentido, los \$2.4 billones reportados en APT en diciembre de 2015 son ofrecidos por 13 SCB y se encuentran distribuidos entre 482 vehículos o fondos. Existe una alta concentración respecto de la oferta de los APT hacia el mercado, toda vez que solo 5 SCB administran el 90% de los recursos, con portafolios que tienen un valor promedio entre los \$11.000 y \$3.500 millones. El restante, es administrado por SCB que cuentan con menos 10 APT y los valores administrados se encuentran entre un rango promedio de \$147 y \$3.000 millones de pesos (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Distribución de los recursos administrados en APT en las sociedades comisionistas de bolsa de valores.**



Fuente: Cifras Superfinanciera y cálculos URF

### 3. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

La experiencia internacional en el manejo de portafolios de terceros a cargo de intermediarios financieros o expertos administradores no es reciente. El común denominador de esta actividad podría decirse que es la posibilidad que tiene un agente o intermediario, para que con los activos que reciba de un inversionista, gestione un portafolio de acuerdo con un perfil y un objetivo de inversión determinado. Así mismo, esta figura le otorga al intermediario las suficientes facultades para decidir sobre el destino y aprovechamiento de los recursos. En principio, se espera que el desarrollo de esta actividad se celebre bajo los más altos estándares de seguridad y confianza que garanticen que no se ejecutan operaciones que no estén contempladas por el cliente o se desarrollen negocios que ponga en riesgo los recursos de este.

En países como Chile, la figura homóloga se conoce como “administración de cartera de terceros” y se define como aquella actividad que puede desarrollar un intermediario de valores con los recursos que recibe de un inversionista para que sean administrados por cuenta y riesgo del mandante. Así mismo, la regulación exige que se cumplan una serie de requisitos mínimos para que pueda existir esta figura, dentro de los que se destacan los siguientes:

- La existencia de un contrato que contiene como mínimo las facultades otorgadas al intermediario para el desarrollo de la actividad, las prohibiciones que tendrá el intermediario para el manejo de los recursos, el tipo de instrucciones que dará el cliente, las condiciones bajo las cuales se desarrollaran las operaciones con los recursos del cliente, entre otros.
- Comprobante de ingreso y egreso de los activos objeto de la administración.
- Las políticas, los procedimientos y los controles operativos que garanticen que el intermediario cuenta con la idoneidad, la experiencia y la capacidad operativa para el desarrollo de la actividad de administración de terceros.
- La obligación que el intermediario reporte periódicamente los movimientos de los recursos bajo su administración, así como un reporte anual sobre el desarrollo y resultados de las operaciones a cargo de la cartera.
- Estos portafolios podrán ser constituidos hasta por 50 inversionistas, los cuales no necesariamente deberán tener una relación familiar entre ellos.

Dentro de los aspectos más relevantes de la experiencia chilena, se destaca que el capital mínimo de constitución para este tipo de productos se constituya a través de una garantía mínima equivalente a 10.000 unidades de fomento (USD 365.000). Así mismo, la normatividad establece que este valor será actualizado anualmente teniendo en cuenta el mínimo valor entre el 1% de los activos administrados o las 10.000 unidades de fomento. Lo interesante de este requisito es que se convierte en un mecanismo prudencial debido a que se constituye como un cargo de capital por riesgo que puede limitar la sobreexposición o el apalancamiento por parte del intermediario debido a que lo obliga a aprovisionar recursos a medida que el vehículo incrementa su tamaño.

En Australia estos instrumentos se conocen como *Managed Discretionary Account Services (MDA)* y se constituyen como acuerdos en los cuales un cliente le otorga al operador o el intermediario a acceder a sus

recursos para realizar las operaciones que este último considere son las más adecuadas teniendo en cuenta los objetivos de inversión del cliente. Por regla general, los MDA se definen como productos dirigidos a clientes minoristas o de *retail* y los intermediarios que desarrollen este producto deben contar con una licencia especial conocida como “*australian financial services licence*”.

Dentro de los aspectos que toman mayor relevancia en la experiencia australiana se resaltan las condiciones bajo las cuales se puede desarrollar el contrato entre el administrador y el cliente, así como la posibilidad de que los activos entregados en el MDA necesariamente deban estar sujetos a las labores de custodia. En el primer caso, la regulación establece que los contratos pueden enmarcarse bajo dos tipos de modalidades:

- Un programa de inversiones detallado que identifique los productos financieros o las clases de productos financieros en los que quiera invertir el cliente.
- Un mandato de inversión que otorgue amplias facultades y que además defina unos objetivos específicos de inversión.

Ambos tipos de contratos buscan incentivar la capacidad del intermediario para gestionar los recursos bajo las mejores condiciones. En este sentido, cuando es necesario definir un programa detallado de inversiones los clientes deben asumir mayores costos, mientras que a través del mandato el administrador está obligado a reportar un mayor grado de información relacionada con el portafolio pero con una estructura de costos menor.

En el caso de la custodia la regulación australiana establece que como prerrequisito para poder ofrecer un MDA, tanto el cliente como el intermediario deben acordar bajo qué modalidad se prestan o se desarrollan los servicios de custodia. En principio, este puede ser ofrecido a través de dos mecanismos. Por un lado, el intermediario puede hacerse cargo de ejecutar todas las labores relacionadas con la custodia, y por otro, el cliente puede optar por un custodio externo que sea completamente independiente al intermediario que le administra el MDA.

#### **4. OBSERVACIONES Y MODIFICACIONES SUGERIDAS**

Como antes se mencionó, la regulación de APT contenida en el Decreto 2555 de 2010 ha quedado relativamente rezagada del desarrollo que han tenido otros productos del mercado de valores. Esta circunstancia obliga a que las normas que actualmente reglamentan la actividad de administración de portafolios de terceros contenida en el Título 7 del Libro 9 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, sean ajustadas de forma tal que se incluya una redacción moderna que fortalezca los temas asociados a principios, prohibiciones, operativa y conflictos de interés.

Teniendo en cuenta que el régimen actual contiene disposiciones que han quedado rezagadas y no se ajustan a la realidad actual del mercado de valores colombiano, se recomiendan las siguientes modificaciones:

#### **4.1 Reorganización de los requisitos, principios y contenido mínimo del contrato.**

Las reglas que actualmente debe cumplir una SCB que decida ofrecer la administración de un portafolio de terceros están rezagadas frente al desarrollo actual del mercado de valores. En términos generales las normas actuales no incentivan a que las SCB cuenten con políticas de gobierno o de administración de conflictos de interés que mejoren los procesos de toma de decisiones o protejan los intereses de los clientes. Así mismo, las condiciones que deben acreditar estos productos se asemejan más a una lista de requisitos que no protegen los riesgos inherentes al APT o no reflejan aquellas situaciones peligrosas que puedan afectar la relación entre la SCB y el cliente.

El proyecto de decreto propone una nueva reorganización de aquellas obligaciones, requisitos y condiciones mínimas que deban cumplir el contrato de un APT. En este sentido, se busca dar una mayor claridad a las responsabilidades que estarán a cargo de la SCB, las obligaciones de los clientes y los mínimos que deberá tener el contrato que establezca la SCB para el desarrollo de la actividad de administración de portafolio de terceros. Esta nueva organización modifica de forma circunstancial las normas que actualmente rigen la actividad de administración de portafolios de terceros debido a que se busca mejorar la estructura actual de esta actividad al interior del Decreto 2555 de 2010. De esta forma se contará con normas claras que especifiquen las obligaciones y condiciones que deben cumplir las SCB para proteger los intereses de los clientes.

#### **4.2 Ampliar el universo de activos administrados.**

Los APT tienen prohibida la administración y negociación de valores por fuera del RNVE. Si se compara con otras figuras que administran recursos como los Fondos de Inversión Colectiva se presenta que estas cuentan con un abanico más amplio de opciones dentro de sus portafolios, de modo que la figura de APT podría estar experimentando una restricción innecesaria. Así mismo, esta situación se agrava a medida que la dinámica actual que presenta el mercado de valores local y la coyuntura de los mercados del exterior incentiva a que los inversionistas quieran invertir en activos con condiciones o características diferentes a aquellos que se encuentran en el RNVE.

Un inconveniente de ampliar el universo de activos de inversión radica en que los recursos se dirijan hacia instrumentos sobre los que el cliente o la sociedad comisionista no cuenten con el conocimiento adecuado o que no atiendan a la naturaleza del APT y de las necesidades que este busca atender. Dicha dificultad se mitiga mediante la adecuada clasificación del cliente según su perfil de riesgo, lo cual debe ser coherente con el diseño del contrato de negociación y el conjunto de activos a los que se pueden dirigir los recursos del APT.

Finalmente, la práctica común de realizar comités de inversión con información de coyuntura económica, tendencias de los activos de inversión y características de los emisores, también disminuye el riesgo mencionado.

En este sentido para tratar de disminuir los efectos que generan una restricción o el rezago de las normas que actualmente tienen las inversiones que pueden ser objeto de la actividad de administración de portafolios de terceros, se propone que los APT puedan invertir en aquellos valores extranjeros listados en un sistema de cotización de valores extranjeros y en los valores extranjeros cuya oferta pública autorizada en el exterior haya sido reconocida en los términos del Título 2 Libro 23 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010. De manera complementaria a esta propuesta se permitirá que estos productos puedan invertir en el mercado de divisas y de productos financieros derivados, con el fin de contar con las herramientas de riesgo suficientes para controlar los riesgos de las operaciones que se realicen sobre los nuevos valores que podrán ser objeto de inversión.

#### **4.3 Número mínimo de inversionistas en el APT.**

La normas de constitución que se establecen a través del Decreto 2555 de 2010 para los APT indican que este tipo de vehículos solo pueden ser ofrecidos a un único cliente. Este tipo de limitaciones genera inconvenientes para que las SCB atraigan a grupos de inversionistas con intereses de inversión similares, hacia este tipo de productos. La experiencia internacional destaca que en países como Chile es posible contar con este tipo de esquemas de inversión privados si se cuenta con hasta 50 inversionistas.

En este sentido, la propuesta normativa permite que bajo la figura de APT menos de diez (10) inversionistas puedan ser parte o constituir este tipo de vehículo. La razón detrás del límite máximo establecido en esta modificación, radica en que permitir un número mayor de inversionistas podría generar arbitrajes de tipo regulatorio con las normas vigentes para los fondos de inversión colectiva abiertos.

#### **4.4 Custodia en los APT**

El Gobierno Nacional, en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió en el mes de junio de 2013 los Decretos 1242 y 1243, modificatorios del Decreto 2555 de 2010, los cuales regulan lo relacionado con la administración de los Fondos de Inversión Colectiva y con la actividad de custodia de valores, respectivamente. Dichos decretos constituyen una de las modificaciones más importantes para el mercado de valores colombiano en los últimos años y son el resultado del trabajo coordinado de más de un año y medio con distintos actores del mercado financiero nacional.

Se expidieron fundamentalmente como respuesta a la necesidad de buscar mayor eficiencia para la industria de fondos de inversión colectiva nacional de manera tal que se lograra estimular una mayor canalización de ahorro y la financiación de nuevos negocios. Estas mejoras se basaron esencialmente en la necesidad de alcanzar estándares internacionales buscando las mejores prácticas en términos de gestión, así como un lenguaje y cifras comparables para dimensionar la industria colombiana con respecto a otros países y regiones.

Con el fin de proteger los recursos de los inversionistas y evitar que sean utilizados para cumplir operaciones de las sociedades administradoras o de otros clientes, se introduce en la regulación nacional la actividad de la custodia de valores, la cual implica la obligación de contratar con una sociedad fiduciaria la custodia de los

valores, para facilitar el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos de los inversionistas, en el cumplimiento de operaciones que se realicen en el mercado de valores. Además, con el fin de incentivar la implementación de esta figura de custodia, se establece la obligación de ser ejercida en la administración de recursos de terceros por parte de sociedades comisionistas de bolsa.

#### **4.5 Otras modificaciones**

El artículo 2.9.7.1.14 del Decreto 2555 de 2010 señala que se debe constituir una cuenta corriente exclusiva por APT, lo cual ha prohibido implícitamente que se constituyan cuentas de ahorro. Debido a que el volumen de recursos administrados es alto, en términos prácticos es más favorable para el cliente permitir que sus fondos líquidos puedan permanecer en cuentas que generen interés mientras no estén invertidos en valores, por lo cual sugerimos que se amplíe el concepto a depósitos a la vista, que da la flexibilidad suficiente sobre el tipo de cuenta o instrumento a utilizar, siempre que se conserve la necesaria separación de recursos de los clientes.

Aunque el artículo 2.9.7.1.3 señala que los bienes de APT no constituyen prenda para los acreedores de la sociedad comisionista, nos parece oportuno fortalecer este hecho mediante la figura jurídica de patrimonio independiente.

Finalmente, en concordancia con los cambios anteriores consideramos adecuado otorgar facultades a la Superintendencia Financiera de Colombia, para que cuente con la posibilidad de impartir instrucciones adicionales, en lo concerniente al modo como las comisionistas suministran información a los clientes así como en el contenido de los contratos, su forma de constitución, liquidación y plazos asociados a la misma.