

DOCUMENTO TÉCNICO

Actualización de la clasificación de inversionistas

Diana Carolina Mesa y Daniel Méndez Delgado ^a

Ana María Prieto Ariza ^b

a. Asesores, b. Subdirectora Desarrollo de Mercado

Unidad de Regulación Financiera
Bogotá D.C., Colombia. Agosto de 2020.

Resumen

En desarrollo de los objetivos estructurales, en los últimos años el Gobierno Nacional ha impulsado diversas acciones específicas que lleven a que el mercado de capitales sea un escenario en donde todo hogar y firma con excesos de liquidez tenga acceso al mercado de capitales para convertirlos en inversión en productos acordes a su perfil de riesgo y horizonte de inversión.

A través de la regulación se ha propendido por promover la diversificación de las oportunidades de inversión en el mercado de capitales a través del fortalecimiento de la industria de fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado y la creación de la actividad de financiación colaborativa (*crowdfunding*), entre otros.

Pese a los avances en este frente, el crecimiento en el número de inversionistas activos y la ampliación de su perfil no ha sido el esperado. De conformidad con lo anterior, la Misión del Mercado de Capitales 2019 sugirió la necesidad de revisar las definiciones de inversionista profesional y cliente inversionista, entre otras reformas que permitan desarrollar un marco regulatorio adecuado para nutrir la participación de nuevos inversionistas, necesidad que se incrementa particularmente en la coyuntura económica generada por la pandemia del COVID-19.

El presente documento analiza las condiciones actuales relacionadas con las definiciones mencionadas anteriormente y expone las modificaciones propuestas a su marco regulatorio, con el fin de generar un ambiente propicio para la diversificación de oportunidades de inversión para la totalidad del espectro de inversionistas en el mercado de capitales.

El presente estudio técnico fue aprobado por el Consejo de Directivo de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF en sesión del 26 de agosto de 2020

Contenido

Introducción

Situación Actual

Experiencia Internacional

Propuesta normativa inicial

Comentarios recibidos y propuesta normativa definitiva

Bibliografía

INTRODUCCIÓN

Uno de los objetivos principales de la regulación es generar el ambiente propicio para que el sistema financiero sea incluyente, lo cual comprende dos aristas, a saber: que las empresas de todos los tamaños y riesgos inherentes encuentren alternativas de financiación en el mercado de crédito o en el mercado de capitales, así como que todo hogar y firma con excesos de liquidez tenga el acceso al mercado de capitales para convertirlos en inversión en productos acordes a su perfil de riesgo y horizonte de inversión.

Dentro de los avances a destacar en el frente regulatorio se encuentra que las oportunidades de inversión se han fortalecido de manera significativa. En particular podría señalarse que la industria de fondos de inversión colectiva (FIC) es la puerta de entrada por excelencia de las personas naturales al mercado de capitales y en ella se ha venido materializando la reforma del año 2013, mediante la cual se implementó una arquitectura abierta para la industria. En paralelo, y teniendo en cuenta el crecimiento y potencial de largo plazo de los fondos de capital privado, en 2018 se independizó la regulación para este tipo de vehículos con el fin de crear una estructura organizacional específica, que reconoce la experiencia internacional y recoge las principales prácticas de la industria local.

Aunque en los últimos años y a través de diversas iniciativas regulatorias se han fortalecido estos dos frentes, es cierto que la actual coyuntura económica hace más evidente la necesidad de ampliar las oportunidades de participación tanto de oferentes como de demandantes en el mercado local. Por ésta razón, el Gobierno Nacional adelanta proyectos normativos que permitan el acceso a recursos por parte de empresas pequeñas y medianas mediante su ingreso al mercado de valores a través del segundo mercado o de la actividad de financiación colaborativa (*crowdfunding*), así como mayores eficiencias para la participación de emisores tradicionales y potenciales en el mercado principal y facilidades para el proceso de consecución de capital y posterior cierre e inversión efectiva de fondos de inversión colectiva.

En la misma línea, desde la perspectiva de la demanda se encuentran bajo estudio (con participación de los agentes de mercado) los regímenes de inversión de los portafolios administrados por AFP y aquellos que respaldan las reservas técnicas de las aseguradoras con el propósito de que jueguen un papel más activo en la reactivación del mercado de valores local, a la vez que se adoptan estándares internacionales en la administración de recursos de seguridad social.

Sin perjuicio de las medidas mencionadas anteriormente, es necesario ampliar la base de inversionistas en el mercado de capitales y en este sentido es fundamental alinear los incentivos de las entidades que ofrecen productos de inversión en el mercado con el fin de que se amplíe la oferta de productos a clientes que hoy en día se encuentran fuera de dicho mercado.

Situación actual

Los incentivos mencionados en la sección anterior están relacionados en gran parte con las definiciones y condiciones asociadas a la protección de inversionistas profesionales y clientes inversionistas. El artículo 4 de la Ley 964 de 2005 facultó al Gobierno Nacional para definir quiénes tendrán la calidad de cliente inversionista y de inversionista profesional teniendo en cuenta los volúmenes de inversión, la habitualidad, la profesionalidad, los conocimientos especializados y los demás factores relevantes, así como las reglas aplicables a las relaciones entre dichos inversionistas y los emisores e intermediarios.

Producto de la facultad mencionada, el Artículo 7.2.1.1.2 del Decreto 2555 define al inversionista profesional en los siguientes términos:

“Podrá tener la calidad de "inversionista profesional" todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión.

Para efectos de ser categorizado como "inversionista profesional", el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones:

- 1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV, o*
- 2. Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV”.*

De manera complementaria, el Artículo 7.2.1.1.4 define que *“tendrán la categoría de "cliente inversionista" aquellos clientes que no tengan la calidad de "inversionista profesional”.*

La diferenciación entre las categorías de inversionistas en Colombia tiene efectos en dos grandes aspectos: 1) la protección y 2) el acceso a productos o mercados específicos. En el primer caso, se contempla que debe haber mayor protección al cliente inversionista al considerarse un inversionista no experto o habitual en el mercado de valores y, en esta medida, se asocia la mayor protección a deberes diferenciados en la intermediación respecto de: información, asesoría, mejor ejecución, políticas y procedimientos especiales, entre otros. No debe olvidarse que, de conformidad con la regulación vigente, cualquier inversionista profesional *“tiene derecho a solicitar el tratamiento de “cliente inversionista”, de manera general o de manera particular respecto de un tipo de operaciones en el mercado de valores”*¹.

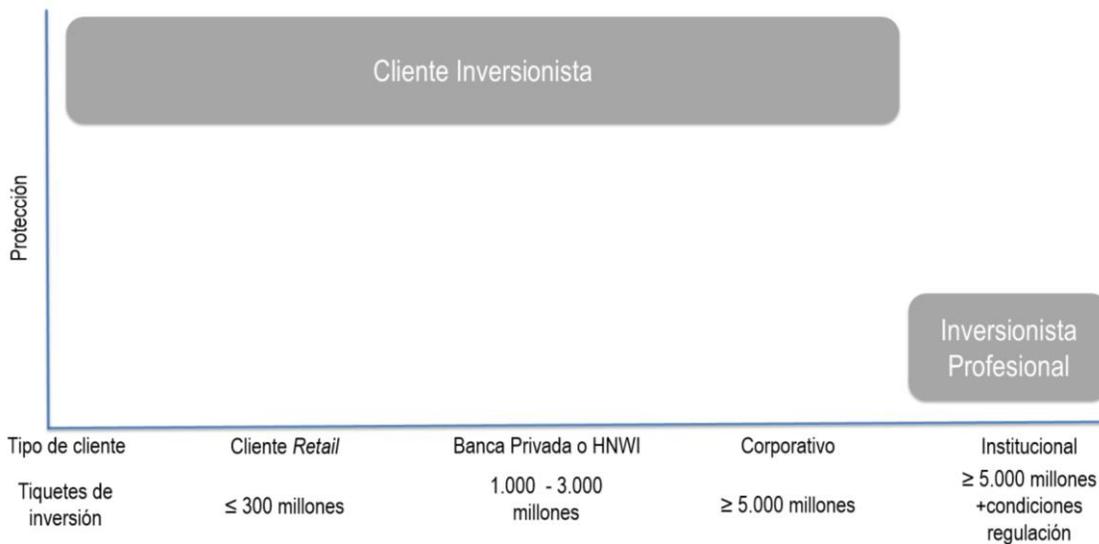
Respecto a la protección dada por el acceso a productos o segmentos específicos del mercado de valores se tiene, por ejemplo, que bajo la regulación vigente el segundo mercado solo admite la

¹ Artículo 7.2.1.1.6. del Decreto 2555 de 2010.

participación de inversionistas profesionales, al igual que los valores de contenido crediticio en modalidad no estandarizada y los contratos de estabilización de precios, entre otros.

A pesar de los costos que implican para los intermediarios y los administradores de portafolio, estas condiciones diferenciadas entre las categorías de inversionista encuentran sentido en los casos en los que los inversionistas no tienen el conocimiento o la experiencia que les permita dimensionar y evaluar los riesgos asociados a productos u operaciones particulares del mercado. No obstante, la clasificación de clientes actual no permite diferenciar realmente la diversidad en conocimiento, experiencia y perfil de riesgo al interior de las distintas categorías de inversionistas.

Gráfica 1. Clasificación de Inversionistas – Condiciones de mercado actuales



Fuente: Sondeo industria administración de activos

Lo anterior, ha tenido como consecuencia que entidades o personas naturales con niveles de patrimonio significativos y que tienen experiencia o conocimiento en los productos del mercado de capitales sean tratados como clientes inversionistas, tratamiento que resulta costoso tanto para los intermediarios como para los mismos inversionistas. Razones por las que un grupo de clientes que puede ser atractivo, hoy resulta excluido o sub-atendido por el mercado.

Experiencia internacional

Si bien las condiciones de protección y acceso son un factor común de diferenciación entre categorías de inversionistas en las diferentes jurisdicciones usadas como referente, los criterios bajo los cuales se clasifican los inversionistas y las variables bajo las cuales se miden dichos criterios son diversas entre ellas.

Estados Unidos

Debido a la arquitectura del mercado de esta jurisdicción, los instrumentos que caen en el mercado público son aquellos que deben contar con mayor nivel de transparencia en su administración, riesgos

y costos asociados, por lo que se convierten en los títulos o vehículos en los cuales naturalmente deben participar los clientes no expertos o *retail*, cliente no acreditado que, dada su condición, puede invertir en productos registrados en la SEC y administrados por entidades vigiladas por éste ente regulatorio o alguno de orden estatal.

Aquellos instrumentos o vehículos de inversión que se circunscriben al mercado privado (*private placement*) tienen características particulares en términos de riesgos respecto de los emitidos en el mercado público, además de que es posible que el título o vehículo puede no estar registrado en la SEC o que el administrador no sea vigilado, y en consecuencia solo pueden ser ofrecidos a los inversionistas que se consideren expertos o conocedores administradores de estos riesgos.

Es ese el caso de instrumentos como los fondos de cobertura, fondos de capital privado y emprendedor que pueden ser ofrecidos a compradores institucionales calificados, compradores calificados, clientes calificados e inversionistas acreditados, aunque en este último caso se limitan los niveles de apalancamiento de los productos financieros como medida de protección a una categoría de inversionista que si bien puede estar en capacidad de absorber pérdidas por su nivel de patrimonio, no cuenta con los mismos sistemas de administración de riesgos de los inversionistas institucionales o clientes calificados.

De acuerdo a diversas normas de la SEC, la clasificación de inversionistas obedece a los volúmenes de patrimonio propio o recursos administrados en nombre de terceros y en diciembre de 2019 se actualizó la definición de inversionista acreditado con el fin de ampliar su espectro con la reducción de montos de patrimonio a demostrar, permitiendo además sumar el de la pareja permanente y para incluir el criterio de verificación de conocimiento o experiencia en los riesgos potenciales de las operaciones o vehículos a los cuales se pueden acceder en esta categoría.

A continuación, en la Tabla 1 se muestran de manera resumida las definiciones de los tipos de inversionistas que incluye la regulación en Estados Unidos y que permiten un alto nivel de heterogeneidad en tamaño, pero también de habitualidad y conocimiento del mercado.

Tabla 1. Tipos de inversionistas y definiciones en Estados Unidos

Clasificación	Definición
Compradores Institucionales calificados	Personas jurídicas propietarias o administradores de USD 25 M ≤ portafolios de inversión ≥ USD 100 M
Comprador calificado	Persona natural propietaria de portafolios de inversión ≥ USD 5 M (directa o indirectamente con parientes o relacionados) Persona jurídica propietaria de portafolios de inversión ≥ USD 25 M QIB actuando en nombre propio
Ciente calificado	Persona natural o jurídica con AUM ≥ USD 1M Persona natural o jurídica con NW ≥ USD 2,1M Es un comprador calificado Es un empleado de inversiones del IRA o IA
Inversionista acreditado	Persona natural NW ≥ USD 1M Exceso de ingreso en dos años seguidos y con expectativa de continuidad ≥ USD 200 K Persona jurídica que sea propiedad de inversionistas acreditados Persona jurídica no formada para hacer inversiones y con excesos de activos en dos años seguidos ≥ USD 5 M Empleados de IA o RIA (firmas vigiladas)
Ciente no acreditado	Todos aquellos que no caen en ninguna otra categoría

Reino Unido/MiFID

De acuerdo a la directiva sobre mercados de instrumentos financieros, la clasificación de inversionistas tiene como criterio básico la capacidad de evaluar y administrar los riesgos asociados a los productos de inversión y al respecto define tres grandes categorías, a saber: contrapartes elegibles, cliente calificado y cliente minorista. Para los dos primeros, son permitidos todos los productos del sistema sin surtir el test de idoneidad o de conveniencia, ello teniendo en cuenta que son entidades que por su razón social destinan no solo recursos financieros sino que cuentan con un equipo calificado para la administración de riesgos.

Por su lado, el cliente minorista (al no estar en capacidad de administrar de manera profesional los riesgos) está atado a los productos que resulten de la intersección entre su test de idoneidad y de conveniencia, que adicionalmente se actualiza periódicamente para mantener la verificación de este *match*.

Los criterios para cada una de las categorías se muestran a continuación:

Tabla 2. Tipos de inversionistas y definiciones en MiFID

Clasificación	Definición
Contraparte elegible	<ul style="list-style-type: none"> - Administradores de recursos de terceros -Gobiernos nacionales -Bancos centrales -Entidades supranacionales o multilaterales
Cliente profesional	<ul style="list-style-type: none"> -Todo regulado -LLC o LP con activos netos \geq£5M -PJ con matriz o subsidiaria E14 con: Activos \geq €12,5 M, Net turnover \geq €25M y Promedio de empleados anuales \geq 250 -PJ o que cumpla 2 de: Activos \geq €20 M Net turnover \geq €40 M Tiene inversiones (fondos) \geq €2 M -Todo aquel que quiera ser tratado como profesional y pruebe que tiene conocimiento y firme los consentimientos de riesgo, volatilidad, etc
Cliente minorista	Todo aquel que reciba recomendación personal para invertir

Brasil

De manera análoga a la regulación vigente en Estados Unidos, se presume que los productos listados son aquellos que ofrecen los más altos estándares de transparencia tanto en términos del comportamiento financiero del producto, como de los costos y tarifas asociados al mismo y en razón de lo anterior son los productos a los cuales puede acceder la categoría de inversionista no calificado, que se convierte en el instrumento para limitar los riesgos que asume el cliente no experto en el mercado.

Existe una categoría llamada cliente calificado que puede ser una persona natural o jurídica con un portafolio de inversiones de al menos un millón de reales brasileños y que pueden acceder a vehículos especializados como fondos inmobiliarios no listados en bolsa, a los cuales no puede acceder el *retail*.

Al ser el inversionista profesional la más alta categoría en la regulación brasilera, a la que pertenecen todas las entidades autorizadas por el Banco de Brasil para operar, los clubes de inversión vigilados por la CMV y las personas naturales o jurídicas con portafolios de mínimo 10 millones de reales, se les permite el acceso la más amplia gama de productos tanto a nivel local como extranjero.

Chile

En esta jurisdicción, la clasificación de inversionista tiene como criterio la capacidad de administración de riesgo y en razón de ello, la categoría de inversionista institucional, en la que caen todas las

entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores y Seguros, puede participar en ofertas que no cumplan los requisitos de oferta pública o tener niveles de concentración en la participación en vehículos de inversión.

En un segundo escalón aparece la tipificación de inversionistas calificados y establece que se considera calificado aquella persona jurídica o natural que cuente con inversiones iguales o mayores a 2.000 UF y que adicionalmente cumplan con alguno de los siguientes requisitos:

- Contar con activos iguales o superiores a 10.000 UF.
- Haber realizado transacciones en el Mercado de Valores por un monto igual o superior a 1.000 UF, con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 años.
- Contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva invertir en el mercado de valores

Propuesta normativa inicial

La evaluación de los criterios vigentes en la regulación para definir quién puede ser acreditado como inversionista profesional respecto a los estándares internacionales, particularmente a aquellas jurisdicciones de la región, permite concluir que ya sea medido por el patrimonio o por el tamaño de portafolio de inversiones tiene una brecha importante, al ser los montos en Colombia significativamente superiores a los de países vecinos como Chile o Brasil.

Tabla 3. Comparativo requisitos inversionistas profesionales o equivalentes

	Estados Unidos	MiFID	Brasil	Chile	Colombia
Variable riqueza	-	-LLC o LP con activos netos \geq £5M (COP 24.000 MM)	-	Activos iguales o superiores a 10.000 UF (COP 1.400 MM)	Patrimonio igual o superior a 10.000 SMMLV (COP 8.780 MM)
Portafolio de inversiones	Persona natural propietaria de portafolios de inversión \geq USD 5 M Persona jurídica propietaria de portafolios de inversión \geq USD 25 M	Tiene inversiones (fondos) \geq €2 M (COP 8.700 MM)	PN o PJ con inversiones \geq \$R 1 M (COP 715 MM)	PN o PJ con inversiones \geq 2.000 UF (COP 715 MM)	Portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 SMMLV (COP 4.390 MM)

Incluso en términos comparativos al nivel de riesgo al que pueden acceder categorías de inversionistas como los clientes calificados en Estados Unidos, cuyo rango de activos bajo administración empieza en USD \$1 millón (aproximadamente \$3.600 millones de pesos), que en Colombia la categoría de inversionista profesional se empieza a considerar en 5.000 SMMLV, puede considerarse alto teniendo en cuenta las condiciones socio económicas per cápita de la población de ambos países.

Con el fin de cerrar la brecha y de generar el espacio propicio para el ingreso de nuevos inversionistas al mercado de valores, se propone realizar un ajuste proporcional en los requisitos de patrimonio, portafolio de inversiones y montos operados en la variable de habitualidad de la definición de inversionista profesional a 6.000, 3.000 y 21.000 SMMLV respectivamente. Lo anterior tomando como

base el tamaño de portafolio que en promedio los intermediarios y administradores de activos consideran atractivo para estructuración individual de portafolios de inversión que de acuerdo a la consulta a diversas administradoras de portafolio locales para las cuales el monto oscila entre \$1.500 y 3.500 millones de pesos y es la razón por la que se propone pasar de 5.000 a 3.000 SMMLV. Teniendo en cuenta, adicionalmente que esta disminución representa el 40%, se propone armonizar los demás requisitos vigentes para la profesionalidad del inversionista en el mismo porcentaje.

Adicionalmente se incluyen en el Artículo 7.2.1.1.3, en el que se definen los otros clientes categorizados como "inversionista profesional" o su equivalente, los inversionistas que en las jurisdicciones de la Alianza del Pacífico sean reconocidos como profesionales, o su equivalente. Lo anterior, con el fin de promover la integración financiera con los países que hacen parte de la alianza a la vez que se protege a los inversionistas con los estándares de los países de los que son originarios.

Desde el punto de vista de la coherencia entre las condiciones de protección a los inversionistas y aquella requerida para el desarrollo de ciertos escenarios o productos, con la modificación de montos se hace necesario sin embargo, exceptuar la participación en valores de contenido crediticio en modalidad no estandarizada y en los contratos de estabilización de precios de activos a inversionistas habituales del mercado, por lo que solo los inversionistas que acrediten haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de a 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente por un valor agregado de 21.000 SMMLV, podrán acceder a dichos productos.

De otro lado y en consideración a la relevancia que ha tomado la verificación del conocimiento o experiencia de los clientes que se consideran calificados o acreditados en jurisdicciones como Chile, Reino Unido y Estados Unidos, se propone que en adelante este criterio tenga mayor protagonismo en el proceso de acreditación de un inversionista profesional, a través de los criterios que de manera clara la entidad establezca en sus políticas y procedimientos en el proceso de vinculación del cliente.

En todo caso, no se proponen modificaciones al Artículo 7.2.1.1.6 del Decreto 2555 que reza: "Al momento de clasificar a un cliente como "inversionista profesional", los intermediarios de valores deberán informarle que tiene derecho a solicitar el tratamiento de "cliente inversionista", de manera general o de manera particular respecto de un tipo de operaciones en el mercado de valores. En este último evento, el "inversionista profesional" podrá solicitar tal protección cada vez que se inicie la realización del nuevo tipo de operaciones..."

Por último y también con el objetivo de adoptar estándares internacionales en materia de Fondos de Capital Privado, se propone vincular la definición de inversionista profesional a la constitución de participaciones de fondos de capital privado, considerado producto de alto riesgo, de manera que no tenga restricción de monto mínimo para cuando se trate de inversionista profesional, considerando en todo caso que para ser acreditado en tal calidad deberá demostrar el conocimiento de los riesgos de los productos en los que quiera participar.

Para los clientes inversionistas, se propone que la constitución de compromisos de inversión, o de inversiones propiamente dichas sea como máximo el 20% de lo que resulte mayor entre sus ingresos y el patrimonio al momento de la entrada. Lo anterior con el objetivo de promover la continuidad en el desarrollo particular de vehículos de *venture capital* que a su vez requieren la participación activa y

protegida de las personas naturales y en general de clientes inversionistas se incluye en la propuesta una participación máxima que además incentiva la diversificación de riesgo para estos agentes del mercado.

Comentarios recibidos y propuesta normativa definitiva

Los comentarios de la industria a este proyecto de decreto fueron agrupados de la siguiente forma:

1. Alcance de la clasificación de inversionistas.

Los comentarios recibidos permiten evidenciar que hay inquietudes sobre el uso que se le da a la clasificación de inversionistas en la regulación local y se propone que, si bien la clasificación implica un nivel de protección diferenciado y asociado a la asesoría necesaria para los inversionistas, no debería tener consecuencias sobre el acceso a diversos productos o mercados.

En respuesta a la mencionada inquietud, es de vital importancia señalar que en las jurisdicciones donde se tiene una clasificación de inversionistas, la categorización tiene por objeto principal la protección del inversionista, entendiéndose que quien tiene menos conocimientos o experiencia en los productos o servicios ofrecidos en el mercado de capitales tienen que contar con el más alto nivel de protección. Uno de los mecanismos para asegurar la protección de los inversionistas es precisamente el acceso limitado a ciertos productos, escenarios u operaciones que pueden tener niveles particulares de riesgo, por lo que la dimensión de acceso está inmersa en el concepto de protección.

Adicionalmente, se considera que la limitación en el acceso tiene por objetivo adicional la protección de los escenarios a los cuales se permite la participación de agentes especializados, como por ejemplo, el segundo mercado, que para su correcto desarrollo requiere la total confianza en el conocimiento de los participantes.

Por las razones mencionadas en los párrafos anteriores, la sugerencia de desligar ambos conceptos, no fue acogido en la versión final de la propuesta.

2. Inquietudes respecto de la acreditación de conocimiento o experiencia del inversionista profesional.

Sobre el particular, los comentarios recibidos fueron mixtos, en el sentido de que por una parte se cuestiona la inclusión de este nuevo criterio, mientras que de otro lado, la inquietud se enfocó en la modificación de la redacción en el artículo 7.2.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010, toda vez que la redacción vigente establece en su primer inciso que: *“Podrá tener la calidad de “inversionista profesional” todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión”*. Por último, se evidencian dudas sobre los requisitos para acreditar el requisito.

Al respecto, es importante mencionar que la modificación en la redacción al artículo vigente responde a los estándares internacionales, los cuales establecen que si bien es necesario revisar las condiciones para ampliar de manera eficiente la base de inversionistas en los mercados de capitales,

lo anterior debe ser coherente con la heterogeneidad en la especialización de los inversionistas que por las modificaciones regulatorias entran a una categoría que ofrece menos protección.

Por lo anterior, se considera fundamental que las entidades desarrollen las políticas y procedimientos necesarios para determinar si los inversionistas pueden acceder al régimen de protección y acceso a productos propio de los inversionistas profesionales. Si bien la propuesta inicial incluía como posibilidad una certificación del Autorregulador del Mercado de Valores, se aclara en el proyecto de decreto aprobado para expedición que es responsabilidad de las entidades estructurar la manera de evaluar el requisito para sus inversionistas, teniendo en cuenta que el criterio de experiencia está directamente relacionado al tiempo que lleva el inversionista participando en el segmento o producto a evaluar y el conocimiento hará referencia al general sobre el mercado de valores.

Por último, se reconoce en la versión final de la propuesta normativa que, con el fin de viabilizar la certificación de conocimiento o experiencia de personas no vinculadas a entidades vigiladas como una de las posibilidades para garantizar que los inversionistas cuentan con el conocimiento y experiencia requeridos, es necesario modificar el alcance establecido en el Decreto 2555 de 2010 sobre la función de certificación de la AMV.

3. Inversiones reconocidas para el valor del portafolio de los inversionistas profesionales.

El parágrafo 1 del artículo 7.2.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010 vigente establece que; *“Para determinar el valor del portafolio a que hace mención el numeral 1o del presente artículo, se deberán tener en cuenta únicamente valores que estén a nombre del cliente en un depósito de valores debidamente autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia o en un custodio extranjero”*.

Sobre el particular, se recibió y acoge la sugerencia de incluir una lista enunciativa que incluye las unidades de FIC abiertos, FIC cerrados que invierten en valores, FIC cerrados que invierten en títulos valores y demás activos, en Fondos de Capital Privado o cualquier tipo de fondo cuyas unidades de participación no sean administradas por Deceval, siempre que las entidades sociedades administradoras de dichos vehículos certifiquen las unidades o participación propiedad del inversionista. Se excluyen de esta norma los recursos de seguridad social de los inversionistas.

4. Reconocimiento expreso de los gestores de fondos de capital privado como inversionistas profesionales.

No se evidencian fundamentos suficientes ni experiencia internacional que sustente la propuesta, máxime cuando la especialización de los gestores de fondos de capital privado se concentra en títulos no listados en el mercado de valores por lo que no necesitan acceder a las flexibilidades de la categoría de inversionista profesional.

5. Modificación del límite para la constitución de participaciones de fondos de capital privado.

Respecto a la mencionada propuesta, se recibieron comentarios en dos vías: a) la pertinencia y b) el mecanismo de verificación de la participación máxima por parte de clientes inversionistas de hasta 20% de lo que resulte mayor entre el patrimonio o los ingresos anuales.

En el primer frente, se considera esencial tener en cuenta que la inversión en fondos de capital privado representa un riesgo muy superior a la de otros instrumentos del mercado de valores y por esta razón es necesario establecer mecanismos de protección para el inversionista que para esta industria se considera como el límite de exposición de riesgo.

La regulación vigente establece que esa limitación de exposición está dada por compromisos de inversión de mínimo 600 SMMLV, límite que ha sido muchas veces señalado como talanquera para el desarrollo de la industria teniendo en cuenta la proporción de la población con esta cantidad de recursos dispuestos a comprometerla a largo plazo.

La propuesta pretende eliminar todo límite (inferior o superior) para los inversionistas profesionales, y establecer como mecanismo de protección para el cliente inversionista un límite de concentración de riesgo en un activo que intrínseca e históricamente, y a nivel mundial presenta altos niveles de volatilidad.

De otro lado, cabe resaltar que la revisión regulatoria internacional en la materia arroja como resultado dos tipos de modelos. El primero, en el que se permite la participación en fondos de capital privado solamente a inversionistas calificados sin ningún límite a su inversión (ej: Estados Unidos) y el segundo, en el que se permite la inversión por todo tipo de inversionistas con limitaciones a su participación (ej: Reino Unido). Teniendo en cuenta la modificación propuesta a la clasificación de inversionistas pero con el fin de permitir la participación de clientes inversionistas en la industria de fondos de capital privado, se propone una mezcla de los modelos mencionados.

Sobre el mecanismo de verificación de la participación máxima por parte de clientes inversionistas, en los comentarios se hace énfasis sobre la probabilidad de incumplimiento del límite propuesto por caídas en el valor del patrimonio del inversionista, por lo que se aclara que la verificación se debe realizar al momento de suscripción del compromiso de inversión (con base en, por ejemplo, el valor de patrimonio de la declaración de renta vigente), teniendo en cuenta que bajo el escenario actual o el propuesto si el inversionista incumple su compromiso de inversión, el reglamento prevé la cesión de la participación.

Por último, se recibió y acogió la sugerencia sobre la revisión del cumplimiento del límite de constitución de participaciones que resulta del proceso de la negociación de las unidades en el mercado secundario, particularmente de la imposibilidad de que la responsabilidad de la verificación recayera sobre la sociedad administradora cuando las unidades de los fondos están listadas en un sistema de negociación. En la versión final del proyecto de decreto se modificó la propuesta inicial para aclarar que, en el caso mencionado, la información del cumplimiento del límite máximo de participaciones en este tipo de vehículos debe ser proporcionada por el inversionista al intermediario (que participe en la negociación de la participación), quien la tomará como cierta y a través de la cual certificará el requisito como responsable regulatorio.

BIBLIOGRAFÍA

- Decreto 2555 de 2010.
- FCA Handbook. Chapter 3. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/3/5.html>
- Ley N°18.045 de 2008. file:///C:/Users/Jessica/Downloads/ncg_216_2008.pdf
- National Securities Markets Improvement Act of 1996. <https://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>
- Securities Act of 1933 ("Securities Act"). Rule 501 of Regulation D. <https://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>
- Securities Exchange Act of 1934.
- Securities and Exchange Commission (2019). Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions. <https://www.sec.gov/rules/concept/2019/33-10649.pdf>
- Instrução CVM N° 554, de 17 de dezembro de 2014, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM N° 564/15 e 566/15. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>
- Rigobon, R., & Et al (2019). *Misión del Mercado de Capitales*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Embajada de Suiza en Colombia.