

Aguirre Soriano, David Andrés

Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales

PANORAMA, vol. 7, núm. 12, enero-junio, 2013, pp. 143-170

Politécnico Grancolombiano

Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=343929224009>



*PANORAMA*,

ISSN (Versión impresa): 1909-7433

[panorama@poligran.edu.co](mailto:panorama@poligran.edu.co)

Politécnico Grancolombiano

Colombia



Aspectos jurídicos sobre el rol  
de la fiducia en el mercado de  
capitales



# Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales<sup>1</sup>

Legal aspects on the role of trust in the capitals market

Aspectos legais do papel da fidúcia no mercado de capitais

**David Andrés Aguirre Soriano (Colombia)**

Universidad del Rosario.  
davico\_1972@hotmail.com

Abogado, egresado de la Universidad la Gran Colombia, (Bogotá) investigador en derecho económico, comercial y de las nuevas tecnologías. Autor del artículo científico "El posible impacto de la patentabilidad del software en la economía colombiana" publicado en el No. 6 de la revista "Derecho, Comunicaciones y Nuevas Tecnologías", (2011) de la facultad de derecho de la Universidad de los Andes.

## Resumen

Este artículo tiene por objeto, el análisis del rol del fiduciario en el mercado de capitales, quien se constituye como protagonista al participar como inversionista institucional, emisor de valores y a través de los fideicomisos de inversión y de manejo de procesos de titularización; figuras que serán analizadas jurídicamente en el presente trabajo.

## Abstract

This article aims at the analysis of the role of the trustee in the capitals market, who becomes protagonist by participating as institutional investor, issuer of values and through investment trusts and management of securitization processes; these figures will be analyzed in the present paper.

**Palabras clave:** regulación financiera, intermediario, titularización, fideicomiso, mercado de capitales.

**Key words:** financial regulation, intermediate, securitization, trust, capitals market.

## Resumo

Este artigo tem como objetivo a análise do papel do administrador no mercado de capitais, que está estrelando em participar como investidor institucional, emitente de valores mobiliários e através de fundos de investimento e gerenciamento de processo de securitização; figuras vontade legalmente analisados neste trabalho.

**Palavras chave:** regulação financeira, intermediário securitização do mercado de capitais.

<sup>1</sup> La presente idea de investigación, surge como una inquietud académica, originada en el "Seminario internacional en materia de fiducia: aspectos relevantes para un debate jurídico y económico", organizado por la Asociación de Fiduciarias de Colombia, la Universidad Externado de Colombia y la Universidad del Rosario, en el mes de Octubre de 2011.

**Para citar este artículo/ To cite this article/ Para citar este artigo**

Aguirre, David (2012). Aspectos jurídicos sobre el rol de la fiducia en el mercado de capitales. *Panorama*, VII (12), 143 - 170.

## Introducción

La Ley 45 de 1923, originada en la misión Kemmerer y contratada por el gobierno Colombiano de la época,<sup>2</sup> dio lugar al modelo de sistema financiero de *banca especializada*, en el cual las entidades financieras se debían especializar según los diferentes tipos de negocio; contrario censo lo ocurrido con la Ley 45 de 1990, disposición que marcó un nuevo modelo de sistema financiero de *matriz filiales*, y que a su vez se perfeccionó con la Ley 35 de 1993,<sup>3</sup> modelo en el que los *establecimientos de crédito* -como los bancos comerciales e hipotecarios,<sup>4</sup> corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y por otro lado las *compañías de seguros* de vida y generales- son las matrices de un grupo financiero que, con algunas restricciones, pueden invertir en filiales especializadas de servicios financieros para de esta manera conformar un respectivo grupo financiero (Serrano, 2007, pp. 32- 33).

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

El precepto constitucional contenido en el artículo 78 de la Carta Magna, consagra el derecho de los usuarios y consumidores de bienes y servicios como un derecho colectivo, denominado dentro de la teoría constitucional como de tercera generación; asimismo en los artículos 334 y 335 se consagra el deber del estado de intervenir en la economía, que a su vez responde al modelo económico del sistema capitalista denominado *intervencionista* o del “*estado gendarme*”, como también es teóricamente conocido. Dicho modelo naturalmente dentro de su espectro abarca los mercados financieros, en los cuales el estado interviene a través de instrumentos conocidos como: regulación, supervisión y autorregulación,

Algunos estudios indican que parece haber un vínculo entre la regulación y la probabilidad de que un país entre en crisis; pues a mejor regulación y supervisión, mejor manejo frente a la misma<sup>5</sup>. Por ende, el presente trabajo, se orienta hacia el análisis de la doble protección del inversionista en el negocio fiduciario de inversión, desde el análisis del instrumento de intervención estatal en los mercados financieros, denominado regulación sobre consumidor financiero e inversionista de los mercados de valores.

2 Misión contratada por el gobierno del entonces presidente Pedro Nel Ospina, llevada a cabo con la colaboración de cinco expertos, bajo la dirección del profesor Edwin Walter Kemmerer, para que asesorara al gobierno en la aplicación de cambios legislativos en los ramos de la hacienda, la banca y la emisión monetaria.

3 Dicha disposición fijó responsabilidades en relación con la función de regulación asignada al gobierno y la de supervisión asignada a la entonces superintendencia bancaria.

4 Que a partir de la ley 510 de 1999 asumió las funciones de las corporaciones de ahorro y vivienda.

5 Di Caprio. Banking Crises: Causes and Effects 1980 - 1996, en la pagina web del Banco Mundial, 1996.

## Consideraciones jurídicas generales aplicables a las sociedades fiduciarias

La fiducia encuentra su origen en el *common law*, sin embargo en el *civil law*, existen algunos antecedentes que se asemejan a tal figura, tal como es el caso de la figura del ejecutor testamentario desarrollada, entre otros, por el derecho germánico, en el cual —en ausencia de posibilidad para hacer testamento— se le transfería la propiedad a un individuo denominado *salmann*, quien se comprometía a seguir las instrucciones del constituyente, respecto del destino de tales bienes, figura que más adelante evolucionó al concepto de *treuhand*, a través del cual la propiedad era una vez más, transferida a un *treuhander* para que este cumpliera las instrucciones encomendadas, so pena de que el constituyente recobrara la propiedad de los bienes. En este concepto del *treuhand*, el derecho del beneficiario se limita a buscar que la obligación a cargo del *treuhander* sea realizada a su favor, es decir, no tiene ningún derecho sobre la propiedad durante la vigencia del encargo, a diferencia del *trust* en el *common law*. Es el *common law*, con la denominada figura *trust*<sup>6</sup> anglosajón quien funge como antecedente fundamental de lo que se conoce en Colombia como *fiducia*, dado que el *trust* admite la doble titularidad sobre el patrimonio afectado, en cabeza del fiduciario (*trustee*) y del beneficiario o fideicomisario (*Cestui que trust*), mientras el *civil law* no admite tal esquema.

Lo anterior significa que en el *trust* anglosajón coexisten dos derechos de dominio, lo cual implica que el fiduciario y el fideicomisario o beneficiario, ostentan un derecho real sobre el bien,<sup>7</sup> el cual resulta oponible *erga omnes*, protegido por principios de “derecho en equidad” y no de “derecho común”; debido a que en el *trust* se analiza la propiedad no desde el punto de vista del objeto sobre el cual recae el derecho, sino desde el interés o beneficio que ella pueda generar, por ende sobre un mismo objeto pueden coexistir dos intereses económicos, mientras que en el *civil law* —naturalmente de corte *romano - germánico*— la doble titularidad de derechos de propiedad, compartida con el beneficiario del negocio, es inexistente; por tanto el beneficiario tendrá que limitarse a esperar que se cumpla determinada finalidad, para que así se le reporte a este un beneficio (Rengifo, 1998, pp. 32, 36- 37).

El negocio fiduciario es un negocio que se encuentra fundado en la confianza (*Trust*), en el cual la sociedad fiduciaria recibe el encargo de realizar una labor por parte de un constituyente, quien le confía el desarrollo de una tarea específica, esta figura es más conocida como el fideicomiso. El *trust* se integra por tres elementos personales y uno patrimonial: fideicomitente (*Settlor*), quien proporciona los activos con los cuales se constituye un patrimonio autónomo, una sociedad fiduciaria (*Trustee*) que administra los activos fideicometidos con los cuales se constituye el patrimonio autónomo o encargo del fideicomitente y un beneficiario (*Cestui que trust*), quien recibe los beneficios que se puedan generar, que puede ser el mismo constituyente o un tercero diferente. Por otro lado, se encuentra el

6 Valga la aclaración que el *trust* tiene un sentido jurídico y una significación económica, desde una significación económica la palabra *trust*, se utiliza para denominar e individualizar una forma de concentración empresarial de carácter contractual, tendiente a desarrollar prácticas monopolísticas o restrictivas de la competencia, mientras desde el punto de vista jurídico el término *trust*, expresa una relación jurídica. (Rengifo: 1998, P. 27)

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

patrimonio autónomo de afectación, el cual no hace parte de los activos de la sociedad fiduciaria, que administra dicho patrimonio, de ahí que dicho patrimonio autónomo se maneja en contabilidad separada (Serrano, 2007, p. 40).

En Colombia el contrato de fiducia se manejó atípicamente hasta la expedición del Código de Comercio de 1971, en el cual se tipificó la figura en su libro IV, (Arrubla, 2005, p. 103). Así las cosas, el contrato de fiducia mercantil se encuentra tipificado en el artículo 1226 del Código de Comercio; a su vez las sociedades fiduciarias y sus operaciones autorizadas, se encuentran reguladas en los artículos 29<sup>8</sup>, 53<sup>9</sup>, 80<sup>10</sup>, 119<sup>11</sup>, 148<sup>12</sup>, 149<sup>13</sup> y 151<sup>14</sup>, entre otros, del EOSF (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), de igual manera el espectro normativo es ampliado por el Decreto 2555 de 2010, libro 5 y la circular básica jurídica 007 de 1996 de la Superintendencia Bancaria que, a su vez, fue modificada en su capítulo V por la circular 046 de 2008, de la Superintendencia Financiera, entidad que fusionó la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores,<sup>15</sup> a través del Decreto 4327 de 2005.

El negocio fiduciario básicamente tiene dos clasificaciones jurídicas; la fiducia mercantil y el encargo fiduciario. De esta manera, se puede decir que las sociedades fiduciarias pueden celebrar encargos fiduciarios, contratos de fiducia mercantil y de fiducia pública, para así llevar a cabo su actividad económica. Naturalmente surge la imperiosa necesidad de establecer la diferencia entre el uno y el otro:

Según el tratadista Javier Serrano, con base en disposiciones legales vigentes, el encargo fiduciario se define como un contrato en el que no se presenta la transferencia de la propiedad y, por ende, no se constituye un patrimonio autónomo.

“Entiéndase por encargo fiduciario el negocio en virtud del cual una persona llamada fideicomitente o engargante entrega uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario sin transferir el dominio de los mismos, para que esta última cumpla las instrucciones y finalidad determinada por el encargante en este contrato a diferencia del de fiducia mercantil, el fiduciario no adquiere la calidad de propietario de los bienes que recibe, sino que reconoce dominio ajeno.”

Asimismo, “entiéndase por fiducia mercantil el negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada fiduciante o fideicomitente transfiere uno o más bienes especificados a otra llamada fiduciario, quien se obliga a

8 Operaciones que constituyen el objeto social de las sociedades fiduciarias.

9 Establece la obligación para quien quiera realizar el negocio fiduciario, de constituirse como sociedad anónima mercantil.

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

11 Establece que tales sociedades deben tener un objeto exclusivo.

12 Garantía de la gestión fiduciaria a través de depósitos de seguridad.

13 Fiducia para la emisión de títulos.

14 Normas sobre Fideicomiso de Inversión.

15 CBJ, 007 de 1996, capítulo V. Operaciones autorizadas a las sociedades fiduciarias:

administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el fideicomitente, en provecho de este o de un tercero llamado fideicomisario o beneficiario” (1989).

Diferente a lo que ocurre con el “vehículo” denominado, *contrato de fiducia mercantil* en el que sí se presenta dicha transferencia de propiedad y constitución de un patrimonio autónomo, tal como lo menciona el artículo 1226 del CCIO el cual lo tipifica de la siguiente manera:

*“La fiducia mercantil es un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario. Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario. Solo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán tener la calidad de fiduciarios”.*

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

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

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

En Colombia las personas jurídicas con objeto especial, pueden llevar a cabo el negocio fiduciario, sean o no filiales de un establecimiento de crédito o de una compañía de seguros, quienes realizan actividades de diferente naturaleza, entre las cuales se encuentra la fiducia de inversión, de administración, inmobiliaria, de garantía, pública, entre otras. En el artículo 29 del Decreto 633 de 1993, se establecen las operaciones, y el alcance de las mismas que pueden realizar las sociedades fiduciarias en desarrollo de su objeto social.

*“a. Tener la calidad de fiduciarios, según lo dispuesto en el artículo 1226 del Código de Comercio; b. Celebrar encargos fiduciarios que tengan por objeto la realización de inversiones, la administración de bienes o la ejecución de actividades relacionadas con el otorgamiento de garantías por terceros para asegurar el cumplimiento de obligaciones, la administración o vigilancia de los bienes sobre los que recaigan las garantías y la realización de las mismas, con sujeción a las restricciones que la ley establece. c. Obrar como agente de transferencia y registro de valores; d. Obrar como representante de tenedores de bonos; e. Obrar, en los casos en que sea procedente con arreglo a la ley, como síndico, curador de bienes o como depositario de sumas consignadas en cualquier juzgado, por orden de autoridad judicial competente o por determinación de las personas que tengan facultad legal para designarlas con tal fin; f. Prestar servicios de asesoría financiera; g. Emitir bonos actuando por cuenta de una fiducia mercantil constituida por un número plural de sociedades, de conformidad con*

*lo dispuesto en el artículo 3o., del Decreto 1026 de 1990 y demás normas que lo adicionen o modifiquen, sin perjuicio de lo previsto en los artículos 1 y 2 ibídem. Igualmente, dichas entidades podrán emitir bonos por cuenta de dos o más empresas, siempre y cuando un establecimiento de crédito se constituya en avalista o deudor solidario del empréstito y se confiera a la entidad fiduciaria la administración de la emisión; h. Administrar fondos de pensiones de jubilación e invalidez, previa autorización de la Superintendencia Bancaria, la cual se podrá otorgar cuando la sociedad acredite capacidad técnica de acuerdo con la naturaleza del fondo que se pretende administrar”.*

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

*Decreto 633 de 1993, Art. 29, num. 2, Fiducia de inversión. “Las sociedades fiduciarias podrán desarrollar operaciones de fideicomiso de inversión mediante contratos de fiducia mercantil, celebrados con arreglo a las formalidades legales, o a través de encargos fiduciarios.*

Entiéndese por “fideicomiso de inversión” todo negocio fiduciario que celebren las entidades aquí mencionadas con sus clientes, para beneficio de éstos o de los terceros designados por ellos, en el cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente y con lo previsto en el presente Estatuto.

Asimismo la fiducia de inversión se constituye como una operación de intermediación del mercado de valores,<sup>16</sup> es decir, dentro de los negocios fiduciarios, pues es único en su género; por tal connotación, tal como lo consagra el Decreto 2555 de 2010, en su artículo 7.1.1.1.2, numeral 3.

*“Artículo 7.1.1.1.2 Operaciones de intermediación en el mercado de valores.*

*Son operaciones de intermediación en el mercado de valores las siguientes:*

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

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

## **Tipos de negocio fiduciario según la regulación**

Así las cosas el vehículo fiduciario tiene varios tipos de negocio que no están tipificados en el CCIO ni en el Decreto 633 de 1993, pero sí se encuentran desarrollados y definidos en la circular básica jurídica 007 de

<sup>16</sup> Otras operaciones de intermediación en el mercado de valores son: El contrato de Comisión, (adquisición de valores a nombre propio, por cuenta ajena) El contrato de Corretaje, el contrato “Under Writing” o de colocación de valores, la asesoría de cualquier naturaleza para la adquisición y enajenación de valores, la adquisición de valores por cuenta propia, entre otras.

1996 de la Superintendencia Bancaria, modificado en su capítulo V por la circular básica jurídica 046 de 2008 de la Superintendencia Financiera, en su numeral 8 y ss.:

*Fiducia de Inversión*, (contenido en la CBJ, tit. V, cap. I, num. 8.1, con arreglo a lo dispuesto en el art. 29, num. 2 y art. 151, num. 3 del EOSF) este tipo de negocio fiduciario a su vez según su finalidad contiene los *fideicomisos de inversión con destinación específica*,<sup>17</sup> que son aquellos que tienen por finalidad principal invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones impartidas por el constituyente; en otras palabras es el fideicomiso donde se administran recursos de terceros para su inversión en un portafolio de títulos valores, la *administración de inversiones de fondos mutuos de inversión*,<sup>18</sup> que son aquellos que implican la celebración de un negocio fiduciario con fondos mutuos de inversión para la administración fiduciaria de sus inversiones.

*Fiducia inmobiliaria*, es un negocio fiduciario que tiene básicamente la finalidad de administrar recursos destinados a la realización de un proyecto inmobiliario, o administrar recursos relacionados a la realización del mismo, de acuerdo a lo establecido en el contrato puede ser: a) de *administración y pagos*, que son aquellos que implican la transferencia de un bien inmueble a una sociedad fiduciaria pudiéndose o no transferir otros recursos, con el fin de administrar el proyecto inmobiliario, realizar los pagos relacionados con el desarrollo del mismo conforme

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

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

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

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

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

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

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

a las instrucciones establecidas en el acto constitutivo, así como entregar o transferir las unidades construidas a los respectivos beneficiarios o fideicomisarios; b) *de tesorería* que son aquellos que tienen por finalidad principal, que la sociedad fiduciaria invierta y administre recursos en efectivo, encaminados a la realización de un proyecto inmobiliario; y c) *de preventas*, que consiste en la obligación principal para la fiduciaria de llevar a cabo el recaudo de los dineros originados en el mercadeo y consecución de interesados en adquirir inmuebles en dicho proyecto. La fiduciaria recibe dineros de los interesados con los que estos se han vinculado al mismo, la fiduciaria administra dichos recursos y los invierte con el fin de cumplir con las condiciones establecidas.

*Fiducia de administración*, son aquellos que tienen por objeto la entrega de bienes a una sociedad fiduciaria, transfiriendo o no su propiedad, con la finalidad de que dichos recursos sean administrados y a su vez realice lo establecido por el constituyente frente a la destinación de los bienes, al igual que de sus respectivos rendimientos puede tener varias modalidades: a) *administración y pagos*, que son aquellos que tienen por finalidad la administración de bienes como el dinero así como sus respectivos rendimientos, los cuales pueden estar destinados al pago y cumplimiento de las obligaciones señaladas por el fideicomitente; b) *administración de procesos de titularización*,<sup>19</sup> que es aquel negocio que tiene por objeto administrar una emisión de valores originados en un proceso de titularización de activos, con el fin de crear un respaldo de la rentabilidad y pago de los títulos emitidos, pudiendo la fiduciaria utilizar los activos del patrimonio autónomo para gestionar el pago oportuno de las obligaciones propias del proceso de titularización; c) *administración de cartera*, que es aquel que tiene por finalidad fundamental la administración de cartera productiva o improductiva de entidades financieras, así como del sector real; y d) *administración de procesos concursales*, que es aquel que se constituye en virtud de la designación de una fiduciaria para que liquide y promueva un proceso concursal y tiene como objetivo la administración de los recursos afectos a dicha finalidad.

*Fiducia en garantía*, es aquel que se constituye cuando una persona transfiere recursos a un fiduciario con el fin de cubrir obligaciones propias o de terceros, presenta varias modalidades: a) *fiducia en garantía propiamente dicha*, que es aquel negocio en el que se transfiere de manera irrevocable la propiedad de un bien con el fin de cubrir el cumplimiento de obligaciones propias o de terceros, mediante la venta o remate de los bienes para que con este producto se dé el pago de dichas obligaciones garantizadas, en dicho tipo de negocio fiduciario el beneficiario es tanto el constituyente, como el acreedor; y b) *fiducia en garantía y fuente de pagos*, que es aquel negocio que tiene por finalidad la transferencia irrevocable a un fiduciario de un flujo futuro de recursos, producto de una cesión de derechos económicos al constituyente que de igual manera se destinan a cubrir obligaciones del fideicomitente o de un tercero.

*Fiducia con recursos del sistema general de seguridad social*, que es aquel en el que se entregan dineros a un fiduciario para que sean gestionados y administrados, dependiendo de la finalidad encomendada por el constituyente puede ser: a) *de pasivos pensionales*, que es aquel en el que se entregan sumas de dinero a un fiduciario para que administre, invierta, constituya reservas y garantías destinadas a atender pasivos pensionales, como el pago

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

de mesadas atrasadas, pago de cuotas partes pensionales entre otras obligaciones derivadas; y b) *de recursos de la seguridad social*, que es aquel negocio en el que los recursos entregados a un fiduciario para su administración, deben ser destinados a la ejecución de operaciones de áreas como la salud y riesgos profesionales.

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

La regulación sobre el negocio fiduciario de inversión, debido a las continuas modificaciones, presenta sendas dificultades en su comprensión, dado que las disposiciones codificadas en el Decreto 633 de 1993 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), resultan desactualizadas, ambiguas y sin conexión alguna con la regulación subsiguiente por vía de nuevos decretos, y circulares externas; dificultando así la comprensión y adecuado entendimiento de tal figura por parte de inversionistas, profesionales, juzgadores, funcionarios, investigadores, estudiantes, etcétera.

A manera de crítica constructiva, se puede decir que la regulación colombiana sobre negocio fiduciario de inversión, resulta compleja y confusa, dejando al intérprete la carga de absolver tales confusiones, que deben ser aclaradas por la academia, dada la evolución que ha tenido este cuerpo regulatorio, en aspectos que se pretende aclarar a continuación.

EOSF. Artículo 29, numeral 2. Fiducia de inversión. "...Entiéndese por "fideicomiso de inversión" todo negocio fiduciario que celebren las entidades aquí mencionadas con sus clientes, para beneficio de éstos o de los terceros designados por ellos, en el cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente y con lo previsto en el presente Estatuto;

Las sociedades fiduciarias podrán conformar fondos comunes ordinarios de inversión integrados con dineros recibidos de varios constituyentes o adherentes para el efecto."

EOSF. Artículo 151, numeral 3. Estipulación de la destinación específica de los recursos entregados a título de fideicomiso de inversión. El constituyente o adherente deberá expresar en el contrato, de manera inequívoca, los bienes o actividades específicas en los cuales deben invertirse los recursos o la persona o personas a quienes deben entregarse en todo o en parte los dineros en desarrollo del negocio y el título y las condiciones en que tal entrega debe realizarse, de tal manera que el desarrollo del negocio fiduciario no se convierta en un mecanismo a través del cual se realicen actividades que, de conformidad con la ley, únicamente pueden desarrollar los establecimientos de crédito debidamente autorizados para la captación masiva y habitual de dineros del público.

En ningún caso la destinación de los recursos podrá ser establecida por la entidad fiduciaria o encontrarse preimpresa en los modelos de contrato que se empleen para el efecto.

**PARÁGRAFO.** En el evento de que el constituyente o adherente no haga la precisión a que se refiere el presente artículo o tratándose de fideicomisos diferentes a los de inversión en que se requiera un tiempo para cumplir la finalidad señalada en los encargos o negocios fiduciarios y no se haya indicado la destinación específica que deba dársele a los dineros durante ese lapso, los recursos recibidos deberán destinarse al fondo común ordinario de que tratan los incisos 2 y 3 del numeral 2, del artículo 29 de este Estatuto.

Así las cosas, el papel de aclarar tales aspectos como siempre le corresponde a la academia; por tanto respecto de la disposición citada anteriormente nótese que da a entender que existen dos modalidades de fiducia de inversión, dado que en la práctica la inversión de recursos dinerarios como objeto del negocio, permite distinguir varias posibilidades de inversión a partir de dos grandes grupos: fideicomisos individuales, comúnmente llamados de destinación específica; y el de los fideicomisos colectivos o mejor dicho de administración colectiva (Rodríguez Azuero, 2005, pp. 390- 391).

*El fideicomiso individual* es la forma más sencilla a través de la cual el constituyente transfiere al fiduciario sumas de dinero o establece las reglas generales en las que podrá hacerlo en el futuro, con la finalidad de que el fiduciario las invierta de acuerdo con sus instrucciones, ante la perentoria prohibición legal para el fiduciario de abstenerse de hacerlo<sup>20</sup> o de direccionar los recursos, a ser manejados en el fondo común ordinario como supletoriamente se establece<sup>21</sup>. (Rodríguez Azuero, 2005, pp. 390-391).

*El fideicomiso colectivo* o mejor dicho de administración colectiva, para el caso en que se cumpla la condición mencionada en el parágrafo del artículo 151, numeral 3 del EOSF, que dé lugar a la medida supletoria de direccionar tales recursos para ser manejados en el fondo común ordinario, en tal caso la administración de tales recursos es conjunta con la de otros constituyentes o adherentes al fondo común, por ende la inversiones del fondo no pertenecen a ningún fideicomitente en particular<sup>22</sup>. (Rengifo, 1998, p. 122).

De lo anteriormente expuesto, con base a los ilustrativos argumentos de dos insignes docentes y tratadistas, se explica brevemente el espíritu normativo de los artículos 29, numeral 2 y 151, numeral 3 del EOSF.

Cabe advertir categóricamente que dichas disposiciones, fueron tácitamente derogadas por ser incompatibles con el Decreto 2175 de 2007, y el Decreto 2555 de 2010, parte 3, sobre carteras colectivas, disposición que modificó el concepto de fondo común ordinario para redefinirlo y denominarlo como cartera colectiva.

Asimismo la regulación especial subsiguiente, sobre tipos de negocios fiduciarios, no contempló la posibilidad de que en un negocio fiduciario de inversión un fideicomitente, omita expresar en el contrato de manera inequívoca instrucciones, sobre los bienes o actividades específicas en los cuales deben invertirse los recursos o el

20 Contenido en: Artículo 151 numeral 3 del EOSF.

21 Contenido en: Parágrafo del artículo 151 del EOSF.

22 Contenido en: Artículo 29 numeral 2 del EOSF.

beneficiario o beneficiarios a quienes deben entregarse en todo o en parte los dineros en desarrollo del negocio y el título y las condiciones en que tal entrega debe realizarse, que puedan dar lugar a la medida supletoria contenida en el párrafo, del artículo 151 numeral 3, del EOSF; sin embargo en tal acto jurídico de fiducia mercantil o encargo fiduciario enmarcado en el negocio fiduciario de inversión, el fideicomitente puede definir de manera expresa e inequívoca, que tales recursos sean invertidos en una cartera colectiva, cuya política de inversión sea la renta fija, renta variable, derivados, entre otros.

### **Circular básica jurídica 007 de 1996, modificada en su título V, capítulo I, por la circular externa 046 de 2008.**

#### *8.1 Fiducia de Inversión*

##### *8.1.1 Fideicomisos de inversión con destinación específica*

*Es el negocio fiduciario celebrado con arreglo a lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 151 del EOSF, en el cual se consagra como finalidad principal la inversión o colocación a cualquier título de sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones impartidas por el constituyente.*

En conclusión, desapareció la excepción contenida en el párrafo, del artículo 151 numeral 3 del EOSF, y la definición y comprensión de fondo común ordinario; cabe advertir que en vigencia de tales disposiciones, ninguna sociedad fiduciaria podía administrar más de un fondo común ordinario de inversión, por ministerio del art. 146, num. 5 del EOSF, modificado por el artículo 37 de la Ley 795 de 2003.

### **Función económica de la fiducia**

La utilización de la fiducia, responde a diversas necesidades de los empresarios, con una fundamental característica: seguridad y confianza en sus operaciones. Por tanto se puede afirmar que la función económica que cumple toda fiducia, es precisamente otorgar confianza a las partes para realizar sus negocios jurídicos, toda vez que la presencia de la fiduciaria, como entidad especializada y vigilada, otorga tranquilidad a las partes respecto del negocio que se proponen realizar. (Arrubla, J., 2005, pp.116- 117).

Según el Premio Nobel de economía (1991) Ronald H. Coase; en su artículo científico publicado en 1937 titulado, “*La naturaleza de la empresa*”, considera que la empresa crece en la medida que un empresario organiza operaciones (entiéndase operaciones como prestaciones de bienes y servicios) adicionales, asimismo se considera que esta decrece, cuando el empresario abandona dicha organización de operaciones adicionales (Núñez, A., 2005, p.79).

Según Coase, lo que da lugar al crecimiento e integración de las empresas, es la evitación de los denominados costos de transacción del mercado, a los que se ven avocados los empresarios, cuando en lugar de usar sus recursos propios internos, salen al mercado para encontrar esos bienes y servicios. Dicho planteamiento asevera

que factores como la incertidumbre,<sup>23</sup> información asimétrica generadora de oportunismo, (riesgo moral),<sup>24</sup> y factores sobrevivientes como los conflictos, dan lugar a los costos de transacción de mercado, en menor o mayor proporción (Krause, M., 2005, p.106).

El concepto que se ha mencionado, es el punto de partida de posteriores estudios, como el realizado por el también premio Nóbel de economía, Oliver Williamson, quien aporta un nuevo concepto denominado “**activo específico**” (Entiéndase como aquel activo físico que no se puede cambiar de lugar, verbigracia: ciudad, área de producción, ;sin que pierda valor, o genere altos costos por su traslado de lugar o uso, el “recurso humano” puede ser un activo específico cuando comporta un entrenamiento y capacitación especializada, por lo cual un traslado a otra área de producción distinta para la que fue capacitado y especializado en principio, generaría un alto costo) al estudio de los costos de transacción, considerando que este nuevo concepto, ubicado dentro de algunos sectores de la economía, constituye un factor que hace más altos dichos costos. (Núñez, A., 2005, p.95)

Es así como Coase, con la ampliación teórica de Williamson sobre costos de transacción, da lugar a una importante herramienta teórica para el análisis de problemáticas en la contratación pública, en sectores estructurales de la economía como el de infraestructura: puertos, energía, minería y servicios públicos, entre otros, que por definición tienen un alto componente de activos específicos que, a su vez, presentan mayor incertidumbre, comportamientos oportunistas y frecuentes renegociaciones contractuales (Pérez, H. 2011, p.6).

En el marco de los negocios realizados entre empresarios, visto desde el enfoque del *análisis económico positivo del derecho*,<sup>25</sup> la fiducia tiende a reducir los costos de transacción, generando eficiencia en las transacciones, dado que esta figura, mitiga el factor i) racionalidad limitada<sup>26</sup>, que ocasiona el acceso a la información de manera limitada, generando incertidumbre; por otro lado la existencia ii) del factor oportunismo y del denominado “riesgo moral”, generador de información asimétrica entre los agentes; como supuestos de conducta de los individuos, y otros factores sobrevivientes tales como iii) los conflictos entre estos, que son factores que generan el incremento de costos de transacción, en la relación contractual, por aspectos tales como: I- entre las partes interesadas, existe una probabilidad de error por desconocimiento de un mercado o sector económico, así como por desconocimiento de la adecuada administración especializada para la estructuración de un negocio o la ejecución del mismo (*información asimétrica*, aspecto que el fiduciario debe mitigar, dando cumplimiento a su deber de asesoría en la estructuración del negocio fiduciario y en la administración especializada del mismo); II-costos de cobertura de riesgo de crédito

23 La incertidumbre, sobreviene de la racionalidad limitada, mejor entendida como información limitada, la cual genera incertidumbre sobre el futuro, en particular en transacciones de escasa frecuencia y alta especificidad en los activos.

24 El riesgo moral surge cuando una de las partes aprovecha la variación en las circunstancias después de la celebración del contrato para obtener beneficios no anticipados.

25 El análisis económico del derecho metodológicamente se aborda desde dos enfoques; análisis económico normativo del derecho y análisis económico positivo del derecho, el primer enfoque tiene por objeto, el planteamiento del deber ser, del contenido de una institución jurídica, es decir sin pretensiones normativas, fundamentando teóricamente, cual sería la medida jurídica mas optima para un problema, es decir el mas adecuado contenido de una norma, con base a criterios rectores, de eficiencia económica. El segundo enfoque mencionado, tiene por objeto el análisis y evaluación del funcionamiento de las normas ya existentes, para determinar el efecto y resultado de las mismas, a través de la observación de las interacciones entre los sujetos y tales normas en particular, valorando así la eficiencia o ineficiencia de las disposiciones objeto de análisis. (Posner, Kelman, Landes: 2011, P. 27) (Núñez, A: 2005, P.123)

26 La racionalidad limitada se define, como aquellas limitaciones de la capacidad del individuo, en el calculo y el lenguaje; la primera corresponde a la capacidad limitada de los individuos de recibir, procesar y almacenar información correctamente, y la segunda corresponde a la capacidad limitada de los individuos para expresar sus conocimientos y sentimientos mediante palabras y símbolos de manera comprensible. (Williamson, Oliver: 1991, P.25)

entre partes contratantes, (*incertidumbre*; depósitos bancarios como garantía, ; aspecto eludible dado que el fiduciario debe recibir los activos para gestionar la consecución de la finalidad señalada para, una vez conseguida, transferir los beneficios al beneficiario); III- riesgo de ocurrencia de fraudes entre las partes, es decir, búsqueda del interés personal con engaño o astucia (*oportunismo*, “*riesgo moral*”; elevados gastos de gerencia, control, auditoría e interventoría, lo cual evidencia la importancia de la fiducia pública, en la lucha contra la corrupción); IV- gastos por incumplimiento de obligaciones entre las partes (*conflictos*; procesos ejecutivos y declarativos extensos, riesgo que es mitigable, dado que la fiduciaria a través de los distintos tipos de negocios fiduciarios, empleando el contrato de fiducia mercantil o encargo fiduciario debe recibir los recursos con traslado de la propiedad o no y cumplir la finalidad señalada por el constituyente, de acuerdo a las condiciones fijadas por este, fungiendo con lealtad frente a los intereses del constituyente y del beneficiario).

La fiducia permite eludir la imperiosa necesidad de suscribir convenios especiales, profundamente pormenorizados que, a su vez, cuentan con etapas especiales para la revisión u obtención de su ejecución, lo cual es un concepto propiamente originado del grado de especificidad de las transacciones entre los empresarios (Núñez, A., 2005).

### **Breves consideraciones sobre mercado de capitales, en relación a la actividad fiduciaria**

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

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

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

En el mercado *intermediado* hay un establecimiento de crédito en el medio entre unidades superavitarias y unidades deficitarias<sup>27</sup>. El establecimiento de crédito capta ahorro del público y lo coloca en la modalidad de créditos comerciales, de consumo e hipotecarios, ganándose un margen de intermediación. Así las cosas, las empresas acuden a los establecimientos de crédito para cubrir sus requerimientos, necesidades y contingencias en cuanto a financiamiento. Mientras que en el mercado *desintermediado* precisamente se evita al establecimiento de

27 Según Javier Serrano, “La presencia de unidades superavitarias y de unidades deficitarias da origen a la intermediación financiera. Dentro de una economía de mercado habrá personas naturales o jurídicas con un nivel de ingresos superior a su nivel de egresos y por lo tanto con la posibilidad de generar un ahorro. Por otro lado, habrá personas o entidades que requieren recursos para financiar su nivel de consumo o de inversión y que por lo tanto requieren del ahorro o superávit generado por el primer tipo de entidades (aquellas con excedentes).”

crédito, ya que las empresas emiten sus propios títulos para captar recursos (acciones, bonos y papeles comerciales), de esta manera se acude directamente al mercado de valores para conseguir su financiamiento (Serrano, 2007, p. 23).

Según el Decreto 2555 de 2010, artículo 7.1.1.1.2, se consideran como operaciones de intermediación del mercado de valores las que se realizan en virtud del 1) contrato de comisión encaminados a adquirir o enajenar valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros a nombre propio, pero por cuenta ajena; 2) contrato de corretaje sobre valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros; **3) el negocio fiduciario de inversión** bajo la figura de fiducia mercantil o de encargo fiduciario encaminado a la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros que no den lugar a la vinculación del fideicomitente a una cartera colectiva de una sociedad fiduciaria; 4) las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en un sistema nacional de cotización de valores extranjeros que sean realizadas por:

### **Las Sociedades Comisionistas de Bolsa, en su rol de gestoras de carteras colectivas, y fondos de inversión de capital extranjero.**

Las Sociedades Fiduciarias en su rol de gestoras de carteras colectivas, fondos de pensiones voluntarias y fondos de inversión de capital extranjero; las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías en su rol de gestoras de fondos de pensiones obligatorios, voluntarios y de fondos de cesantía.

Las Compañías de Seguros en su rol de gestores de fondos de pensiones voluntarias y las Sociedades Administradoras de Inversión en su rol de gestores de Carteras Colectivas.

También constituye operación de intermediación en el mercado de valores, 5) la actividad de colocación de valores, en virtud del contrato atípico de *under writing*; 6) la adquisición o enajenación de valores por cuenta propia y directamente, es decir, por parte de los afiliados a un sistema de negociación de valores, o a un sistema de registro de operaciones sobre valores, quienes solo podrán ser entidades autorizadas y vigiladas por las Superintendencia financiera de Colombia, en desarrollo de sus inversiones propias; 7) las actividades de asesoría de cualquier naturaleza, encaminada a la adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE, o de valores extranjeros listados en una sistema nacional de cotización de valores extranjeros; así como el ofrecimiento de servicios de apoyo a cualquier operación con valores, en los casos anteriores tal actividad solo puede ser realizada por entidades autorizadas y vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

El mercado de capitales en relación a la fiducia tiene una vinculación directa, debido a que la sociedad fiduciaria en el mercado de valores asume roles de; *intermediario, agente emisor, agente de manejo en procesos de*

*titularización*<sup>28</sup>, (este último rol, entiéndase como fiducia de administración de procesos de titularización) en el cual el fiduciario dentro de su rol de *intermediario* del mercado de valores, funge como demandante de portafolios de valores, a través del tipo de negocio fiduciario de inversión, entre otros roles.

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

### **Breves consideraciones sobre riesgos financieros<sup>29</sup> y de la actividad fiduciaria en particular a los que se ven expuestos los fideicomitentes y beneficiarios**

El fideicomitente y el beneficiario, en el marco de los negocios fiduciarios se ven expuestos a tradicionales riesgos financieros tales como el riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y operacional, que si bien son factores que debe analizar el administrador del portafolio, cualquier contingencia derivada de los mismos termina afectando al fideicomitente y al beneficiario, toda vez que bastará con que el fiduciario acredite el cumplimiento del deber de prudencia, diligencia, experticia y profesionalismo, en desarrollo de sus obligaciones de medio, dado que el fiduciario, en ningún caso, podrá asumir obligaciones de resultado. De esta manera pensar en una protección a través del consumidor financiero, pero además del inversionista del mercado de valores, resulta bastante atractivo para la fiducia de inversión.

Los instrumentos de supervisión financiera se han transformado de una manera radical al iniciarse el siglo XXI. A los tradicionales controles de capital, límites y cupos de crédito y liquidez previstos en la regulación financiera de 1950, se han sumado instrumentos de mayor precisión técnica dirigidos al control de los diversos riesgos que enfrenta la industria bancaria, aseguradora y provisional. Al iniciarse el Siglo XXI el enfoque internacional de supervisión que siguió Colombia se concentró en los riesgos de crédito, de mercado, operativo y de gestión. De otra

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

Según Javier Serrano, “En Colombia solo pueden ser este tipo de agentes, las sociedades fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa, las últimas en la medida que lo hagan a través de fondos de valores administrados por ellas, conforme a la reglamentación vigente”.

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

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

29 Según Phillipe Jorion, “puede ser definido como la volatilidad de los flujos financieros no esperados, generalmente derivada del valor de los activos o los pasivos. Los riesgos financieros están relacionados con las posibles pérdidas en los mercados financieros.”

parte, respecto al requisito de capital se pasó desde 1988 a la conocida relación de solvencia de capital sobre activos ponderados por riesgo (López, A., López, G., 2004, p. 76).

El riesgo financiero abarca cuatro grandes tipos de riesgo: riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo operacional. De igual manera las sociedades de objeto especial o los bancos que desarrollen la actividad fiduciaria, —por estar comprendidas dentro del sector financiero— deben soportar los riesgos mencionados y ampliados a continuación:

*El riesgo de mercado* es un tipo de riesgo que invade la orbita de todas las actividades económicas, distinto al riesgo concreto de cada sector que solo recae sobre esa actividad.

En estricto sentido, el riesgo de mercado se deriva de posibles cambios en los precios de activos y pasivos financieros<sup>30</sup>; dicho en otras palabras es la variación del precio de un activo en el mercado. En la actividad fiduciaria el riesgo de mercado radica, en que se valoricen o desvaloricen sus posiciones o portafolios.

La Circular Externa 42 de 2001 de la Superintendencia Bancaria, respecto del riesgo de mercado establece: “El sistema financiero cuenta con activos cuyo valor puede cambiar conforme se modifica el precio de los mismos por cuenta de las fuerzas del mercado”.

Dichos activos pueden ser inversiones en títulos valores, bonos, operaciones de derivados, posiciones en moneda extranjera, entre otros, determinadas pérdidas o ganancias para las entidades dependen de que en el mercado suban o bajen factores como; tasas de interés, tasas de cambio, valor de las acciones, o las condiciones para determinar el sistema de unidad de cuenta UVR. De ahí que la medida del riesgo de mercado es fundamental para conocer la suficiencia de capital que se le debe exigir al sistema financiero que como ya se ha mencionado se encuentra expuesto a este tipo de riesgo.

Dicho riesgo se puede medir con las técnicas de valor en riesgo como concepto gerencial de manejo del riesgo, derivado de las pérdidas por la tenencia de instrumentos financieros ante cambios de precios del mercado, dicho método VAR se convirtió a partir de 1996 en norma obligada para varias naciones, incluido Estados Unidos.

Básicamente el método VAR supone que la distribución probabilística de ganancias o pérdidas en el valor de un portafolio de inversiones, en el corto plazo, es una distribución normal. La probabilidad de que el valor del portafolio caiga es un evento posible, pero de probabilidad baja, que para fines de medición del riesgo, se tiene en cuenta en la relación de solvencia o las provisiones<sup>31</sup>.

30 (Según Phillipe Jorion, dichos cambios también denominados: volatilidades). Se mide a través de los cambios en el valor de las posiciones abiertas.

31 Según Phillipe Jorion, “el VAR resume la pérdida máxima esperada” o peor pérdida” a lo largo de un horizonte de tiempo objetivo, dentro de un intervalo de confianza dado”.

La regulación permite la existencia de modelos internos de valoración del riesgo para aquellos intermediarios que estén en capacidad de hacerlo con un intervalo mínimo de confianza del 98% o subsidiariamente la adopción del modelo estándar dispuesto.

*El riesgo de crédito*, se traduce en la probabilidad de incumplimiento de pago en la contraparte, y de las pérdidas esperadas en colocación de cartera crediticia.

Según la doctrina más calificada en el ámbito internacional sobre riesgo financiero, también incluye al denominado *riesgo prepago*; (si se predica de un país, se denomina soberano y si se predica de una empresa, se denomina de incumplimiento), se materializa cuando los países imponen controles a las divisas extranjeras que imposibilitan a las partes cumplir su obligación. Por otro lado se encuentra el *riesgo de pago*; en el cual una parte puede incumplir en un contrato, después de que una de las partes ha realizado el pago previamente, es muy real para transacciones en divisas extranjeras (Jorion, 2000, p. 34).

Dentro de la actividad fiduciaria, está implicado el riesgo de comprar un portafolio de acciones y que la sociedad emisora quiebre, o la contraparte incumpla en un contrato, es decir, un riesgo de que la contraparte se encuentre en incapacidad de pago<sup>32</sup>.

La Circular Externa 50 de 2001 y 11 de 2002 de la Superintendencia Bancaria, respecto de riesgo crediticio establece: El sistema de administración de riesgo crediticio SARC en las entidades financieras, como esquema general internacional con base al cual las entidades financieras, están autorizadas a amoldar sus modelos internos de medición del riesgo de crédito y así calcular de manera técnica y autónoma las provisiones necesarias para cubrir eventuales pérdidas. También ordena la fijación de políticas crediticias y de control de riesgo crediticio a partir de una idónea estructura organizacional y procedimental que permita asegurar un eficiente sistema de otorgamiento, seguimiento y recuperación de los créditos, en su calidad de activos más importantes del sector.

Dispone el establecimiento de un sistema para medición del riesgo crediticio, que facilite el cálculo de la probabilidad de incumplimiento y de las pérdidas esperadas en colocación de cartera crediticia.

El SARC opera con base al estándar internacional, sistema que como ya se ha dicho, permite una medición más exacta del riesgo crediticio que recae sobre el establecimiento de crédito, con el fin de determinar la relación de solvencia para establecer la suficiencia de capital adecuado que se le debe exigir al sistema financiero que como ya se ha mencionado se encuentra expuesto a este tipo de contingencia.

*El riesgo de liquidez*, es la probabilidad de no contar con recursos líquidos para pagar sus deudas. Según la doctrina más calificada en el ámbito internacional sobre riesgo financiero, dicho riesgo se clasifica en *riesgo de liquidez, mercado/ producto*, es decir, cuando una transacción no puede ser conducida a los precios prevalecientes

<sup>32</sup> Riesgo de que una contraparte incumpla con las posiciones (en cuanto a valores), o contratos.

en el mercado debido a una baja operatividad en el mercado. *Flujo de efectivo/ financiamiento*, incapacidad de conseguir flujos de efectivos necesarios, lo cual puede forzar a una liquidación anticipada, transformando las pérdidas en papel en pérdidas realizadas (Jorion, 2000, p.35).

En la actividad fiduciaria implica que si esta invierte los recursos en un proyecto real, verbigracia un proyecto de construcción, el riesgo se representa en que dichos activos no se puedan volver líquidos, debido a un termino de espera para volverlos líquidos.

Dicho riesgo de liquidez esta asociado al riesgo de crédito, debido a que si una contraparte se declara insolvente *default*<sup>33</sup>, seguramente el pago del crédito se verá comprometido, y a su vez el riesgo de que un activo no se pueda volver líquido se va a incrementar.

*El riesgo operacional*: riesgo de pérdida causada por la falla o insuficiencia de procesos, personas y sistemas internos o acontecimientos externos. Se refiere a las pérdidas potenciales resultantes de sistemas inadecuados, fallas administrativas, controles defectuosos, fraudes y errores humanos.

Según la doctrina más calificada en el ámbito internacional sobre riesgo financiero, el riesgo operativo incluye: *enforcement risk*; el cual abarca las situaciones donde se falla en la ejecución de las operaciones, conduciendo en algunos casos a retrasos o costosas penalizaciones, *fraudes*; implica una falsificación intencional de la información por parte de los operadores, *riesgo tecnológico*; necesidad de proteger los sistemas de acceso no autorizado y de la interferencia, dicho en otras palabras, fallas de sistema, *riesgo de modelo*; es el riesgo que existe de que el modelo utilizado para valorar posiciones sea incorrecto o defectuoso<sup>34</sup>.

Los mencionados riesgos financieros de la actividad fiduciaria en particular, a los que se ven expuestos los fideicomitentes y beneficiarios, en el negocio fiduciario de inversión, se pueden ver mitigados en razón a la posibilidad de que dicho fideicomitente pueda obtener información a través del sistema de información del mercado de valores que lo lleve a garantizar la idoneidad y profesionalismo de quienes administrarán la inversión que el fiduciario deba realizar en razón de la destinación que el fideicomitente dispuso inequívocamente, sumado a la posibilidad de acudir al organismo de autorregulación del mercado de valores, para realizar quejas y reclamos como medida colateral a los instrumentos que prevé la protección como consumidor financiero.

Asimismo en el negocio fiduciario de inversión, la fiduciaria como intermediario en el mercado de valores, debe proceder como experto, prudente y diligente, observando los deberes generales de *transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo*; así como los deberes especiales de información, abstención frente

33 Término utilizado para significar, que una empresa está en incapacidad de pagar sus deudas.

34 Op. Cit, pág. 37.

a los conflictos de interés, documentación, reserva, separación de activos, valoración, mejor ejecución de las operaciones y asesoría frente al cliente inversionista<sup>35</sup>.

Quienes constituyen fideicomisos de inversión, gozan de protección adicional al *sistema de de consumidor financiero*, representada en el *sistema de protección del inversionista en el mercado de valores*; tal cual, todo cliente de una Sociedad Comisionista de Bolsa, o cualquier cliente de una Sociedad Administradora de Inversión, etcétera, tal protección al inversionista en el mercado de valores, con la que el fideicomitente y el beneficiario en el negocio fiduciario de inversión, se cobija tiene la siguiente connotación jurídica.

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

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

Tales deberes especiales son: *Deber de información*; es el deber derivado del principio de buena fe, por un lado en la etapa pre-contractual, el cual consiste en informar íntegramente sobre la naturaleza y características de la relación a contraer, así como las características y riesgos de los productos objeto de inversión y por otro lado durante la etapa contractual <sup>36</sup>, informar el estado de la gestión del fideicomiso o del encargo, en ambos casos la información debe ser clara, objetiva, imparcial, oportuna y completa, *abstenerse de actuar frente a conflictos de interés*; <sup>37</sup> es decir, la sociedad fiduciaria deberá invertir los recursos encargados o fideicomitados, en determinados títulos valores según las instrucciones impartidas por el constituyente, siempre y cuando las sociedades emisoras, aceptantes o garantes de los títulos, no sean matrices ni subordinadas de las institución fiduciaria (Rengifo, 1998, p.121), caso en el cual la sociedad fiduciaria debe abstenerse de realizar tal acto, o cualquier otro que se enmarque en un conflicto de interés ejemplo de estos actos son los siguientes:

35 Decreto 2555 de 2010, artículo: 7.3.1.1.1 y 7.3.1.1.2. Superintendencia Financiera de Colombia, Cartilla de Mercados, Bogotá, 2011, P. 6.

Nota: Tales deberes venían siendo desarrollados por la regulación, desde la resolución 400 y 1200.

36 En el negocio fiduciario de inversión lo previsto en la regulación sobre que, en ningún caso el fiduciario podrá asumir obligaciones de resultado, no puede ser entendido tan tajantemente, a manera de ejemplo, la rendición de cuentas periódicas de su gestión a los constituyentes, son obligaciones instrumentales o accesorias eminentemente de resultado. (Rengifo: 1998, P. 121) (Rodríguez Azuero: 1997, P. 81)

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

*Deber de documentación*<sup>38</sup>. Este consistente en el deber del intermediario de conservar todo tipo de información documental (soportes, comprobantes y demás registros) tendiente a informar al constituyente y al beneficiario, así como a las autoridades, toda gestión realizada en virtud de la fiducia mercantil o del encargo fiduciario de inversión.

*Deber de reserva*. El agente intermediario del mercado de valores, así como sus administradores, funcionarios deben guardar reserva con arreglo a las normas vigentes de la información de las operaciones realizadas sobre valores ejecutadas en desarrollo de la relación contractual, de sus resultados, y de cualquier otra información que tenga carácter confidencial.

*Deber de separación de activos*<sup>39</sup>. El fiduciario debe llevar el balance de la gestión, del patrimonio fideicomitido o encargado, separadamente de su patrimonio propio.

*Deber de mejor ejecución de las operaciones*; por ser el fiduciario un profesional del comercio, de acuerdo a las instrucciones impartidas, este debe buscar la mejor colocación de los recursos fideicomitidos o encargados, (en el negocio fiduciario de inversión) persiguiendo la maximización de los resultados, obrando con experticia, prudencia, diligencia y asimismo gestionando de manera idónea los riesgos financieros.

*Deber de asesoría*<sup>40</sup> consistente en la obligación por parte del fiduciario de orientar de manera idónea, sobre la más eficiente estructuración, del negocio fiduciario de inversión a contraer, y una vez contraído sobre el más eficiente manejo de la relación, en aras de procurar el equilibrio contractual de derechos y obligaciones, en virtud del profesionalismo que reviste al fiduciario de inversión como conocedor de los mercados financieros.

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

39 En el negocio fiduciario de inversión lo previsto en la regulación sobre que, en ningún caso el fiduciario podrá asumir obligaciones de resultado, no puede ser entendido tan tajantemente, a manera de ejemplo; la obligación de llevar cuentas separadamente, de cada negocio y de sus activos propios, son obligaciones instrumentales o accesorias eminentemente de resultado. (Rengifo: 1998, P. 121)

40 Asimismo en aras de proteger al inversionista frente a los riesgos a los que se ve expuesto, se ha creado en una clasificación del perfil de riesgo del mismo, (conservador - moderado - dinámico) con base al cual se debe orientar la asesoría comercial del inversionista en cuanto a los productos ofrecidos, que según sea inversionista profesional, o cliente inversionista requerirá mayor o menor grado de asesoría.

Frente al denominado deber de asesoría del fiduciario, sobre la inversión proyectada, la jurisprudencia arbitral se ha pronunciado al respecto: Laudo arbitral, Inurbe vs. Fidugan, Centro de Arbitraje y Conciliación, de la Cámara de Comercio de Bogotá, Mar. 31/2000.

“Así pues, al fiduciario no le es dado desconocer, ni mucho menos contravenir, las instrucciones que le haya impartido el constituyente de la fiducia de inversión. Pero si le es dado, y además forma parte integrante de su deber profesional, hacer acopio de toda la información a su alcance, de modo de poder suministrarle a su cliente la ilustración más completa posible, para que la decisión final de este resulte la mas apropiada. Y también le es dado y así mismo forma parte de su deber profesional asesorarlo sobre la inversión proyectada, poniéndole de presente todas las razones que su pericia le indique, a fin de que el constituyente pueda contratar con todos los elementos de juicio que requiere”. (Guía jurídica de los negocios fiduciarios en Colombia, jurisprudencia arbitral, Legis, 2011, P. 252)

“La obligación de medio de que es titular el fiduciario, en la fiducia de inversión, se entendería cumplida con el análisis del riesgo de la inversión en cuestión, seguida por la advertencia al fideicomitente, en el sentido de que dicho análisis del riesgo en cuestión, de ser el caso, no hace aconsejable tal inversión”. (Guía jurídica de los negocios fiduciarios en Colombia, jurisprudencia arbitral, Legis, 2011, P. 253)

Dicho fiduciario así como el beneficiario en la fiducia de inversión, por tratarse este negocio de una operación de intermediación en el mercado de valores, tal como la inversión en carteras colectivas, la comisión de compra y venta de títulos valores, cuenta con un sistema de protección de amplio espectro, toda vez que tal esquema se extiende a un sistema de información del mercado de valores (SIMEV) en el que se busca garantizar al inversionista la idoneidad y profesionalismo de quienes fungen como asesores de inversión, operadores y administradores del manejo de los recursos, con el fin de mitigar riesgos operativos y demás riesgos financieros que puedan acrecentarse por la ausencia de experticia y profesionalismo de los intervinientes en la asesoría comercial en inversiones, operación y administración del portafolio.

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

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

En el tipo de negocio fiduciario de inversión, los funcionarios, ejecutivos de inversión que intervienen en la colocación de los recursos y gestión de las inversiones, señaladas por el fideicomitente en los contratos de fiducia mercantil o encargos fiduciarios, deben estar certificados<sup>41</sup> por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), como *operadores especializados* en varias áreas específicas (*renta fija, renta variable, derivados, entre otras*); asimismo deben estar inscritos en el mencionado SIMEV, en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, (RNPMV) sistema adscrito a la Superintendencia Financiera de Colombia.

41 Circular Externa 060 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Personas obligadas a certificarse: 6.3 “Cualquier persona que realice una de las siguientes actividades: (i) Quien ejecute órdenes de clientes o terceros sobre valores, derivados financieros, o quien imparta instrucciones para la ejecución de dichas órdenes, con sujeción a instrucciones, directrices, lineamientos y/o políticas establecidas por la entidad a la cual está vinculado, por los reglamentos o normas aplicables a las carteras colectivas administradas, contratos fiduciarios de inversión, contratos de administración de portafolios de terceros, fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, fondos de cesantías, o directamente por sus clientes, según corresponda” (subrayado aparte)

Es decir, en el caso particular del tipo de negocio fiduciario de inversión, está obligada a certificarse, cualquier persona natural que ejecute órdenes de clientes o terceros sobre valores, derivados financieros, o quien imparta instrucciones para la ejecución de dichas órdenes, con sujeción a las directrices, lineamientos y/o políticas establecidas por la entidad a la cual está vinculado, (sociedad fiduciaria) con base a los reglamentos o normas aplicables en materia de contratos fiduciarios de inversión.

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

Obviamente en los demás tipos de negocio fiduciario, señalados en la CBJ. 007 de 1996, tit. V, cap. I, num. 8<sup>42</sup>, no se prevé legalmente un requisito de certificación, por parte de un organismo de autorregulación, para quienes sean funcionarios gestores del encargo señalado por el constituyente, disminuyendo la probabilidad de contar en este servicio con elevada, experticia, conocimiento, prudencia y diligencia, como la que en el tipo de negocio fiduciario de inversión se ofrece a través de la certificación y la responsabilidad disciplinaria no solo del profesional del mercado de valores (persona natural), sino del agente del mercado de valores (sociedad fiduciaria).

### **Posible canalización de recursos hacia el sector fiduciario de inversión, como resultado del doble esquema de protección del fideicomitente y beneficiario**

El negocio fiduciario de inversión es el único negocio fiduciario que ofrece al fideicomitente y al beneficiario, protección como consumidor financiero y como inversionista del mercado de valores. Por ende dicha doble protección del consumidor financiero en el negocio fiduciario de inversión, se configura como un factor determinante para la selección de tal vehículo fiduciario como instrumento de inversión idóneo, por encima de otros vehículos fiduciarios, tales como la fiducia de administración de procesos de titularización,<sup>43</sup> inmobiliaria, garantía; etcétera, por citar otros negocios fiduciarios; toda vez que la dinámica de doble protección como consumidor financiero y como inversionista de los mercados de capitales, le concede mayores herramientas al inversionista para la defensa de sus intereses económicos.

Aparte de los beneficios evidentes para el constituyente y beneficiario, el fideicomiso de inversión puede contribuir al crecimiento del ahorro nacional, por cuanto entre más conocimiento exista de este procedimiento, mayor volumen de ahorro podrá canalizarse a través de las fiduciarias. El desarrollo del país puede verse beneficiado, en razón de que con los recursos recibidos por parte de los fideicomitentes podrán financiarse sectores productivos de la economía nacional; por ejemplo mediante la emisión de títulos de renta variable (acciones) por las empresas o la emisión de títulos de renta fija, también por las empresas (bonos de deuda privada, papeles comerciales<sup>44</sup>, certificados de depósito a término - CDT<sup>45</sup>) o por parte del estado, (bonos de deuda pública interna - TES) en aras de financiar su déficit primario (Rengifo, 1998, p. 122).

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

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

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

45 Títulos de renta fija emitidos por los bancos.

## Conclusión

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

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

Naturalmente sobre los mercados de capitales, como mercados financieros que son, recaen riesgos financieros tales como el riesgo de mercado, de crédito, de liquidez y operativo; el último es endilgable de manera exclusiva respecto a las pérdidas que sobrevengan por la materialización del mismo a la entidad financiera, en lo que tiene que ver con sus recursos humanos y tecnológicos dependientes, y con circunstancias que sean de su directa responsabilidad.

Por otro lado los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez son riesgos que deben ser gestionados de manera idónea por la entidad financiera (con experticia, prudencia y diligencia), pero en caso de materializarse la probable pérdida, tal carga será asumida por el inversionista, toda vez que en la mayoría de operaciones de intermediación del mercado de valores —tales como carteras colectivas, comisión de bolsa, entre otras, la obligación de los gestores y comisionistas— son de medio y no de resultado, es decir, no responden por el resultado previsto de comprar, vender, ofrecer tal rentabilidad, etcétera, sino por la adecuada gestión y despliegue de esfuerzos encaminados a la realización de la finalidad. Lo mismo ocurre con los negocios fiduciarios, solo que en particularidad el de inversión, por comprender una operación de intermediación en el mercado de valores, lleva consigo una protección del fideicomitente y del beneficiario, similar a la que tendría cualquier otro inversionista del mercado de valores, procurándose un control más riguroso para el fiduciario como agente del mercado de valores y para el ejecutivo de inversión, encargado de realizar las operaciones con valores, señaladas por el constituyente (operando el mercado), como profesional del mercado de valores, bajo el entendido descrito.

## Referencias

- 1.** Arrubla Paucar, Jaime A. Contratos mercantiles, Tomo III, (Contratos contemporáneos), 1ª edición, Díké, Medellín, 2005.
- 2.** Blanco Barón, Constanza. (coordinadora) Memorias, Seminario supervisión y control en Colombia ¿colapso del modelo? Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2005.
- 3.** Casas Sanz de Santamaría, Eduardo. Del “trust” Anglosajón a la fiducia en Colombia, 3ª edición, Temis, Bogotá, 2004.
- 4.** Casas Sanz de Santamaría, Eduardo. La fiducia, 2ª edición, Temis, Bogotá, 1997.
- 5.** Castro de Cifuentes, Marcela. Actos de Comercio, empresas, comerciantes y empresarios, Ediciones Uniandes, Editorial Temis, Bogotá, 2009.
- 6.** Gabino Pinzón, José. Introducción al Derecho Comercial., Temis, Bogotá, 1985.
- 7.** Guía jurídica de los negocios fiduciarios en Colombia, Legis, Bogotá, 2011.
- 8.** Jorion, Phillipe. Valor en riesgo, (edición corregida), Ed. Limusa, Mexico, 2007.
- 9.** Krause, Martín. Economía para emprendedores, Aguilar, Bogotá, 2004.
- 10.** Leal Pérez, Hildebrando. Sistema financiero y asegurador, Leyer, Bogotá, 2003.
- 11.** López Angarita, David Fernando, López Garavito, Luís Fernando. Estrategias de regulación financiera. Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2004.
- 12.** Martínez de Bejarano, Clemencia. Negociaciones Forward, Universidad Externado de Colombia, Bogotá, 2003.
- 13.** Núñez, A. Colección de Derecho Económico, Antecedentes y principios fundamentales del análisis económico de la ley, UEC, Bogotá, 2005.
- 14.** Posner, R., Landes, W., Kelman M. Análisis Económico del Derecho, (Traducido) Universidad de los Andes, PUJ, Instituto Pensar, Bogotá, 2011.
- 15.** Rengifo García, Ernesto. La fiducia mercantil y pública en Colombia, Universidad Externado de Colombia, 2ª edición, Bogotá, 2006.
- 16.** Rengifo García, Ernesto. La fiducia mercantil y pública en Colombia, Universidad Externado de Colombia, 1ª edición, Bogotá, 1998.
- 17.** Revista Semana, Marzo, edición 1560, Bogotá, 2012.

- 18.** Pérez Negrete, Higinio. Revista Economía y Desarrollo, Universidad Autónoma de Colombia, Javegraf, Bogotá, 2011.
- 19.** Rodríguez Azuero, Sergio. La responsabilidad del fiduciario, Ediciones Rosaristas, 1ª edición, Bogotá, 1997.
- 20.** Rodríguez Azuero, Sergio. Negocios Fiduciarios, su significación en América Latina, Legis, 1ª edición, Bogotá, 2005.
- 21.** Rodríguez Azuero, Sergio. Artículo: Reflexiones sobre posibles reformas al régimen de la fiducia mercantil. [www.rodriguezazuero.com/documentos/reformasRegimenfiducia.pdf](http://www.rodriguezazuero.com/documentos/reformasRegimenfiducia.pdf)
- 22.** Rodríguez Azuero, Sergio. Artículo: Basilea y la actividad fiduciaria. [www.rodriguezazuero.com/documentos/basilea.pdf](http://www.rodriguezazuero.com/documentos/basilea.pdf)
- 23.** Rodríguez Azuero, Sergio. Artículo: La obligación de reparar y la responsabilidad fiduciaria. [www.rodriguezazuero.com/documentos/Laobligacion%20.pdf](http://www.rodriguezazuero.com/documentos/Laobligacion%20.pdf)
- 24.** Rosemberg, J.M. Diccionario de administración y finanzas, Grupo editorial océano, Barcelona.
- 25.** Rosillo, Jorge. Matemáticas financieras para decisiones de inversión y financiación, Cenage learning editores S.A., Bogotá, 2009.
- 26.** Serrano, Javier. Mercados financieros, Ediciones Uniandinas - editorial Temis, Bogotá, 2007.
- 27.** Superintendencia Bancaria de Colombia. Jurisprudencia financiera, Imprenta Nacional de Colombia, Bogotá, 2004.
- 28.** Superintendencia Bancaria de Colombia. Jurisprudencia financiera, Stilo Impresores Ltda, Bogotá, 2003.
- 29.** Superintendencia Bancaria de Colombia. Manual de procedimientos de inspección para instituciones financieras, Departamento Editorial del Banco de la República, Bogotá, 1990.
- 30.** Superintendencia Financiera de Colombia. Cartilla de Mercados, Bogotá, 2011. [www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co)
- 31.** Superintendencia Financiera de Colombia, Circular básica jurídica 007 de 1996.
- 32.** Varón Palomino, Juan Carlos. Portafolios de inversión: la norma y el negocio, Ediciones Uniandes - Editorial Temis, Bogotá, 2008.