

Organización y arquitectura institucional de la Industria de Inversión Colectiva y de su supervisión

I. CARACTERÍSTICAS Y TIPOLOGIA DE LAS IIC	31
PARTICULARIDADES DE LAS IIC EN IBEROAMÉRICA	31
Introducción	31
Forma jurídica	34
Tipología	34
IIC Tipo	37
DIVISIÓN DE LAS IIC SEGÚN EL OBJETO DE INVERSIÓN	37
MODO DE REPRESENTACIÓN DE LAS IIC	39
LA COTIZACIÓN DE LAS IIC	41
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS ICC	44
II. CONSTITUCIÓN DE LAS ICC	45
CREACIÓN DE IIC ABIERTAS SIN PERSONALIDAD JURÍDICA	47
CREACIÓN DE IIC CERRADA SIN PERSONALIDAD JURÍDICA	49
CREACIÓN DE IIC CON PERSONALIDAD JURÍDICA Y FIDECOMISOS	50
LA AUTORIDAD SUPERVISORA EN LA CONSTITUCIÓN DE LAS IIC	51
REQUERIMIENTO DE CAPITAL O PATRIMONIO Y NÚMERO DE INVERSORES PARA LAS IIC	52

III. ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE LA INDUSTRIA DE IIC	55
PRINCIPALES PARTICIPANTES	55
FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA O GESTORA	57
REQUISITOS PARA LA AUTORIZACIÓN Y REGISTRO DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA O GESTORA	64
FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL DEPOSITARIO O CUSTODIO ..	70
REGISTRO Y REQUISITOS ESPECÍFICOS DEL DEPOSITARIO O CUSTODIO ..	74
NORMAS DE SEPARACIÓN ENTRE GESTORAS Y DEPOSITARIO	78
EL RESCATE Y TRASPASO ENTRE IIC	79
IV. NORMAS DE CONDUCTA Y REGULACIÓN DEL CONFLICTO DE INTERÉS ..	80
V. MARCO NORMATIVO	87
INTRODUCCIÓN	87
SÍNTESIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS IIC IBEROAMERICANAS	88
TENDENCIAS ACTUALES REGULATORIAS	95
ORGANISMOS CON COMPETENCIA DE REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y AUTORIZACIÓN	97
FACULTADES DEL ORGANISMO SUPERVISOR	99
CAPACIDAD SANCIONADORA	100
LA AUTORREGULACIÓN DEL SECTOR DE IIC	101
REFORMAS EN CURSO	104

Organización y arquitectura institucional de la Industria de Inversión Colectiva y de su supervisión

I. CARACTERÍSTICAS Y TIPOLOGÍA DE LAS IIC

PARTICULARIDADES DE LAS IIC EN IBEROAMÉRICA

Introducción

El rasgo determinante de las IIC lo constituye la captación pública de bienes, fondos o derechos del público para su gestión e inversión en todo tipo de activos o instrumentos, siempre que el rendimiento para el inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Bajo esta consideración, la forma jurídica en que se organice tal captación puede no resultar determinante y venir motivada, en la mayoría de los casos, por cuestiones históricas, fiscales o normativas, que no alcanzan a desfigurar el principal objetivo de este tipo de instituciones, que no es sino el de posibilitar el acceso del pequeño ahorrador a un tipo de inversión en ocasiones altamente sofisticada que requiere, de un lado, conocimientos y dedicación suficientes y, de otro, medios adecuados para llegar a ser eficiente.

Tres son las principales formas jurídicas en las que, tradicionalmente, se ha organizado el conjunto de bienes captado del público:

- Como estructura societaria típica materializada, fundamentalmente, en la forma de sociedad anónima, aún cuando resulta posible identificar otras formas de relevancia marginal. La gestión de la inversión en estas formas societarias puede ser realizada de manera autónoma o a través de entidades especializadas.
- En forma de patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación es efectuada por

una sociedad gestora que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario o figura equivalente. El derecho de propiedad admite diversas formas de representación: certificados, cuotas, participaciones, etc.

- Mediante la constitución de fideicomisos administrados por una sociedad fiduciaria.

Dentro de cada forma jurídica es posible identificar, a su vez, diversos modos organizativos y operativos que propician la aparición de una amplia tipología de instituciones de inversión colectiva.

Así, en una primera aproximación, es posible distinguir entre instituciones de carácter abierto o cerrado. Son IIC de tipo abierto aquellas en las que, a petición del tenedor, los títulos representativos del patrimonio de la institución pueden ser recomprados o reembolsados, directa o indirectamente, con cargo a los activos de la propia institución. Es decir, la suscripción y rescate de tales títulos puede realizarse en cualquier momento.

Por el contrario, en las IIC de tipo cerrado, una vez finalizado el período de colocación no se admiten nuevas suscripciones ni solicitudes de reembolso hasta la disolución de la institución o hasta la finalización del plan de inversiones (salvo que se produzcan los supuestos que, de conformidad con lo previsto en el reglamento de la institución, habilitarían al inversor a solicitar la baja en la institución: cambios sustanciales en su organización, en la política de inversión, etc.).

Es frecuente en este tipo de instituciones que se solicite la cotización de los títulos representativos de su patrimonio en algún sistema de contratación organizado, como mecanismo de liquidez para el inversor. Asimismo es habitual, dado el carácter pseudo permanente de la inversión y la general delimitación de su objeto inversor, que se prevea la constitución de asambleas generales de inversores, u otras figuras corporativas, a fin de decidir sobre los temas propios de la institución.

En una segunda aproximación, sería posible distinguir entre instituciones de reparto y de acumulación. En las primeras se prevé la distribución periódica de los rendimientos obtenidos por la IIC, mientras que en las segundas aquéllos pasan a engrosar el patrimonio de la institución, siendo percibidos por el inversor únicamente en el momento en que se traspasan o reembolsan los títulos representativos de la inversión.

Un tercer elemento distintivo en las instituciones de inversión colectiva lo constituye el objeto de la inversión. En un primer estadio es frecuente distinguir entre IIC de carácter financiero e IIC no financieras. Obviamente, las primeras tienen

como objeto la inversión o gestión de activos financieros, mientras que las segundas operan principalmente sobre activos de otra naturaleza.

Entre las IIC de carácter financiero la vocación inversora de la institución admite múltiples combinaciones: instituciones que invierten en activos monetarios, en renta fija, en renta variable o fondos mixtos; instituciones que invierten a corto, medio o largo plazo; en mercados exteriores o en activos denominados en moneda extranjera, etc. Esta multiplicidad de posibilidades dan lugar a diversas categorizaciones según el criterio relevante.

Además, entre las IIC de carácter financiero sería posible identificar como un grupo particular aquellas que ya desde su génesis tienen un objeto inversor específico y único, el cual no respondería tanto a una vocación inversora sino a la voluntad manifiesta de orientar su actividad únicamente hacia tal objeto.

Por su parte, entre las IIC de carácter no financiero es práctica común agrupar las que tiene por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana con el propósito, habitualmente, de rentabilizar la inversión mediante su arrendamiento. Las restantes IIC de carácter no financiero aparecerían catalogadas en un conjunto residual de carácter heterogéneo.

Por último, desde una perspectiva temporal sería posible establecer una evolución histórica de las instituciones de inversión colectiva. En esta evolución, el elemento motriz de la misma se situaría en una cada vez más sofisticada y compleja gestión de las IIC apoyada en un entorno cada vez más competitivo y liberal. Y esto ha sido así porque el legislador, consciente de la creciente profesionalización de los elementos gestores de las IIC, y del mayor conocimiento financiero de los inversores en general, ha trasladado el centro gravitatorio de su actividad desde una posición protectora en la que el fin principal de la misma era la seguridad del inversor, hacia una posición más pasiva en la que el objetivo fundamental es que el inversor reciba toda la información necesaria para poder decidir de una manera plenamente fundada su inversión.

Esto ha propiciado la aparición de formas más complejas de inversión cuyo principal exponente lo constituyen en la actualidad los denominados Hedge Funds, en los que los límites operativos y de endeudamiento son notablemente más lasos que en el resto de IIC.

En la industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica es posible encontrar una variada gama de instituciones que irían desde las que se organizan como meros patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversores, esto es como fondos, a aquellas que se constituyen bajo distintas formas societarias con personalidad jurídica o como meros fideicomisos.

Forma jurídica

En lo que en particular se refiere a los fideicomisos mercantiles, en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva los mismos aparecen regulados de manera específica en tres países: Ecuador, como Fideicomisos de Inversión, a los que la legislación ecuatoriana otorga personalidad jurídica; en Panamá, aun cuando no se han desarrollado pues todas sus IIC han adoptado la forma de sociedad anónima; y en Venezuela. No obstante el peso de esta forma de institución es absolutamente marginal en el conjunto de la industria iberoamericana.

En lo que se refiere a las otras dos formas jurídicas posibles, societarias y fondos, cabe mencionar que iniciado el ejercicio 2006, la coexistencia de tales estructuras en un mismo país resulta excepcional. De hecho, solamente en tres países es posible encontrar formas societarias con personalidad jurídica junto a otras en las que no se da esta circunstancia¹. Uno de ellos es Brasil, en el que junto a una amplia gama de fondos de inversión es posible encontrar aún las denominadas Compañías de Inversión, institución en desuso que tiene una presencia casi testimonial pues solamente supone el 0,7% del patrimonio total de la industria en dicho país. El otro es España, en el que junto a una también variada gama de fondos de inversión conviven determinadas instituciones de inversión colectiva que, bajo la forma de sociedades anónimas, se constituyen como entidades con personalidad jurídica propia (SICAV). El patrimonio total gestionado por estas sociedades representa el 9% del total español. El tercer país sería Ecuador, en el que junto a los ya mencionados Fideicomisos de Inversión, aparecen los Fondos de Inversión Colectivos, también con personalidad jurídica, y los Fondos de Inversión Administrados, que no la tienen; estos últimos representan la casi totalidad del patrimonio colectivo ecuatoriano.

En los demás países, sin embargo, la industria se decanta únicamente por una de las dos formas organizativas, siendo minoritaria la preferencia por las instituciones con personalidad jurídica. Tan sólo en México, Panamá y Venezuela la industria de la inversión colectiva se organiza en torno a tales entidades.

En los restantes países la forma organizativa elegida ha sido la de los fondos de inversión en sus múltiples variedades: abiertos o cerrados, de reparto o de acumulación, financieros o no financieros, especiales o generales, formas que, en cualquier caso, no son exclusivas de tales figuras pues también están presentes entre las sociedades de inversión.

Tipología

El análisis de la industria actual en Iberoamérica muestra que la prominencia de las IIC de tipo abierto es abrumadora en todos los países con excepción de

¹ Está previsto en Portugal el desarrollo de sociedades de inversión, pero la norma por la que se habrán de regir dichas sociedades no se ha publicado aún.

Panamá, donde se invierte esta situación, y Colombia, donde la presencia de IIC de tipo abierto y de tipo cerrado es paritaria, con un ligero predominio de las segundas (47% y 53% del patrimonio total, respectivamente). Así, a finales de 2005, salvo en los países citados, los porcentajes en términos de patrimonio gestionado por IIC de tipo abierto son superiores en todos los casos al 80%, con excepción de Costa Rica, donde tales IIC gestionan tan sólo el 63% del patrimonio. En algunos países, entre otros Bolivia, Argentina, Ecuador y España, dicho porcentaje alcanza o está próximo al 100%, aunque habitualmente se trata más de una cuestión fáctica que normativa.

Más difícil resulta, dentro de este enfoque tipológico de las distintas formas organizativas de la inversión colectiva, establecer clasificaciones en torno al carácter acumulativo o distributivo de los resultados, ya que tal cuestión, al igual que otras tales como la forma de distribución de los títulos, aun siendo extraordinariamente relevantes desde el punto de vista inversor, dependen, en general, de la voluntad de los agentes participantes y no de aspectos normativos, por lo que el análisis de las mismas requeriría estudios específicos que exceden la disponibilidad de datos propia de este tipo de análisis, de carácter más genérico.

En cuanto a la preferencia organizativa de la industria en torno a instituciones de carácter financiero frente a otras en las que el objeto inversor se centra en bienes de otra naturaleza, generalmente tangibles, cabe observar que la disparidad de posibles objetos de inversión dificulta en extremo el establecimiento de clasificaciones específicas para este tipo de instituciones. Por ello, entre los países iberoamericanos que contemplan tales clasificaciones es frecuente que las mismas vengán referidas, casi en exclusiva, a las que invierten en activos inmobiliarios, englobándose el resto en agrupaciones genéricas que integran un heterogéneo conjunto de entidades, lo que dificulta extraordinariamente su seguimiento.

En cualquier caso, del análisis de los datos disponibles se desprende que el peso específico de este tipo de instituciones es relativamente reducido en todos los países salvo en Costa Rica donde gestionan el 28% del patrimonio total. En los restantes países, el patrimonio gestionado por las IIC de carácter inmobiliario oscila entre el 12% del total negociado por la industria en Panamá, y el 0,3% gestionado en Brasil, pasando por el 7% en Portugal y el 1% y el 2% en Perú y España, respectivamente. En Colombia este tipo de instituciones no tiene presencia. Todos estos datos, al margen de consideraciones locales que puedan influir de forma coyuntural en la organización de la industria de IIC en cada país, parecen sugerir una cierta dificultad a la hora de instrumentar la inversión colectiva en este tipo de activos, ya sea por la propia naturaleza de los mismos, en general poco líquidos, ya sea por las ventajas comparativas que presentan los instrumentos financieros: intangibilidad, liquidez, existencia de mercados organizados, etc.

En relación con el objeto de inversión, puede resultar ilustrativo hacer una mención a la existencia de diversas formas asociativas características de diferentes países. Estas formas particulares vienen determinadas en ocasiones por la sociedad que las administra. Tal sería el caso de Colombia en el que los denominados Fondos Comunes, ordinarios, específicos o especiales, son administrados por una sociedad fiduciaria, mientras que los Fondos de Valores los administra una sociedad comisionista de Bolsa y los Fondos de Inversión una sociedad administradora de inversión.

En otros casos, la particularidad viene determinada por el objeto de inversión de las instituciones, el cual no respondería tanto a la vocación inversora por la que opta la institución dentro del marco regulatorio que le es propio, sino a la categoría específica en la que se enmarca. Tal sería el caso, por ejemplo, de los clasificados como Fondos Especiales de Inversión de Brasil, que normativamente se organizan, entre otros, en Fondos de Inversión en derechos de crédito, en empresas emergentes en proceso de privatización o en participaciones, en este último caso con la intención declarada de participar en la administración de la sociedad. También el de las sociedades de inversión mexicanas, que se configuran, desde la propia norma, como Sociedades de Inversión en Renta Variable, Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda o Sociedades de Inversión de Capitales. O el de los denominados Organismos Especiales de Inversión en Portugal.

Puede destacarse, asimismo, el caso de los fondos cotizados en España, los denominados ETF, que replicando la evolución de índices bursátiles o de renta fija presentan unas características de negociación que van más allá de la mera cotización de sus títulos como instrumento de liquidez para el inversor. Así, la existencia de entidades especializadas que tiene por objeto favorecer el proceso de formación de precios y la difusión de los mismos, otorga a los títulos representativos de los citados fondos unas condiciones de liquidez y cotización semejantes a las que son propias de los títulos de renta variable. No obstante, tales fondos no han hecho sino comenzar su andadura, por lo que a día de hoy no es posible hacer un seguimiento de los mismos.

En cuanto al aspecto evolutivo, cabe mencionar, por último, la reciente regulación en algunos países de instituciones de carácter abierto cuyas condiciones operativas no se ven sujetas a las habituales normas de diversificación ni a limitaciones relativas a los activos aptos para la inversión. Tal sería el caso de los fondos destinados a inversores cualificados en Chile y Costa Rica o de las IIC de Inversión Libre o Hedge Funds en Portugal y España; instituciones que, en este último caso, pretenden llegar incluso a inversores particulares a través de los denominados Fondos de Fondos de Inversión Libre.

Estas últimas figuras pueden ser representativas de la tendencia de la industria de Instituciones de Inversión Colectiva que pretende el acceso de los pequeños

ahorradores a unas condiciones de inversión más sofisticadas y de mayor riesgo, dentro siempre de las condiciones básicas de protección a los inversores inspiradas por los principios de IOSCO, en especial los relativos a la valoración y administración de estas instituciones y a la información a rendir al inversor.

IIC tipo

Como conclusión de lo expuesto cabe afirmar que en Iberoamérica la IIC tipo vendría representada por una institución que no tendría personalidad jurídica ni adoptaría la figura del fideicomiso como forma jurídica, sino que se organizaría como mero patrimonio separado perteneciente a una pluralidad de inversores.

Este fondo sería de tipo abierto y duración indefinida, preferentemente de acumulación. Tendría carácter financiero abierto, pudiendo presentar su vocación inversora múltiples formas. Presentaría una cierta tendencia a obtener crecientes grados de flexibilidad en cuanto a la política de inversión, diversificación y endeudamiento, aunque en el momento actual las instituciones con estas características estarían reservadas, en lo que a inversión directa se refiere, a inversores cualificados.

Junto a ellas una amplia gama de IIC de distinta forma jurídica y organizativa estaría presente a fin de atender las diversas posibilidades inversoras de los ahorradores iberoamericanos.

DIVISIÓN DE LAS IIC SEGÚN EL OBJETO DE INVERSIÓN

Una aproximación sistemática a los diversos tipos de IIC existentes en función del objeto de inversión de las mismas, debe tener en cuenta, en primer lugar, la naturaleza de los activos en que invierten aquéllas.

Así, cabría distinguir entre IIC financieras y no financieras. Dentro de estas últimas la clasificación sería tan amplia como vocaciones inversoras pudieran encontrarse: instituciones que invierten en commodities, en activos inmobiliarios, en obras de arte, etc. No obstante, en lo relativo a este tipo de clasificaciones es práctica común en todos los países distinguir de forma particular únicamente las IIC de tipo inmobiliario, sin tener en cuenta, con carácter general, otro tipo de inversiones.

Entre las IIC que invierten en activos financieros cabría aludir, en primer lugar, a aquellas clasificaciones que, referidas a los activos objetos de inversión, han sido introducidas normativamente, ya sea porque la regulación contempla de manera específica tales instituciones, ya sea porque interesa al supervisor establecer disposiciones especiales para una determinada vocación inversora dentro de un tipo más genérico. Esta forma de clasificación es común a la práctica totalidad de países iberoamericanos, en especial en lo relativo a fondos abiertos.

Los criterios de clasificación en estas divisiones normativas son variados, apareciendo frecuentemente de forma combinada. Entre ellos se pueden identificar:

- **La forma de valoración de los activos.** Conforme a esta clasificación, propia de Argentina, encontraríamos IIC abiertas que invierten más del 50% del patrimonio en activos valorados a vencimiento y IIC abiertas que invierte más del 50% en activos valorados a mercado².
- **El plazo de la inversión.** Según este criterio, especialmente presente, entre otros, en Bolivia, Brasil, Chile y Perú, se diferencia entre fondos que invierten en activos a corto, medio o largo plazo. Esta clasificación también se utiliza en Colombia para los fondos de valores y de inversión.
- **El perfil del inversor al que se dirigen.** Entre los fondos que toman como básico este criterio clasificador (trascendiendo la mera voluntad de los inversores de definir, dentro de los límites legales, determinadas políticas de inversión), es posible identificar fondos destinados a inversores calificados. Entre ellos cabe destacar, como una categoría especial, los denominados Hedge Funds que, en algunos casos, tratan de acercarse al pequeño inversor a través de otras IIC que invierten, básicamente, en tales fondos. Esta clasificación es especialmente relevante en Chile, Costa Rica, España y Portugal.
- **La moneda o el mercado de inversión.** Conforme a este criterio encontraríamos fondos denominados en divisas o que preferentemente invierten en activos cotizados en mercados exteriores. Esta clasificación está presente en Brasil, Costa Rica, Honduras y Perú.
- **La existencia o no de garantías de terceros.** Se trata en este caso de fondos que garantizan la devolución del total invertido y, en ocasiones, incluso la obtención de una determinada rentabilidad, conforme a las condiciones que previamente se hayan definido. Este tipo de fondos está presente, al menos, en Chile, España, Perú y Portugal.
- **El objeto de inversión del fondo,** conforme a determinados límites de diversificación previamente establecidos. Según este criterio clasificador, presente en la mayoría de los países, sería posible distinguir fondos que invierten en renta fija y dentro de ellos, como categoría especial, los que invierten en activos monetarios; fondos que invierten en renta variable; fondos mixtos; fondos que invierten en futuros y derivados; fondos que invierten en valores participativos; fondos globales y fondos referenciados.

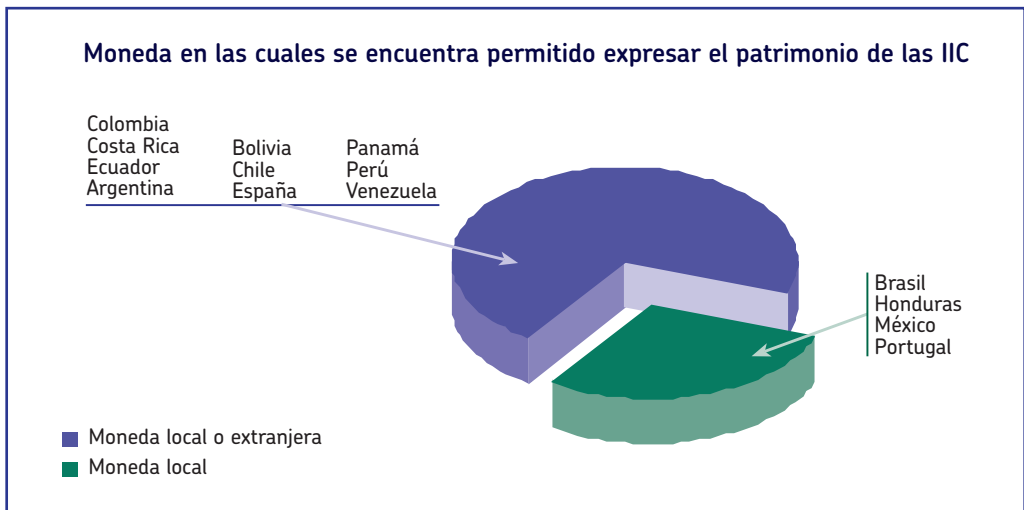
² Debe aclararse que la CNV de Argentina ha informado que esta clasificación se encuentra en proceso de modificación (iniciado a fines del año 2005) cuyo objetivo final es la reglamentación de una nueva clasificación de IIC, que tendrá en cuenta el plazo y el objeto de la inversión.

Cabría, finalmente, aludir a clasificaciones ad-hoc, cuyo objeto no responde sino al interés de quienes las realizan para poner de manifiesto determinados aspectos en su opinión relevantes para la industria y los inversores. Este tipo de clasificaciones se da en numerosos países, en especial en Argentina, España y Venezuela y, generalmente, toman en consideración iguales criterios que los antes enumerados cuando la normativa de los respectivos países no los ha tenido en cuenta.

MODO DE REPRESENTACIÓN DE LAS IIC

Las IIC se conforman como un patrimonio, expresado en moneda local o extranjera, integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, cuya representación se realiza a través de cuotas, acciones o unidades de participación, las cuales poseen características homogéneas y conceden los mismos derechos. Cabe señalar que el patrimonio de las IIC puede, a su vez, estar dividido en distintas series de cuotas, acciones o participaciones, con características y derechos específicos, las que tienen entre otros objetivos, dirigirse a distintos tipos de inversionistas (institucional / no institucional), diferenciándose por ejemplo, en las comisiones por administración (remuneración), en las comisiones sobre la inversión, en los montos mínimos exigibles, en los saldos de inversión, así como, por beneficios de índole tributario asociados a ellas.

Referente a la moneda de denominación, se aprecia, que en la actualidad, en la mayoría de los países de Iberoamérica, el capital o patrimonio de las IIC puede estar expresado en monedas distintas a la de curso legal del respectivo país, siendo la excepción Brasil, Honduras, México y Portugal, en cuyo caso sólo se permiten IIC cuyo patrimonio se denomine en moneda local, tal como se muestra en el siguiente cuadro:



Cabe señalar que las monedas distintas a la local, en las que suelen expresarse los patrimonios de las IIC, corresponden al dólar estadounidense y al euro. Esta forma de expresar las cuotas, acciones o unidades de participación, facilitarían la inversión a agentes que por distintas razones prefieren efectuarlas en estos instrumentos expresados en dicha monedas, por ejemplo, a objeto de minimizar variaciones en el tipo de cambio que no les favorezcan.

En relación a la situación de la región en lo que respecta a la emisión de diferentes series de acciones, cuotas o participaciones de las IIC, se observa que en la mayoría de los países está permitido. Sin embargo, al analizar su existencia en aquellos países que lo contemplan, se encuentran diferencias, por cuanto en algunos de ellos está autorizado para ambos tipos de fondos de inversión, abiertos o cerrados; en algunos casos sólo para uno de éstos y en otros, para un tipo de fondo especial dentro de uno de estos tipos (abierto o cerrado), según se detalla en el cuadro que se expone a continuación:

Cuadro esquemático de la existencia en Iberoamérica de series de acciones, cuotas o participaciones en las IIC

País	Fondo de Inversión Abierto	Fondo de Inversión Cerrado	Observaciones
Argentina*	X	X	
Bolivia		X	
Brasil	X	X	Solo se encuentra permitido en los fondos de derechos de créditos (abiertos y cerrados).
Chile	X		
Colombia		X	Solo se encuentra permitido en los fondos escalonados y cerrados.
Costa Rica	X	X	Solo se encuentra permitido en los fondos financieros (abiertos y cerrados).
Ecuador		X	Especificar como cuotas o valores negociables.
España	X	X	Se encuentra permitida la emisión de varias series de acciones, cuotas o participaciones (abiertas o cerradas).
Honduras	X	X	Se encuentra permitida la emisión de varias series de acciones, cuotas o participaciones pero no se especifica en qué tipo de fondos.
México	X	X	Se encuentra permitida la emisión de varias series de acciones, cuotas o participaciones pero no se especifica en qué tipo de fondos.
Panamá	X	X	Se encuentra permitida la emisión de varias series de acciones, cuotas o participaciones en todo tipo de fondos, desde que especificado en la regulación del fondo.
Perú		X	
Portugal	X	X	Solo se ha regulado el caso de los fondos de inversión inmobiliarios (abiertos y cerrados).
Venezuela		X	Solo se encuentra permitido en las entidades de inversión colectiva inmobiliarios (cerrados).

* En el caso de Argentina se utiliza el concepto de clases.

Respecto del modo de representación en que se divide el capital o patrimonio de las IIC, cabe hacer presente que en la mayoría de los países se señala que éste se expresa en cuotas o unidades de participación, las que a su vez se representan mediante certificados de inversión/participación, títulos físicos nominativos, o según lo señalan expresamente, Bolivia, Ecuador, España y Perú, adoptan la forma de anotaciones en cuenta, sin perjuicio que la normativa de otros países también lo consideren alternativamente a los títulos físicos. En España, puede realizarse tanto mediante certificados o títulos nominativos como mediante anotaciones en cuenta.

LA COTIZACIÓN DE LAS IIC

La cotización de las IIC puede ser analizada desde dos vertientes: como un mecanismo de entrada y salida de inversionistas, o como una estrategia que propicie el desarrollo de esta industria mediante la creación de nuevos vehículos o figuras de inversión.

Desde este segundo enfoque, la cotización de los Fondos de Inversión con carácter general, más conocidos como ETF (Exchange Traded Funds), ha experimentado un gran auge durante los últimos años en los mercados más desarrollados hasta el punto que alguna publicación los ha calificado como “... *el producto de inversión de mayor éxito mundial en el último lustro*”^{*}.

El objetivo de estos fondos es replicar la evolución de un índice bursátil o una cesta de valores y el crecimiento experimentado ha sido tan grande que el patrimonio gestionado se acerca a los 480.000 millones de Dólares USA en todo el mundo, por lo que puede considerarse un producto consolidado dentro de los mercados internacionales.

**Tabla 1. Tamaño del mercado mundial I.
Nº ETF, emisiones y centros de negociación.**

País	ETF cotizados (primera admisión)	Nuevas admisiones en 2005	ETF cotizados (total)(*)	Número de emisores	Nº de bolsas en las que cotizan
US	204	52	204	8	3
Europa	165	51	306	20	13
Japón	13	-	13	4	2
Canadá	20	4	20	2	1
Hong Kong	8	3	10	4	1
Israel	12	5	12	2	1
Taiwán	1	-	1	1	1
Sudáfrica	7	2	7	4	1

* Cit editorial de “Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles” nº 153. Mayo 2006.

País	ETF cotizados (primera admisión)	Nuevas admisiones en 2005	ETF cotizados (total)*	Número de emisores	Nº de bolsas en las que cotizan
Australia	4	-	4	2	1
China	1	1	1	1	1
Corea del Sur	4	-	4	2	2
Nueva Zelanda	6	-	6	3	1
Singapur	1	-	6	1	1
India	6	-	6	3	2
Malasia	1	1	1	1	1

(*) Incluye primera admisión y cotizados en varios mercados

Fuente: Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles, nº 153, Mayo 2006

**Tabla 2. Tamaño de mercado mundial II.
Volumen de activos gestionados por ETF.**

País / Región	Activos gestionados Dic. 04 (miles millones dólares)	Activos gestionados Dic. 05 (miles millones dólares)	VARIACIÓN %
US	227,74	304,16	33,6
Europa	33,97	54,92	61,7
Japón	30,28	31,75	4,9
Canadá	7,24	10,13	39,9
Corea del Sur	0,52	0,80	54,6
Australia	0,62	0,53	-14,6
Sudáfrica	1,23	1,65	34,3
Hong Kong	5,24	6,73	28,4
India	0,09	0,14	59,9
Israel	0,71	2,94	314,4
Singapur	0,29	0,34	16,1
Taiwán	1,37	1,37	0,3
Nueva Zelanda	0,49	0,49	0,8
China	-	0,70	100,0
Malasia	-	0,15	100,0

Fuente : Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles, nº 153, Mayo 2006

Sin embargo, si analizamos el panorama existente en Iberoamérica, la primera conclusión que podemos sacar es la escasa utilización de la posibilidad de negociar en los mercados de los Fondos. No obstante, para tener una visión más completa cabe hacer algunas distinciones según se traten de Fondos Abiertos o Cerrados.

En efecto, en el caso de los Fondos Cerrados se observa una tendencia generalizada por parte del legislador a que necesariamente sean listados en una Bolsa o Mercado Organizado. La obligatoriedad es la norma general para fondos cerrados en Argentina, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador y Portugal (para los Fondos de duración indeterminada), haciéndose patente el predominio de la cotización de las IIC como mero instrumento de entrada y salida del inversionista. En el caso de Brasil, la cotización de Fondos Cerrados es voluntaria.

Con relación a los Fondos Abiertos, la mayoría de las legislaciones analizadas admiten la posibilidad de cotización voluntaria, con las excepciones de Honduras y Colombia, que no lo permiten. No obstante, en la práctica es una posibilidad escasamente utilizada.

El caso de España presenta alguna singularidad que coincide con la reciente aparición de algunas novedades regulatorias. Así, para alguna de las Instituciones de Inversión Colectiva que revisten forma societaria como son las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVS), la cotización en bolsa es voluntaria habiéndose creado muy recientemente un segmento de mercado, el MAB o Mercado Alternativo Bursátil que responde a las características de un SON (Sistema Organizado de Negociación) y que posibilita la contratación, liquidación, compensación y registro de acciones y otros valores de IIC, aunque también está previsto que puedan incorporarse otros valores o instrumentos como los de entidades de reducida capitalización³.

Otra novedad registrada en el mercado español la constituye la próxima aparición de los ETF o Fondos Cotizados que replican la evolución del Ibex 35 u otros índices bursátiles o de renta fija, nacionales o extranjeros; estos activos presentan unas características de negociación muy similares a las de renta variable, aunque con algunas peculiaridades operativas entre las que destaca la regulación del “especialista” cuya función es fomentar la liquidez de los ETF y favorecer su difusión y proceso de formación de precios. A comienzos de octubre de 2006 estaban registrados tres fondos cotizados, los tres replicando el Ibex 35.

3 Circular de 2/2006 de Bolsas y Mercados Españoles (BME). La normativa que rige al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) puede consultarse en www.bolsasymercados.es/mab/

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS IIC

Una Calificación (o Clasificación) de Riesgo corresponde a una opinión emitida por una entidad profesional, independiente y especializada en estudios o clasificaciones de riesgo, respecto de la emisión de un valor, llamada, generalmente, sociedad calificadoradora de riesgo.

La metodología de clasificación de cuotas, acciones o participaciones de una IIC utilizada en la generalidad de los casos, incluye dos partes: la evaluación de la sociedad administradora o gestora y la evaluación de la IIC y sus características. Es así como, la evaluación de la sociedad administradora o gestora entrega una opinión sobre su calidad y la consistencia en su desempeño pasado, a través del análisis de factores cualitativos referentes al management, las políticas de inversión, la administración y propiedad. La evaluación de la IIC, por su parte, busca determinar el riesgo propio de su cartera de inversiones y otras características particulares de la misma.

De esta forma, el informe final emitido por la Calificadoradora incorpora datos relevantes de cada institución calificada, tales como posición en el mercado, fortalezas y debilidades, riesgos de invertir dinero en este tipo de instrumentos, reconociendo la calidad y diversificación de los activos de cada IIC.

La calificación de riesgo de las cuotas, acciones o participaciones de una IIC, debe ser considerada como una fuente de información para el inversionista, al contar éste con información adicional a la contenida en los documentos de oferta preparados por la IIC, facilitando la comparación entre distintas alternativas y decidiendo su inversión con una señal (la calificación) que incorpora elementos cualitativos y cuantitativos de cada IIC y de la sociedad que la administra, siendo éste un paso más hacia la madurez del mercado, el crecimiento y los estándares internacionales utilizados por la industria de las IIC.

Adicionalmente, ocurre con frecuencia que las cuotas, acciones o participaciones de una IIC cuenten con una determinada calificación de riesgo, lo que permite ser objeto de inversión de entidades que contemplan dicha exigencia; por ejemplo en el caso de la mayoría de inversionistas institucionales, ampliándose de esta forma el universo de potenciales inversionistas para las IIC.

Ahora bien, al ser las calificaciones de riesgo emitidas periódicamente, la IIC sujeta a calificación se verá incentivada a mejorar o mantener su calificación, procurando responder eficientemente a las condiciones cambiantes de los mercados de valores.

El análisis de la situación actual en Iberoamérica, indica que en la mayoría de los países la calificación de las IIC es voluntaria, lo que en algunos casos está contemplado en la regulación respectiva.

Por su parte, para determinadas IIC de Bolivia, Costa Rica, Ecuador y México, la regulación contempla la obligatoriedad de la calificación de riesgo. Es así como en Bolivia se ha dispuesto desde el 30 de junio de 2006, la calificación obligatoria de los fondos de inversión abiertos; en Costa Rica se deben calificar las IIC a contar de la última reforma regulatoria; para Ecuador es requerida que se efectúe a los fondos de inversión cerrados; en México es obligatoria sólo para las sociedades de inversión en instrumentos de deuda (fondo de inversión abierto).

Un caso especial es el de Portugal. La CMVM ha desarrollado una metodología propia para la evaluación de riesgos, exigiendo que se aplique a las IIC cuando se comercializan al público, aunque estrictamente no es una calificación de riesgos como tal.

Cuadro esquemático de países de Iberoamérica y sus IIC respectivas que deben someterse a calificación de riesgo

Países con Calificación Obligatoria	IIC con Calificación Obligatoria
Bolivia	IIC abiertas
Costa Rica	IIC
Ecuador	Fondos de inversión cerrados (fondos colectivos)
México	Fondos de inversión en Instrumentos de Deuda (fondo de inversión abierto)

Cabe destacar que si bien en Argentina, Chile, Colombia, y Perú las IIC pueden someterse voluntariamente a calificación de riesgo, en la práctica lo efectúan dado que para determinados inversionistas, tales como, fondos de pensiones o de jubilaciones, es necesario que las IIC cuenten con un cierto nivel de calificación para constituirse como objetos de su inversión.

II. CONSTITUCIÓN DE LAS IIC

No obstante la amplia gama existente de instituciones de inversión colectiva en Iberoamérica, es posible afirmar que los procedimientos seguidos en los distintos países para la constitución de las mismas son bastante homogéneos, presentando únicamente pequeñas diferencias motivadas, básicamente, por tres circunstancias:

- La distinta naturaleza de la institución que se trate de constituir, ya sea ésta un fondo sin personalidad jurídica, una sociedad o un fideicomiso.

- Las características de la institución que se pretende crear y, en particular, si se trata de una entidad de tipo abierto o cerrado, aspecto este último que generalmente conllevará la solicitud de cotización de los títulos representativos de la participación, a fin de dar liquidez al inversor.
- Aspectos puntuales derivados de la normativa propia de cada país.

Así, parece oportuno abordar el estudio de la constitución de las IIC considerando, de un lado, el proceso seguido por las instituciones que no presentan personalidad jurídica y, de otro, el que es propio de entidades que presentan naturaleza societaria o fideicomisaria. En este proceso se hará mención a las especialidades que en cada caso puedan presentar los distintos tipos de instituciones y, cuando sea relevante, a alguna particularidad propia de la normativa de los distintos países.

En cualquier caso debe hacerse notar, como cuestión previa al citado estudio, el esfuerzo realizado por la mayoría de los países de Iberoamérica en orden a agilizar los trámites constitutivos de las IIC. Así, es notorio el celo mostrado por los supervisores en posibilitar la tramitación electrónica de los documentos inherentes al proceso de constitución. Por citar algunos ejemplos, en Argentina la documentación correspondiente a la sociedad gerente y a la sociedad depositaria puede remitirse en formato electrónico (en reemplazo de formato papel) cuando se trata de entidades ya autorizadas a través de la denominada Autopista de Información Financiera (AIF), creada por la Comisión Nacional de Valores. En Brasil la mayor parte de las IIC pueden registrarse a través del sistema informático CVMWEB.

En España la remisión de los folletos de IIC se realiza telemáticamente a través del servicio de “CNMV EN LÍNEA”, lo que unido a otras actuaciones tales como la supresión de la exigencia de escritura pública para la constitución de fondos de inversión y la unificación en un solo acto de la autorización e inscripción de los mismos, ha supuesto una notable disminución de los plazos para la autorización de las instituciones de inversión colectiva, que se sitúan en 21,7 días. En Perú (donde se utiliza el sistema MVNET) estos plazos son de 20 días para los fondos abiertos y de 30 para los fondos cerrados.

Es posible, por tanto, apreciar una tendencia generalizada a la agilización de los procesos constitutivos de IIC apoyada en la mayor y más eficiente utilización de los medios tecnológicos, lo que ha permitido reducir la carga administrativa de dichos procesos y reforzar los aspectos sustantivos de los mismos. Como resultado de todo ello se obtiene una cada vez más acentuada y eficiente aplicación de los principios de IOSCO que, en este punto, propugnan que la información suministrada a los potenciales inversores sea suficiente para comprender la naturaleza del vehículo de inversión y para evaluar los riesgos de la inversión, ya se trate de los deriva-

dos de las características intrínsecas de la misma, ya sean los relacionados con las personas encargadas de su gestión.

CREACIÓN DE LAS IIC ABIERTAS SIN PERSONALIDAD JURÍDICA

La solicitud de registro o autorización de este tipo de instituciones presenta, prácticamente de manera unánime, la misma estructura en todos los países: aportación de los documentos constitutivos del fondo, entre los que la identificación de las entidades que los suscriben y el Reglamento de Gestión constituyen la pieza angular. Dado el carácter fundamental del Reglamento de Gestión⁴, en la práctica totalidad de los países aparece regulado su contenido. Éste, con mayor o menor profusión, comprende los aspectos que a continuación se relacionan, radicando las diferencias entre los distintos países en el detalle con el que se prevé atender cada uno de dichos aspectos :

- Identificación del tipo de institución que se pretende constituir, indicando su carácter, su duración (que podrá ser indefinida) y su domicilio.
- Identificación de entidades participantes: sociedad administradora, sociedad gerente, custodia, depositaria, u otras que, conforme a la normativa de cada país, resulten necesarias. Responsabilidades, remuneración y procedimientos para su sustitución.
- Criterios sobre inversión, selección de valores y gestión de riesgos.
- En su caso, política de distribución de beneficios.
- Procedimiento para la emisión y reembolso de participaciones y régimen de suscripción y reembolso.
- Características de los certificados y anotaciones de los títulos.
- Método y frecuencia del cálculo del valor liquidativo, de suscripción o de reembolso.
- Derechos de información de los partícipes.
- Procedimientos de modificación del Reglamento y causas de disolución del fondo.

4 En algunos países este Reglamento recibe el nombre de Prospecto, término éste que, sin embargo, hace referencia en otros países a un conjunto documental más amplio, generalmente ligado a la emisión u oferta de títulos, en el que como parte del mismo suele integrarse dicho Reglamento. En Perú se configura como Reglamento de Participación.

En algunos países, como es el caso de España y Portugal, en el momento de la inscripción del fondo en el correspondiente Registro del organismo regulador y supervisor, este Reglamento de Gestión se completa con el registro de un Folleto Informativo completo (en el que se integra como anexo el Reglamento) y un folleto informativo simplificado que será el elemento utilizado en la comercialización del fondo para dar a conocer el mismo al potencial inversor. Este folleto informativo simplificado incluye elementos relevantes como gastos y comisiones del fondo, normativo y régimen fiscal aplicable, política de inversiones del fondo, etc.

Cuando no existe ese elemento complementario, el Reglamento de Gestión se amplía para dar cabida a otros aspectos que asimismo resultan relevantes: gastos y comisiones del fondo, normativa y régimen fiscal aplicable, etc. En estos casos es posible encontrar versiones simplificadas como ocurre en Costa Rica. En otros países, como es el caso de Argentina y Perú, existen Reglamentos de Gestión Tipo o modelos de Reglamento de Participación que pueden ser utilizados voluntariamente por las instituciones. En otros, como Chile, el formato que debe de utilizarse está completamente estandarizado.

En cualquier caso, es frecuente que los documentos constitutivos del fondo se completan con otra documentación, entre la que cabe mencionar:

- Formularios a utilizar en la operativa del fondo y, en particular, aunque no sólo, los modelos de suscripción. Así ocurre, entre otros, en Argentina, Chile y Portugal.
- Información sobre diversas figuras específicas de determinadas instituciones. Como caso más destacado puede citarse el de Bolivia, donde no sólo ha de facilitarse información sobre la composición del comité de inversiones, presente incluso entre las IIC de tipo abierto, sino que también debe nombrarse un oficial de cumplimiento.
- Adicionalmente, y como ejemplos de las particularidades que el proceso puede presentar en algunos países, cabe mencionar que en Argentina debe acompañarse un plan de cuentas, en Bolivia un plan de contingencia de liquidez y en Portugal los modelos que se utilizarán en la subcontratación de funciones con terceras entidades.

Debe significarse, por último, que la información que ha de suministrarse acerca de las sociedades gestoras o depositarias trasciende, normalmente, su mera identificación y aportación de los contratos constitutivos de la nueva institución, para alcanzar diversos aspectos relativos a su actividad. Así estas entidades, y especialmente la gestora, deberán acreditar capacidad y organización suficientes para garantizar una adecuada gestión de la nueva institución.

Como casos más ilustrativos acerca de cómo se materializa esta acreditación, cabe citar los de Argentina y Colombia. En el primero se prevé, como parte del proceso de constitución de la nueva institución, la remisión de los Estatutos Sociales de la sociedad gerente y de la sociedad depositaria, así como la acreditación de la honorabilidad comercial y profesional de los miembros de los órganos de administración y fiscalización y de los altos directivos de tales sociedades. También deberán remitirse estados contables actualizados y auditados e informar sobre las medidas adoptadas a fin de preservar la necesaria autonomía de la nueva institución.

Similar información debe suministrarse en el caso de Colombia, aunque aquí se hace mayor hincapié en la certificación del cumplimiento de las normas sobre capital mínimo y en la existencia de manuales que garanticen un adecuado tratamiento de la información y eviten potenciales conflictos de interés.

En algunos países, y dentro ya de las particularidades derivadas de la normativa propia de los mismos, cobran relevancia aspectos tales como la previsión de la constitución de la garantía que habrá de cubrir el incumplimiento por parte de la gestora de los compromisos adquiridos con el nuevo fondo; es el caso de Bolivia, Chile y Perú. Asimismo, en Colombia esta garantía se solicita para la administración de fondos de valores y de inversión.

CREACIÓN DE LAS IIC CERRADAS SIN PERSONALIDAD JURÍDICA

El proceso de constitución de estas instituciones es similar al analizado en el punto anterior relativo a IIC abiertas sin personalidad jurídica, con las peculiaridades derivadas de la práctica habitual de hacer cotizar en mercados organizados este tipo de instituciones, en especial cuando presentan duración indefinida o cuando su colocación ha tenido lugar mediante oferta pública, lo que, en algunos casos, hace necesario completar la documentación con la que se precisa para poder ofertar los títulos u obtener la admisión a cotización de los mismos.

Así, será necesario la elaboración de un Prospecto que, habitualmente, deberá satisfacer los requisitos establecidos para la elaboración de los prospectos de oferta pública de valores y que, en cualquier caso, habrá de identificar satisfactoriamente la nueva institución y contener el Reglamento de Gestión. Será necesaria, además la inscripción del certificado de emisión de cuotas en el Registro de Valores.

A esta documentación habrá de acompañarse otra de carácter más puntual que admite diversos matices en los diferentes países. Así, y a modo de ejemplo, en Chile deberá aportarse el facsímil de los títulos, en Colombia el contrato de adhesión al fondo y en Costa Rica el código ISIN.

CREACIÓN DE IIC CON PERSONALIDAD JURÍDICA Y FIDEICOMISOS

Como se viene reiterando a lo largo de este capítulo, los procedimientos de constitución de IIC son básicamente similares en todos los países y para todas las instituciones con independencia de su naturaleza. Por ello, no son significativas las diferencias que pueden observarse en el proceso de constitución de IIC con personalidad jurídica y fideicomisos respecto de los procesos detallado en apartados anteriores. Estas diferencias son debidas únicamente a la distinta naturaleza de las instituciones tratadas en cada uno de los apartados, pero en nada suponen una alteración del esquema general visto hasta ahora.

Una de las primeras diferencias responde a la necesidad de que la constitución de la entidad se realice siempre mediante el otorgamiento de escritura pública que deberá inscribirse en los correspondientes registros públicos, además de aquel en el que como IIC le es propio en el Organismo regulador y supervisor. Será necesario además identificar a los promotores y, en su caso, confeccionar el prospecto de oferta pública.

Adicionalmente, para determinadas formas societarias deberán elaborarse los correspondiente Estatutos Sociales que, generalmente, contendrán:

- Los datos identificativos de la sociedad y su objeto social.
- El capital social, que para las sociedades de tipo abierto comprenderá tanto el capital inicial como el capital estatutario máximo.
- La designación del depositario.
- Si existe o no la posibilidad de encomendar la gestión de los activos de la sociedad a un tercero. En caso de que se haga uso de esta opción deberán identificarse suficientemente las personas que se harán cargo de la misma.
- Las normas o criterios generales a que habrán de ajustar su política de inversiones.

La inscripción de la sociedad exigirá que se complete esta información con la relativa a las condiciones de operatividad y comercialización, principalmente:

- Identidad de los miembros de los órganos de administración, de dirección y control, así como de los auditores y asesores en su caso.
- Descripción de la política u objetivos de inversión y evaluación del perfil del riesgo, y posibilidades de endeudamiento. Perfil del tipo de inversor al que va dirigida la IIC.

- Indicación, en su caso, de la existencia de series de acciones y de los mercados o sistemas en que se negociarán, señalando la forma de adquirir o suscribir y vender o reembolsar las mismas. Frecuencia de cálculo del valor liquidativo.
- Fecha y forma de distribución de los dividendos.
- Gastos y comisiones posibles y realmente aplicadas.
- Información sobre el régimen fiscal aplicable a la IIC y al propio accionista.
- Mecanismos de información al accionista.

En algunas formas societarias la información relacionada deberá suministrarse de forma conjunta, manteniendo, en líneas generales, los mismos campos informativos, con el objetivo de que el inversor pueda conocer suficientemente la institución a la que se adhiere.

En todos los casos la información esencial se agrupa bajo la forma de Folleto Informativo o Prospecto que es el documento utilizado en la comercialización de la institución.

Igual objetivo informativo presenta la regulación del contenido mínimo de los contratos de fideicomiso, equiparable en líneas generales a la anteriormente expuesta con los ajustes necesarios en función de las personas intervinientes en tales contratos y de los bienes fideicomitados.

En cuanto a las particularidades propias observables en algunos países cabría señalar la necesidad en Ecuador de presentar, en el caso de los denominados Fondos Colectivos (fondos cerrados con personalidad jurídica), una calificación de riesgo otorgada por una calificadora autorizada y un estudio de factibilidad del proyecto. Por su parte, en México deben aportarse los manuales de conducta de las personas que prestarán servicios a las sociedades de inversión.

LA AUTORIDAD SUPERVISORA EN LA CONSTITUCIÓN DE LAS IIC

Los principios de IOSCO toman especial cuidado para que el acceso a la actividad del mercado de valores de los distintos agentes no perturbe el correcto funcionamiento del mismo, y no se ponga en riesgo la integridad patrimonial de los propios agentes o de terceros sin que éstos sean plenamente conscientes de dicho riesgo.

Así, en relación con el proceso de constitución de IIC, tales principios propugnan que el sistema regulador se ocupe de la forma legal y de la estructura de tales instituciones, lo que debe traducirse en que la autoridad reguladora o supervisora tenga competencias suficientes y responsabilidades claras en los citados procesos de autorización o inscripción. Ello sin perjuicio de otorgarle facultades adicionales de supervisión y sanción en cuanto a la actividad desarrollada posteriormente por tales instituciones.

Este principio es satisfecho por la totalidad de los países iberoamericanos, en cuanto que en todos ellos es necesaria la autorización o inscripción de las nuevas IIC en los correspondientes registros de las autoridades supervisoras.

La aplicación práctica de este principio se materializa en que, en todos los países, en los procesos de constitución de una IIC la autoridad está suficientemente facultada para analizar los documentos constitutivos y, caso de observar deficiencias en la información facilitada o que la misma no resulte suficiente para analizar el proyecto, denegar la inscripción o autorización de la institución e instar, en su caso, las pertinentes aclaraciones o modificaciones.

Del mismo modo, cuando en una IIC ya autorizada se detecta que la información suministrada en orden a obtener la citada autorización ha sido falsa, inexacta o engañosa, la normativa los países faculta a la autoridad reguladora para ordenar la suspensión preventiva de la oferta pública o la inscripción de valores, y requerir la modificación de los documentos constitutivos. En estos casos las respectivas legislaciones prevén la posibilidad de aplicar medidas sancionadoras sobre los responsables de la falta.

Es precisamente en el mayor o menor detalle con que se regula esta previsión en donde radican las escasas diferencias que en este punto presentan los distintos países. Ha de tenerse en cuenta que en algunos países, como Portugal, la suspensión de la colocación de cuotas sólo puede producirse como medida de sanción por falta muy grave, por lo que habrá de estarse a la calificación de la infracción. En otros, como México, la suspensión definitiva de la colocación de acciones de las sociedades de inversión sólo puede producirse en caso de celebración de operaciones no conformes a sanos usos o prácticas de mercado o que la composición de los activos de tales sociedades así lo ameritara.

Finalmente, cabe mencionar como, hecho puntual, que en Ecuador, en un intento de reducir la posibilidad de que se produzca esta información falsa o engañosa, la documentación debe presentarse bajo juramento de los representantes legales de los emisores de que la información contenida en el Prospecto es fidedigna, real y completa.

REQUERIMIENTOS DE CAPITAL O PATRIMONIO Y NÚMERO DE INVERSORES PARA LAS IIC

Las exigencias de un capital o patrimonio mínimo para los IIC, así como, un número mínimo de inversores, como condiciones para iniciar sus operaciones en la industria y permanecer en ésta, han sido planteados al objeto de asignar de mejor manera los recursos de regulación y de fiscalización, y canalizar eficientemente los esfuerzos de los organismos reguladores, en entidades cuyo manejo patrimonial y de inversores tengan un impacto en el mercado de valores, que justifique la acción

de esos organismos en el resguardo de la fe pública y la protección de sus participantes.

En determinados casos, cuando los requisitos de capital para las gestoras tienen relación con el patrimonio de los fondos que administran, las exigencias para éstas pueden constituirse en una barrera de entrada a la industria. A modo de ejemplo, cuando la gestora debe mantener al menos un capital equivalente a la suma de los patrimonios de sus IIC.

La legislación y/o marco normativo de los países Iberoamericanos, a excepción de Argentina, Brasil, para los fondos en mercado inmobiliario, en participaciones y en empresas emergentes (fondos de inversión cerrados) y Bolivia para los fondos de inversión abiertos, contemplan requerimientos patrimoniales para las IIC, según se detalla en cuadro adjunto. En el caso de Colombia⁵, Costa Rica, Honduras, México, Panamá y Venezuela su cumplimiento debe ser desde el momento de la constitución de una IIC; mientras que en Brasil, Chile, Ecuador, para los fondos de inversión abiertos, España, Perú y Portugal se otorga un determinado plazo contado desde el inicio de sus operaciones o la aprobación de sus reglamentos internos, entre 90 días y 12 meses, para que se satisfaga la mencionada exigencia, pudiendo incluso ser motivo de liquidación de una IIC la no observancia de ella.

En cuanto al número de inversores en las IIC, cabe señalar que en la mayoría de los países de la región debe cumplirse con un número mínimo determinado. Es así como en Colombia, Costa Rica, Honduras y Venezuela deben constituirse con dicho mínimo; en tanto en Chile, España, Portugal, Ecuador y Perú, se otorga un plazo para alcanzar tales requerimientos, siendo en el caso de Ecuador y Perú estipulado el plazo para fondos de inversión abiertos.

En el caso de Bolivia y Ecuador, para los fondos de inversión cerrados, es en el propio reglamento interno donde se establecen los mínimos requeridos y los plazos para su cumplimiento.

Por último, cabe indicar que en Brasil los fondos de inversión abiertos y los de derechos de crédito no pueden tener un patrimonio menor al mínimo establecido por más de 90 días y en Chile, si los fondos presentan un déficit en su patrimonio o número de inversores se debe solicitar al organismo regulador el plazo para reestablecerlos, dentro de un plazo máximo legal, al igual que en Perú y Venezuela.

Si así no ocurriera, para el caso de los fondos de derecho de crédito brasileños y los IIC de Chile y Perú (abiertos y cerrados), se debe proceder a la liquidación de la IIC respectiva.

⁵ En Colombia el monto de los recursos gestionados a través de carteras colectivas abiertas por una sociedad comisionista de bolsa o sociedades fiduciaria, no podrá superar las 48 veces del capital social pagado y la reserva legal, ambos saneados.

País	Tpo de IIC sujeta a restricción ⁶	Número Mínimo de Inversores	Patrimonio Mínimo		Plazo de Cumplimiento
			Unidad Monetaria Americana ⁷	Unid Monetaria Local	
Argentina	---	No se exige	No se exige		---
Bolivia	FIC	A definir en Reglamento Interno	A definir en Reglamento Interno		Reglamento Interno
	FIA	No se exige	No se exige		---
Brasil	F. de Instrucción 409/04 (FIA)	No se exige	US\$134.700,0	R\$ 300.000	90 días
	F. de derechos de Crédito (FIA o FIC)	No se exige	US\$224.500,0	R\$ 500.000	
	Otros fondos (FIC)	No se exige	No se exige		---
Chile	FIA	50 ó 5 si hay al menos uno institucional	US\$332.753,7	UF10.000 (CL\$181.417.300)	6 meses
	FIC	50 ó 1 si hay al menos uno institucional	US\$332.753,7	UF10.000 (CL\$181.417.300)	1 año para patrimonio y 6 meses para inversores
Colombia	F. de Valores (FIA o FIC) y de Inversión	2 a la constitución y 10 en 6 meses	Para F de Valores y de Inversión US\$15.980,9	100 salarios mínimos legales equivalentes a CO\$40.800.000 ⁸	Constitución y 6 meses después de inicio de operaciones
	F. Comunes Ordinarios	2 a la constitución y 20 en 6 meses			
Costa Rica	F. Inmobiliarios F. de procesos de Titularización (FIA o FIC)	50	US\$5.000.000	CRC\$2.562.950.000	9 meses
	F. de desarrollo inmobiliario (FIA o FIC)	25	US\$10.000.000	CRC\$5.125.900.000	
	F. inversionistas sofisticados e institucionales (FIA o FIC)	25	US\$2.500.000	CRC\$1.281.475.000	
	Otros fondo (FIA o FIC)	50	US\$300.000	CRC\$153.777.000	
Ecuador	FIA	75	US\$52.578,0	UVC 20.000 (Unidades de Valor Constante ⁹)	6 meses
	FIC	A definir en Reglamento Interno	A definir en Reglamento Interno		Reglamento Interno
España	F. Financieros (FIA)	100 ¹⁰	US\$3.803.400,0	EUR 3.000.000	1 año para el n° de participantes
	F. Inmobiliarios (FIA)		US\$11.410.200,0	EUR 9.000.000	6 meses para el patrimonio mínimo
	SICAV (FIA)		US\$3.042.720,0	EUR 2.400.000	1 año para el n° de participantes
	Sociedades Inmobiliarias (FIA)		US\$11.410.200,0	EUR 9.000.000	

6 FIA: fondo de inversión abierto / FIC: fondo de inversión cerrado

7 Las conversiones a US\$ fueron obtenidas en es.finance.yahoo.com, al 22 de junio de 2006.

8 Fuente: Banco Agrario de Colombia (www.bancoagrario.gov.co).

9 UVC: Unidad de Valor Constante, equivalente a US\$2.6289. Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (www.mundobvg.com).

10 El número mínimo de partícipes no será aplicable a las IIC cuyos partícipes sean exclusivamente otras IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión, ni tampoco a las IIC de Inversión Libre, para las que sólo se exigen 25. En los Fondos Cotizados (ETF) no será exigible, en el momento de admisión a cotización, que el fondo tenga 100 partícipes.

País	Tpo de IIC sujeta a restricción ⁶	Número Mínimo de Inversores	Patrimonio Mínimo		Plazo de Cumplimiento
			Unidad Monetaria Americana ⁷	Unid Monetaria Local	
Honduras	FIA	25 a la constitución y 50 en un año	US\$52.924,2	L 1.000.000	Constitución y un año para inversores de FIA
	FIC	4 25% del patrimonio como máximo por inversor			
México	Sociedades de Inversión (FIA o FIC)	No se exige	US\$87.784,7	MX\$1.000.000	Constitución
Panamá	Sociedades de Inversión (FIA o FIC)	No se exige	US\$25.000,0	B 25.000	Constitución
Perú	FIA	50	US\$122.586,6	S 400.000	6 Meses
	FIC	No se exige	A definir en Reglamento Interno		9 Meses
Portugal	FIA	100	US\$1.584.750,0	Fondos Financieros EUR 1.250.000; Fondos inmovi. EUR 5.000.000	Fondos financ. 6 meses; Fondos inmovi. 1 año
	FIC	30			
Venezuela	FIA	200	US\$ 650.434,8	UT 50.000 (B 1.680.000.000 ¹¹)	Constitución
	FIC		US\$1.300.869,7	UT 100.000 (B 360.000.000 ⁵)	

III. ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DE LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN COLECTIVA

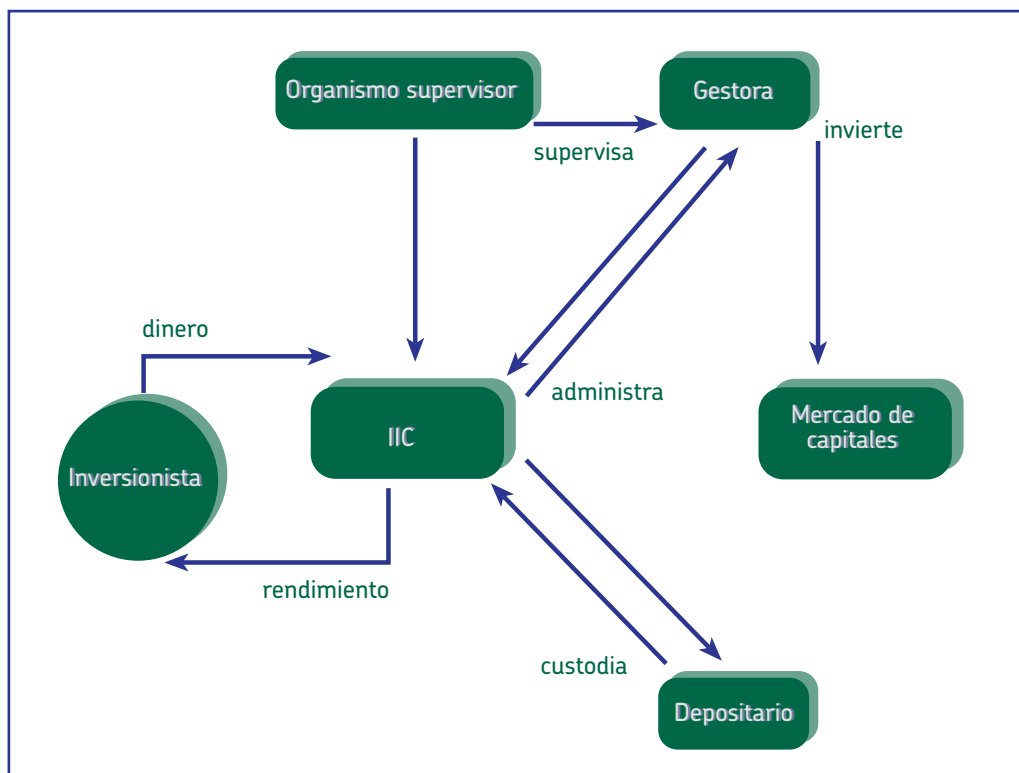
PRINCIPALES PARTICIPANTES

Los principales participantes de esta industria son:

- el **Inversionista**, personas naturales o jurídicas, que adquieren acciones (en el caso de las sociedades de inversión) o participaciones, también denominadas cuotas, de un patrimonio común (en el caso de fondos de inversión).
- las **Instituciones de Inversión Colectiva** (IIC). A pesar de las diferentes formas jurídicas que adopten (sociedades, fondos o fideicomisos de inversión) y de las diversas categorías que pueden existir (financieras o no financieras), podemos definirlas como aquellas entidades que captan públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el resultado del inversionista se establezca en función de resultados colectivos.

11 UT: Unidad tributaria, equivalente a B 33.600. Fuente: Ministerio de Finanzas de Venezuela (www.seniat.gov.ve)

- la **Sociedad a la que se confía la gestión** de la IIC, cuya función principal es maximizar la rentabilidad de dicha Institución de acuerdo con la política de gestión fijada por el Reglamento de Gestión. Se denomina Sociedad Gestora (Gerente) o Administradora*, debe ser autorizada por el ente regulador y supervisor, y son sociedades anónimas cuyo objeto único y exclusivo es la administración, representación, gestión de las inversiones y la gestión de las suscripciones y rescates de los fondos y sociedades de inversión.
- el **Depositario o Custodio**. Son las entidades a quienes se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general de los activos que integran el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva. Pueden ser sociedades anónimas o entidades financieras. Tanto en Argentina, España como en Portugal, la entidad depositaria tiene encomendada la fiscalización de la Gestora. En Chile la custodia de los valores puede ser realizada por la propia sociedad administradora, por otras sociedades (bancos e intermediarios de valores) o por el depósito de valores.



* En algunos países las funciones de gestión y administración están separadas y son ejercidas por entidades diferentes.

Además de este esquema general, existen otras entidades que participan en este sector:

- **Distribuidoras, Comercializadoras o Agentes de Colocación.** Como en Perú, Argentina¹², Brasil, Chile o México, el servicio de distribución de acciones o participaciones de fondos puede ser proporcionado por la propia sociedad administradora o gestora, y también por otras entidades financieras.
- **Entidades de Valoración.** En España la entidad gestora puede delegar el cálculo de valor liquidativo en una tercera entidad. En México el servicio de valoración de acciones debe ser proporcionado por una sociedad anónima de capital variable autorizada por el organismo supervisor (CNBV) como “sociedad valuadora de acciones de la sociedad de inversión”.
- **Entidades de Calificación de riesgo.** En el caso de Costa Rica la calificación es voluntaria, pero aproximadamente la mitad de las IIC cuenta con una calificación de riesgo. Con el nuevo Reglamento de fondos se requiere la calificación obligatoria de todos los tipos de fondos de inversión.
- **Proveedoras de precios.** En México la valoración de los instrumentos que conforman las carteras de las sociedades de inversión, está encomendada a una persona jurídica independiente, cuyo objeto social es exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de cálculo, determinación y proveeduría de precios actualizados de valoración de valores, documentos e instrumentos financieros. En Chile, de acuerdo a la metodología de valorización normada por el organismo de supervisión, una entidad externa provee los precios producto de esa metodología, directamente a las IIC abiertas, para de los instrumentos de deuda que se valoran a tasa de mercado.
- **Entidades Auditoras.** Las IIC deben someterse a una auditoría de cuentas por parte de un auditor externo e independiente.

FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA O GESTORA

La sociedad administradora desempeña un papel muy importante en el esquema de la industria de inversión colectiva, pues se trata de sociedades con objeto social exclusivo que se dedican principalmente a administrar los activos del fondo y adicionalmente, en el caso de Instituciones de inversión colectiva sin personalidad jurídica, llevan a cabo su representación legal. No obstante, pueden existir socie-

¹² En Argentina, la colocación de participaciones de las IIC, puede ser realizada por la gestora, por la depositaria, o por agentes colocadores con los que éstas firmen convenios de colocación, previamente notificados ante la Comisión Nacional de Valores.

dades de inversión autogestionadas, que no cuentan con una sociedad gestora para la administración y gestión de sus inversiones, aunque representan una minoría dentro del total de IIC

Es importante señalar que la legislación de cada país utiliza una denominación diferente, refiriéndose a ellas como Sociedades Administradoras, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Gerentes o Sociedades Operadoras. A efectos de la descripción realizada en este apartado y el siguiente nos referiremos a ellas como sociedad administradora o gestora.

Las Sociedades Administradoras o Gestoras son sociedades anónimas cuyo objeto consiste en la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de las Instituciones de Inversión Colectiva. Con carácter general su ámbito de actuación engloba, entre otras, las siguientes actividades: la gestión de los activos, la administración y la comercialización de participaciones o acciones de la IIC. Dentro de la actividad de administración de la IIC se entienden comprendidas las siguientes tareas: llevar los servicios jurídicos y contables en relación a la gestión de las IIC; la valoración y determinación del valor liquidativo; la distribución, en su caso, de los rendimientos; la suscripción y reembolso de participaciones de fondos y, en su caso, adquisición y enajenación de acciones de sociedades de inversión; la llevanza del registro de partícipes o accionistas; el control del cumplimiento de la normativa aplicable y responder a las consultas de los clientes relacionadas con las IIC gestionadas.

Entre las obligaciones que las sociedades administradoras o gestoras deben cumplir en la mayoría de los países se pueden destacar las siguientes: comunicar aquellos cambios en las condiciones de la autorización que puedan ser relevantes con relación a las facultades y la labor del organismo supervisor; informar al organismo supervisor de las inversiones en que materialicen sus recursos propios y por cuenta de los fondos y sociedades que administren; informar de forma periódica sobre la composición de su accionariado o de las alteraciones que en el mismo se produzcan; e incluso en algunas legislaciones, como la española, las gestoras están obligadas a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en los fondos en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales y deberán informar a los partícipes de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a estos valores.

Por lo que se refiere a sus normas de conducta, las sociedades gestoras deben actuar en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones cuyos activos administren, siendo responsable frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causare por incumplimiento de sus obligaciones legales y además, está obligada a exigir al depositario responsabilidad en el ejercicio de sus funciones en nombre de los partícipes.

Con carácter general se puede afirmar que en todos los países se admite la posibilidad de que la sociedad gestora delegue parte de sus funciones. No obstante, la delegación de dichas funciones no implica la delegación de la responsabilidad y en ningún caso se pueden delegar la totalidad de las funciones o producirse una delegación que implique que la sociedad gestora se convierta en una entidad instrumental o vacía de contenido. Entre las actividades cuya delegación es permitida en la mayoría de las legislaciones se encuentran las de gestión de activos, servicios contables, la valoración y determinación del valor liquidativo, el control del cumplimiento de la normativa financiera aplicable, así como la distribución y colocación de las participaciones o acciones de IIC. Como ejemplos de países donde no se permite la delegación de alguna de estas funciones podemos mencionar los siguientes: Venezuela, donde no es posible delegar la gestión de cartera; Perú, cuya legislación prohíbe expresamente la delegación de las actividades del Gerente General, comité de inversiones, así como de diversas actividades referidas al proceso de inversión; y México, donde no se puede delegar el servicio de administración de los activos, pero sí los adicionales y complementarios.

A continuación se hace una breve descripción del tipo de entidad que puede ser sociedad administradora o gestora y las funciones y responsabilidades que tienen encomendadas en los distintos países objeto de estudio:

- En **Argentina** las sociedades administradoras o gestoras tienen como funciones principales la administración del patrimonio de los fondos y la representación de los intereses colectivos de los cuotapartistas de los Fondos bajo su administración. Asimismo, deben controlar la actuación de la Depositaria, informando de cualquier irregularidad grave que detecte. La actividad de administración del patrimonio comprende el llevar la contabilidad del fondo; llevar al día el libro de suscripciones y rescates; determinar el valor de la cuota parte y del valor de la cartera; así como la emisión de los certificados. La responsabilidad de la Gerente es indelegable, aunque puede contratar a uno o más asesores de inversión.
- En **Bolivia** las sociedades administradoras o gestoras deberán dar cumplimiento a las siguientes obligaciones, entre otras: administrar la cartera del fondo; contabilizar las operaciones del Fondo de forma separada a de las operaciones de la sociedad Gestora; llevar registro electrónico y actualizado de partícipes; definir la política de reembolsos; y proporcionar información a la SPVS y a los partícipes. Además, en el caso de los fondos abiertos, deberá presentar a la Intendencia el indicador comparativo de rendimiento del Fondo (benchmark), que estar vigente durante el siguiente período. Pueden realizar servicios de custodia de valores pero siempre a través de un subcustodio. Las sociedades administradoras pueden subcontratar servicios de custodia de valores, de distribución de cuotas de los fondos, la contabilización y otras que autorice la

SPVS, pero esto no implica la cesión de las obligaciones y responsabilidades por parte de la Administradora.

- En **Brasil** las administradoras de fondos de inversión son personas jurídicas que necesitan la previa autorización de CVM para el ejercicio de su actividad, deben tener una persona natural que se responsabilice por ellos y no pueden ejercer ninguna otra actividad en la sociedad o fuera de ella, que no sea la actividad de administración de patrimonio de terceros. La administración de los fondos de inversión comprende la gestión de los activos, el control y el procesamiento de los valores, la distribución de cuotas, la escrituración de cuotas y la custodia de los valores. Adicionalmente, puede ser contratada una agencia clasificadora de riesgo o una consultoría de inversiones. Diversas funciones (incluida la gestión de activos) pueden ser delegadas en terceros que se hallen registrados en la CVM para el ejercicio de tales funciones. Respecto a su responsabilidad, las administradoras son directamente responsables por errores e irregularidades.
- En **Chile** las sociedades administradoras son entidades constituídas como sociedades anónimas especiales y tienen como objeto exclusivo la administración de fondos, invirtiendo los recursos en instrumentos y bienes que la ley y el reglamento interno del fondo autorizan. Además, dentro de sus funciones se contempla valorar las inversiones, llevar la contabilidad y registros del fondo, el adecuado proceso de las operaciones de suscripción y reembolso y proporcionar la información a los partícipes y al Organismo Supervisor respecto de los fondos bajo su administración. Asimismo, llevarán a cabo su representación, pudiendo demandar a las personas que ocasionen perjuicios al fondo. En cuanto a su responsabilidad, la sociedad debe responder hasta de la culpa leve por los perjuicios que causare al fondo por incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones y está obligada a indemnizar al fondo por los perjuicios que ella o cualquiera de sus dependientes o personas que les presten servicios le causaren, como consecuencia de la ejecución u omisión de las actuaciones prohibidas establecidas en la legislación. Respecto a la delegación de funciones, la responsabilidad por la función de administración es indelegable, pudiendo externalizar diversas actividades, lo cual debe constar claramente en el reglamento interno, indicando si los costos asociados serán de cargo de la administradora o de la IIC, y en este último caso, la forma y política de distribución de tales gastos.
- En **Colombia** la sociedad administradora, respecto a la IIC, estructura la cartera colectiva; promueve su comercialización; gestiona los recursos; toma decisiones de inversión y lleva a cabo la valoración del fondo y de sus participaciones. Adicionalmente, debe revelar información de acuerdo con las reglas que dicte la Superintendencia, rinde cuentas de su gestión y ejerce los derechos derivados de las inversiones del fondo; y debe mantener separados los activos

propios de los del fondo. Es la única responsable frente a los partícipes y la entidad de supervisión. No se admite la delegación de responsabilidad, sin perjuicio de la utilización de intermediarios de valores para la realización de operaciones a través de las bolsas de valores, en las que únicamente pueden participar sociedades comisionistas de bolsa. En el caso de fondos cerrados de capital privado las funciones propias de su actividad pueden ser desarrolladas por un gestor profesional sin que implique delegar responsabilidad¹³.

- En **Costa Rica** la función de la sociedad administradora es prestar servicios de administración de fondos de inversión. Les está prohibido invertir los recursos de los fondos de inversión que administran en valores emitidos por ellas mismas; invertir su capital en los fondos que administran; conceder créditos con dinero del fondo; garantizar al inversionista, directa o indirectamente y mediante cualquier tipo de contrato, un rendimiento determinado; discriminar, por el rendimiento, a los inversores; así como participar en el capital de otras sociedades. Están obligadas a suministrar información oportuna y veraz sobre su situación y la de los fondos que administran, de acuerdo con lo que dicte la superintendencia. Son responsables solidariamente ante los inversores por los daños y perjuicios ocasionados por sus directores, empleados o personas contratadas por ellos para prestarle servicios al fondo. Asimismo serán responsables de aplicar las políticas de inversión contenidas en el prospecto de los fondos que administre.
- En **Ecuador** la sociedad administradora o gestora proporciona a los fondos los servicios administrativos que estos requieran, tales como la cobranza de sus ingresos y rentabilidad, la presentación de informes periódicos y, en general, la provisión de un servicio técnico para la buena administración del fondo. La administradora deberá mantener invertido al menos el 50% de su capital pagado en las unidades o cuotas de fondos que administre, pero sus inversores no pueden exceder del 30% del patrimonio neto de cada fondo administrado. Asimismo, debe divulgar cualquier hecho o información relevante, dentro de los cinco días siguientes a que el hecho ocurra, y comunicar a la Superintendencia información relevante respecto de las empresas o sociedades emisoras de los valores en las que los fondos de inversión mantengan invertidos sus recursos y que pudieren variar el valor o cotización en el mercado de las cuotas o uni-

13 En Colombia es importante mencionar que no todas las sociedades administradoras se dedican de forma exclusiva a la gestión de carteras colectivas. Así, las Sociedades Comisionistas de Bolsa se encuentran facultadas para desarrollar las actividades de comisión, colocación de valores, administración de valores, administración de portafolios de terceros, asesoría en el mercado de valores y operaciones por cuenta propia. Las sociedades fiduciarias pueden desarrollar cualquier tipo de contrato de fiducia o encargo fiduciario, incluyendo fiducia de inversión individual, de gestión y pagos, de administración, de construcción de proyectos inmobiliarios y de garantía. En todo caso la normativa exige que, para estas sociedades, se establezcan reglas de separación tanto físico como organizacional que permita una gestión independiente en interés de los inversionistas. Entre otros aspectos, es obligatorio el manejo de cuentas bancarias independientes y con fines exclusivos, el personal responsable debe estar separado para cada una de las actividades, deben establecerse barreras chinas para el manejo de la información, etc.

dades del fondo. Está obligada a valorar los activos del fondo de acuerdo a normas vigentes y valorar las unidades de cada fondo diariamente.

- En **España** las funciones de la gestora son las siguientes: la gestión de activos, la administración de la IIC y la comercialización de participaciones de IIC. Dentro de la actividad de administración se entienden comprendidas las siguientes tareas: servicios jurídicos y contables en relación a la gestión de la IIC; consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas; valoración y determinación del valor liquidativo, incluyendo el régimen fiscal aplicable; control del cumplimiento de la normativa aplicable; llevanza del registro de partícipes o accionistas; distribución, en su caso, de los rendimientos y la suscripción y reembolso de participaciones de fondos y, en su caso, adquisición y enajenación de acciones de IIC. En lo referente a la delegación, la gestora puede delegar sus funciones, siempre que no quede vacía de contenido. Además requerirá previa autorización de la CNMV la delegación por las gestoras en una o varias entidades de las actividades de gestión de activos, servicios contables en relación a la gestión de la IIC, valoración y determinación del valor liquidativo y control del cumplimiento de la normativa financiera aplicable. En todo caso, la delegación de funciones no implica delegación de responsabilidad.
- En **Honduras** las principales funciones, obligaciones y responsabilidades de la sociedad administradora son: invertir los recursos del Fondo Mutuo o de Inversión por cuenta de éstos de acuerdo con los términos del Reglamento Interno, delegando la decisión de la inversión en el Comité de Inversiones; determinar el valor de las partes de participación de los fondos mutuos y llevar separadamente la contabilidad del Fondo de la contabilidad de la sociedad administradora.
- En **México** las sociedades de inversión deben contratar necesariamente con terceros los siguientes servicios: la administración de activos; la distribución de acciones; la valoración de acciones; la calificación; la proveeduría de precios; el depósito y la custodia; la contabilidad y los servicios administrativos. Ahora bien, el servicio de administración de activos debe ser proporcionado por una sociedad anónima de capital variable autorizada por la comisión como sociedad operadora de sociedades de inversión. Las sociedades operadoras realizan en nombre de las sociedades de inversión todas las operaciones autorizadas a éstas, según sus prospectos. Pueden proporcionarles asimismo servicios de distribución y custodia de sus acciones, así como contables y administrativos. No pueden delegar en terceros o subcontratar con ellos el servicio de administración de activos, en el que se entiende comprendida la gestión, pero sí los adicionales o complementarios que les proporcionen.
- En **Panamá** la función principal del administrador de inversiones es, individualmente o en conjunto con otras personas, administrar, manejar e invertir y dis-

poner de los valores y los bienes de la sociedad de inversión. No obstante la normativa le permite servicios administrativos a las sociedades de inversión, pero la sola prestación de dichos servicios administrativos, tales como servicios de contabilidad, secretariales, prestación de domicilio o directores, manejo de relaciones con accionistas, de pago, registro y transferencia y demás servicios administrativos similares, no constituye a la persona que los presta en administrador de inversiones. Los administradores deben desempeñar sus obligaciones con sujeción a los términos de los contratos celebrados con la sociedad de inversión y los objetivos y las políticas de inversión establecidos por la sociedad de inversión. A los administradores de inversión les es permitido nombrar subadministradores de inversión o subcontratar servicios de administración de inversiones con otro administrador de inversiones. La subcontratación será parcial y el administrador de inversión no dejará de asumir la responsabilidad principal por la administración. En los casos que el fondo se encuentre autorizado para invertir en valores extranjeros, la sociedad podrá contratar los servicios de una entidad extranjera para la subadministración de una parte o la totalidad de la cartera del fondo.

- En **Perú** la sociedad gestora es responsable de la realización de las siguientes funciones: realizar las inversiones de los fondos y valorarlas, llevar la contabilidad del fondo, el adecuado proceso de las operaciones de suscripción y reembolso y proporcionar la información a los partícipes respecto de los fondos bajo su administración. La regulación de fondos mutuos señala la posibilidad de subcontratar determinados servicios en las áreas administrativa, informática, asesoría y otros campos afines y prohíbe expresamente la delegación en los casos de las actividades del Gerente General, comité de inversiones y así como de diversas actividades referidas al proceso de inversión.
- En **Portugal** las funciones de la sociedad gestora son: la administración del fondo, la celebración de los negocios jurídicos necesarios, determinar el valor patrimonial de las unidades de participación, el cumplimiento de los deberes de información y controlar y supervisar la gestión. La sociedad gestora es responsable, conjuntamente con el depositario, ante los partícipes del cumplimiento de las obligaciones contraídas, y por los daños causados como consecuencia de errores en la valoración del patrimonio y debe indemnizar a los partícipes. No se permite transferir totalmente a terceros la función de administración y gestión de las carteras.
- En **Venezuela** las sociedades administradoras tienen como objeto exclusivo administrar el patrimonio de las entidades de inversión, y representarlas de acuerdo con los términos del contrato de administración (el contrato deberá ser aprobado previamente por la CNV). Adicionalmente, la administración del patrimonio y la representación de la entidad de inversión se realizará por intermedio de una sociedad administradora o directamente por la entidad de inversión

colectiva. No se puede delegar en terceras personas las funciones del gestor. Las funciones que desempeña son las siguientes: la inversión de los recursos de la entidad a nombre y por cuenta de ésta, según su política de inversiones; mantener una evaluación continua de los valores de la cartera de inversiones; supervisar diariamente la cartera; coordinar los servicios legales, contables y de distribución; calcular diariamente el valor del activo neto y del valor de las unidades de inversión; realizar cualquier actividad de administración y disposición de los bienes y derechos de acuerdo con lo dictado por el Comité de Inversiones.

Al analizar las funciones principales llevadas a cabo por las sociedades administradoras se puede concluir que hay coincidencia en casi todos los países, sin embargo, se pueden distinguir dos grupos:

- Por un lado, aquellos países como México, Panamá y Venezuela, en los que la figura existente o predominante en la inversión colectiva son las sociedades de inversión y en los que las sociedades administradoras se dedican únicamente a la administración de los activos, entendida como la gestión de activos. El resto de servicios tales como la distribución de acciones, la valoración de acciones, la calificación, la proveeduría de precios, el depósito y la custodia, la contabilidad y los servicios administrativos, suelen contratarlos con terceras entidades. No obstante, algunos de estos servicios pueden ser prestados por la propia sociedad administradora.
- Por otro lado, el resto de países, en los que la sociedad gestora realiza prácticamente todas las funciones y sus legislaciones admiten la posibilidad de delegar alguna de ellas.

REQUISITOS PARA LA AUTORIZACIÓN Y REGISTRO DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA O GESTORA

En la mayoría de los países iberoamericanos la creación de una sociedad gestora es autorizada por el organismo regulador del mercado de valores. No obstante, en algunos países la autorización corresponde al Ministro de Economía y Hacienda (España) o al Banco Central del país (Portugal y Honduras), a propuesta o previo dictamen del organismo regulador del mercado de valores.

Si analizamos los requisitos que debe reunir una sociedad administradora o gestora para el acceso a la actividad en los países objeto del estudio se pueden mencionar, entre otros, los siguientes: revestir la forma de sociedad anónima y que sus acciones tengan carácter nominativo; tener por objeto social exclusivo el previsto en la legislación; disponer del capital social mínimo que se establezca y posteriormente con los niveles de recursos propios que se exijan; contar con un consejo de administración; comunicar la identidad de todos los accionistas que posean una

participación significativa en la sociedad; que quienes ostenten cargos de administración o dirección en la sociedad cuenten con los requisitos de honorabilidad y que la mayoría de los miembros del consejo de administración, consejeros delegados y directores generales tengan la experiencia exigida para gestionar IIC; contar con una buena organización administrativa y contable, así como con medios humanos y técnicos adecuados, en relación con su objeto; disponer de procedimientos y mecanismos de control interno adecuados que garanticen la gestión correcta y prudente de la sociedad, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático, un reglamento interno de conducta y cumplir con ciertos requisitos de solvencia y operativos en el caso de que se dedique a la comercialización. Además, en algunas legislaciones se exige un régimen de operaciones vinculadas, así como órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales.

Respecto al requisito de capital mínimo, en todos los países a excepción de Brasil se exige un capital mínimo para constituir una Sociedad Gestora. El capital mínimo exigido varía de unos países a otros, pero en términos generales se exige un capital mínimo y una cuantía proporcional al valor real de los patrimonios que administren. Asimismo, el capital mínimo también puede variar según las actividades que la sociedad gestora esté autorizada a realizar y en función de si se trata de una sociedad independiente o está vinculada a una entidad financiera o a una empresa de servicios de inversión. La cuantía exigida varía según el país pero en términos generales suele situarse entre los 50.000 y los 350.000 dólares USA.

El procedimiento para que una sociedad Gestora pueda iniciar sus actividades consta de dos fases: en primer lugar, una fase de autorización de su creación y en segundo lugar, una vez constituida, para dar comienzo a su actividad deberá inscribirse en el correspondiente registro del organismo regulador. En algunos países, como en Perú y Colombia, antes de dar comienzo a su actividad y proceder a su inscripción, el regulador realiza una inspección in situ de la sociedad gestora al objeto de verificar que cuenta con los medios declarados.

A continuación pasamos a describir lo más característico del procedimiento de autorización y registro de estas sociedades de cada país:

- En **Argentina** en el caso de que la Gerente sea una sociedad anónima de objeto exclusivo, deberá acreditar un patrimonio neto mínimo 50.000 dólares USA y deberá agregar 12.500 dólares USA por cada una de las IIC adicionales administradas. Además se exigirá honorabilidad, no incompatibilidad de los directivos y se deberá indicar la total independencia física de la Gerente. Adicionalmente, deberán presentar entre otra información el Reglamento de gestión de la IIC, un plan de cuentas analítico y un manual de procedimientos administrativo-contables y de control del fondo.

- En **Bolivia** las Sociedades Administradoras deberán constituirse con un capital social mínimo, íntegramente suscrito y pagado equivalente a 150.000 dólares USA más 30.000 dólares USA por cada fondo de Inversión administrado adicional al primero. Además, deben presentar la siguiente documentación: escritura de constitución, estatutos, poderes, manual de procedimientos, manual de control interno y normas internas de conducta. El Administrador de un Fondo debe poseer idoneidad, ser profesional en el área económica o financiera y acreditar por lo menos 3 años de experiencia en estas actividades.
- En **Brasil** no hay exigencia de capital mínimo para el ejercicio de la actividad de administración de activos de terceros. Ahora bien, toda solicitud de autorización para el ejercicio de esta actividad debe ser sometida al examen de la CMV. Este examen analiza aspectos como la separación de los sectores responsables de la administración de activos de terceros de los demás sectores de la compañía; la idoneidad de los directivos responsables por la actividad; la regularidad documental de la compañía (registros, contrato social y otros); así como los sistemas de control interno de la firma y la experiencia en la actividad.
- En **Chile** para obtener la autorización de existencia, las gestoras deben constituirse como una sociedad de objeto exclusivo, presentar su escritura de constitución y tener un capital pagado mínimo de 350.728 dólares USA. Adicionalmente, deberán constituir una garantía en beneficio de los fondos que administren, para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones por la administración, en forma previa al funcionamiento de cada fondo hasta su total extinción, por un monto inicial de 350.728 dólares USA. El monto de la garantía debe actualizarse anualmente, para cada fondo, de manera que dicho monto sea siempre equivalente al menos a 350.728 dólares USA o al 1% del patrimonio promedio diario del fondo, si este último resultare mayor. El certificado emitido por el Organismo Regulador en el que consta la autorización de existencia de la sociedad, debe inscribirse en el Registro de Comercio y publicarse en el Diario Oficial. En la autorización se verá el cumplimiento de ciertos requisitos de honorabilidad de los directivos y se les exigirá una formación mínima en el ámbito educacional. Las sociedades administradoras no pueden iniciar sus funciones, mientras la SVS no apruebe el reglamento interno de al menos uno de los fondos que administrará, y el texto del contrato que deberá suscribir con los partícipes. En el caso de las Administradoras Generales de Fondos (AGF), también un Reglamento General de Fondos.
- En **Colombia** las sociedades administradoras se dividen en tres, dependiendo de las carteras colectivas que administren: Sociedades Comisionistas de Bolsa (Fondos de valores), Sociedades Administradoras de Inversión (Fondos de Inversión) y Sociedades Fiduciarias (Fondos Comunes). Estas sociedades difieren en las exigencias de capital mínimo, de forma que el capital mínimo de Sociedades Fiduciarias es de 1.276.996 dólares USA; el de las Sociedades

Comisionistas de Bolsa es de 218.814\$ y el de las Sociedades Administradoras de Inversión de 10.941\$. Todas las cuantías se ajustan anualmente según el IPC y además, para las Sociedades Administradoras de Inversión la Superintendencia Financiera puede exigir un capital superior, ascendiendo en el año 2006 a 787.729\$. Aparte del capital mínimo, se exige que los accionistas cuenten con la capacidad económica suficiente y una solvencia moral que garantice la adecuada administración de los recursos de las carteras. De manera general, el proceso de autorización exige la realización de visitas y la certificación de capacidad técnica e idoneidad para desarrollar la actividad. Además, para su constitución se exige un estudio de factibilidad, un manual de gestión de riesgos, manual para la prevención del lavado de activos y un manual operativo que incluya la infraestructura tecnológica y operativa, además de un código de gobierno corporativo y de conducta. Asimismo, la Superintendencia a efectos de autorizar el inicio de operaciones realiza una visita a la entidad que permita hacer una evaluación sobre la idoneidad de los sistemas, así como del correcto funcionamiento de la sociedad.

- En **Costa Rica** los requisitos para la autorización de las sociedades administradoras de fondos de inversión son los siguientes: disponer de un capital mínimo de aproximadamente 124.000 dólares USA; que su objeto social se limite a las actividades autorizadas y sus estatutos se ajusten a las disposiciones de la ley y los reglamentos; que su capital social esté representado por acciones nominativas; que ninguno de sus directivos, gerentes o empleados haya sido condenado por delitos contra la propiedad ni contra la fe pública y todos ellos sean de reconocida solvencia moral, con amplia capacidad y experiencia. Adicionalmente se exige un nivel de suficiencia patrimonial que está en proceso de modificación y que se calculará y actualizará en función del nivel de riesgo que asuma la sociedad administradora por sus propios activos y por el nivel de riesgo que asumen los fondos de inversión por ella administrados. Por otro lado, las sociedades deben contar con la estructura organizativa y el recuso humano que le permita prestar sus servicios de manera adecuada. En concreto, se valoran aspectos como: personal mínimo; separación de la gerencia de sociedad de otras posiciones en un mismo grupo financiero; requerimientos de hardware y software y manuales de procedimiento.
- En **Ecuador** se exige que las sociedades administradoras de fondos cuenten con un capital mínimo de 262.890 dólares USA, representado mediante acciones nominativas. Adicionalmente, deberán aportar un capital de 131.445 dólares USA si se dedican a administrar fondos, fideicomisos y a participar en procesos de titulización. La sociedad debe cumplir con el manual orgánico funcional, el reglamento operativo Interno y el sistema tecnológico de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, así como con el manual orgánico y de Procedimientos del Comité de Inversiones; la Superintendencia de

Compañías establece el contenido mínimo y aprueba los mismos. Una vez autorizada para funcionar e inscrita en el Registro, tienen un plazo de 6 meses para presentar el primer fondo.

- En **España** la creación de una gestora requiere la autorización previa del Ministerio de Economía y Hacienda. La autorización previa se concede a propuesta de la CNMV. Una vez constituidas, para dar comienzo a su actividad, las gestoras deberán inscribirse en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro de la CNMV. Para obtener la autorización necesaria para constituir una gestora:
 - Las gestoras deben contar en el momento de su constitución con un capital social mínimo (300.000 euros) y, posteriormente, con unos niveles de recursos propios proporcionados al valor real de los patrimonios que administren.
 - Es necesario acreditar la honorabilidad de las personas que ostentarán cargos de administración y dirección de la entidad y de los accionistas.
 - Para solicitar la autorización se debe presentar un proyecto de estatutos y una memoria en la que se describa en detalle la estructura organizativa de la sociedad, la relación de actividades a desarrollar así como la relación de medios técnicos y humanos de que dispondrá. La gestora debe tener procedimientos y mecanismos de control interno adecuados que garanticen la gestión correcta y prudente de la sociedad, incluyendo procedimientos de control de riesgos, mecanismos de control y seguridad en el ámbito informático, órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y un reglamento interno de conducta.
- En **Honduras** las sociedades administradoras deberán constituirse como una sociedad de objeto exclusivo, que es la administración de uno o más Fondos Mutuos y/o Fondos de Inversión; contar con un capital mínimo de 55.404 dólares USA; sus socios fundadores, personal directivo y representantes legales deberán ser personas de reconocida solvencia moral; contar con la estructura organizativa y el recurso humanos y tecnológico que le permita prestar sus servicios de manera adecuada.
- En **México** la sociedad administradora es una sociedad anónima de capital variable. Su capital mínimo varía en función del tipo de entidad: si es una Operadora independiente 1.116.223 dólares USA; si está vinculada a una casa de bolsa, a una institución de crédito o a un grupo financiero, 93.019 dólares USA; si sólo administran activos de sociedades de inversión de capitales 13.953 dólares USA. Deberán contar con un Consejo de administración integrado por un mínimo de cinco y un máximo de quince consejeros propietarios, a los que se les exigirá honorabilidad y experiencia, al igual que a los altos directivos. Deberán presentar una memoria organizativa, un plan de negocios y procedimientos de control

interno que sean suficientes. Deberán establecer procedimientos para asegurar cumplimiento de normativa externa e interna, para prevenir conflictos de interés, evitar el uso indebido de información. Además, deberán recibir los dictámenes de auditores externos para su conocimiento y análisis.

- En **Panamá** la sociedad gestora es una persona jurídica con objeto exclusivo y duración indefinida, que deberá contar con patrimonio total mínimo 150.000 Balboas (dólares USA), capital social proporcionado y sus acciones serán nominativas. Su Junta Directiva estará compuesta de tres miembros y todos deberán cumplir los requisitos honorabilidad y uno el de experiencia. Asimismo deberá contar con un número de ejecutivos principales adecuado (al menos uno) y con un Oficial de cumplimiento; con una adecuada organización administrativa y recursos suficientes y con un Reglamento interno de conducta. En cambio, si se trata de una persona física deberá cumplir todos los requisitos anteriores en lo que le fueran aplicables y además contar con la formación básica requerida a corredores o analistas y la exigida a ejecutivos principales.
- En **Perú** la sociedad administradora deberá contar con un capital social inicial de 325.471 dólares USA o de 173.585 dólares USA si es una filial de una Sociedad Agente de Bolsa. Para su autorización deberán acreditar la idoneidad y honorabilidad de los promotores; la capacidad y honorabilidad de los directivos y presentar un plan de negocios sustentado. Una vez constituida debe acreditar a CONASEV que cuenta con recursos, infraestructura y procedimientos adecuados, realizándose una verificación in situ del cumplimiento de la infraestructura de los recursos humanos y de los procedimientos necesarios.
- En **Portugal** se exige un capital social mínimo a las sociedades gestoras de 250.000 euros (en caso de Gestoras de Fondos inmobiliarios el importe es de 375.000 euros). Existen también unos porcentajes de fondos propios calculados sobre el valor de las carteras gestionadas. Para la gestión de fondos cerrados la sociedad debe tener fondos propios mínimos de 7,5 millones euros. La CMVM analiza, entre otra documentación, el proyecto de Reglamento Interno, las medidas organizativas (control interno y tratamiento de reclamaciones de clientes); el contrato con el Depositario y la Comercialización. Como hemos mencionado, la autorización corresponde al Banco Central.
- En **Venezuela** se exige un capital social no inferior a 20.000 unidades tributarias (U.T.) y su capital social pagado será por lo menos del 2% del patrimonio de la entidad de inversión colectiva a administrar. Además, deberán constituir caución real suficiente a juicio de la CNV. En la solicitud de autorización deben presentar documentación que acredite la capacidad técnica y profesional de la Junta Administradora de la sociedad y en la solicitud de inscripción un informe emitido por auditores externos que evalúe la capacidad del gestor, desde el punto vista de los procedimientos y sistemas.

De lo anteriormente descrito se puede concluir que los requisitos de autorización y registro de la sociedad Gestora varían de un país a otro, especialmente el requisito de capital mínimo. La nota común es la exigencia de honorabilidad en los accionistas y las personas que van a ostentar cargos de administración y dirección, así como de medios, procedimientos y mecanismos de control interno adecuados que garanticen la gestión correcta y prudente de la sociedad

FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DEL DEPOSITARIO O CUSTODIO

El depositario (o custodio, según la denominación empleada en distintos países, figura distinta del Depositario Central) es un participante clave en el esquema de la industria de la inversión colectiva. Su función es custodiar el patrimonio o capital de las IIC (efectivo y valores) y en algunas legislaciones también tiene facultades de control sobre la sociedad gestora. Su papel tiene mayor o menor importancia en función del país, pues en algunos países el depositario debe ser una entidad bancaria, casas de valores o depósitos centrales de valores, es decir, entidades con unas exigencias elevadas de recursos propios, mientras que en otros países puede realizar esta función la propia sociedad gestora.

Al analizar las funciones y responsabilidades de los depositarios en los distintos países la primera conclusión a la que se llega es que no hay uniformidad sobre qué entidades pueden ser depositarios y las funciones que deben realizar. Entre los tipos de entidades que pueden desempeñar funciones de depositario podemos encontrar según el país: sociedades anónimas de objeto exclusivo, instituciones de crédito, sociedades y agencias de valores, sociedades distribuidoras, bolsas de valores, la propia sociedad gestora y Depósitos Centralizados de Valores. Según el tipo de entidad admitida en cada legislación para desempeñar funciones de depositario se pueden distinguir tres grupos de países:

- Primer grupo (España, Portugal, Argentina¹⁴, Perú, Panamá y Venezuela): aquellos países en los que las funciones de depositario las realizan instituciones de crédito y sociedades y agencias de valores (casas de bolsa).
- Segundo grupo (Chile, México, Bolivia, Colombia, Costa Rica y Ecuador): aquellos países en los que se distingue entre las funciones de depositario, que exclusivamente puede ser realizada por una única entidad en el país denominada Depósito Central de Valores y adicionalmente existen otras entidades que realizan actividades de custodia.

14 Sólo pueden ser depositarias las entidades financieras autorizadas por el BCRA y las sociedades anónimas con objeto exclusivo, no las agencias de valores.

- Tercer grupo (Brasil y Honduras): aquellos países en los que los custodios pueden ser entidades incluidas en los otros dos grupos y además Bolsas de valores o incluso la propia sociedad Gestora.

En lo relativo a sus funciones, los depositarios son las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC. Además, algunas legislaciones (España, Argentina y Portugal) les encomiendan una labor de vigilancia y control de la gestión de las sociedades gestoras y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria.

Entre las obligaciones que debe cumplir un depositario se pueden citar: ejercer las funciones de depósito o administración de valores pertenecientes a las IIC; redactar el reglamento de gestión de las IIC y el documento de constitución, modificación o liquidación junto con la sociedad gestora; emitir en unión con la sociedad gestora los certificados de participaciones; velar por la regularidad de las suscripciones de participaciones cuyo neto abonarán en la cuenta de los fondos; satisfacer por cuenta de los fondos los reembolsos de participaciones, cuyo importe neto se adeudará en la cuenta del fondo; cumplimentar por cuenta de las instituciones, las operaciones de compra y venta de valores, así como cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos y velar por el respeto de la legalidad en la actuación de la sociedad gestora cuando actúe como comercializadora de fondos de inversión.

En cuanto a la responsabilidad del depositario, los depositarios deben actuar de manera independiente y en interés de los inversores de la IIC y serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaran por incumplimiento de sus obligaciones legales. Los depositarios son responsables de la custodia de los activos de las instituciones, aún en el supuesto de que hayan confiado a un tercero la custodia de parte o de la totalidad de sus activos. Además, en países como Portugal, Argentina y España la responsabilidad del depositario frente a los partícipes es conjunta con la sociedad gestora.

A continuación se describen los aspectos más destacados de cada país en lo referente a las entidades que pueden ser depositarios, sus funciones y responsabilidad:

- **Argentina:** Las depositarias pueden ser sociedades anónimas con objeto exclusivo o entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República de Argentina.
- **Bolivia:** En el caso de valores físicos, pueden contratar entidades de custodia (bancos), mientras que en el caso de valores desmaterializados o representados mediante anotaciones en cuenta, deben contratar los servicios de la Entidad de Depósito de Valores. Sólo en este último caso, la custodia puede

contemplar otro tipo de servicios tales como cobro de derechos económicos, ejercicio de derechos políticos y otros, de acuerdo a los contratos suscritos y enmarcados en la normativa vigente.

- **Brasil:** Las entidades habilitadas para ejercer la actividad de custodia o depósito deben ser previamente registradas en la CVM y pueden ser bancos comerciales y de inversión, las sociedades de Bolsa y distribuidoras, otras entidades equiparadas y las bolsas de valores, siempre que reúnan las condiciones técnicas, operativas, económicas y financieras adecuadas.
- **Chile:** La custodia de valores puede ser desarrollada por intermediarios de valores (corredores de bolsa y agentes de valores), bolsas de valores y bancos (como actividad complementaria a su objeto exclusivo) y por la propia gestora. Asimismo, puede ser desarrollada por una entidad de custodia de valores que tiene como objeto exclusivo recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores, denominada “Depósito Central de Valores S.A.” (DCV), cuyas funciones principales son el depósito, compensación y liquidación de valores, así como, la certificación de depósitos.
- **Colombia:** En este país existe la figura de la entidad de depósito, que guarda los valores que componen las carteras de las respectivas Instituciones de inversión colectiva, y desarrolla algunas actividades de administración sobre dichos valores, de acuerdo con las órdenes impartidas por la sociedad administradora. La figura del custodio no tiene una consagración expresa en este país para las carteras colectivas, no obstante algunas de las funciones que le son reconocidas internacionalmente son desarrolladas por la entidad de depósito, de acuerdo con las órdenes impartidas por la sociedad administradora. Las sociedades dedicadas a la labor de guarda de los valores, deberán tener como objeto social exclusivamente dicho depósito y requieren ser autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia. Adicionalmente, la ley permite que el Banco de la República pueda administrar depósitos centralizados de valores, en cuyo caso, la Superintendencia sólo ejercerá inspección y vigilancia sobre la administración del depósito.
- **Costa Rica:** El servicio de custodia de títulos valores únicamente lo podrán prestar sociedades anónimas denominadas centrales de custodia de valores, previamente autorizadas por la superintendencia, las entidades financieras sujetas a la supervisión de la superintendencia general de entidades financieras y los puestos de Bolsa. Las entidades de custodia podrán custodiar y administrar tanto el efectivo como los ingresos y gastos de los fondos de inversión en cuentas independientes para cada fondo, de manera que se garantice la máxima protección de los derechos de los inversores.

- **Ecuador:** Podrán actuar como custodios únicamente el Depositario Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores o una entidad bancaria no vinculada a la administradora. La sociedad administradora no podrá tener más de un custodio para cada fondo y fideicomiso que administre.
- **España:** Podrán ser depositarios las entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito), así como las sociedades y las agencias de valores y deberán tener su domicilio social en el país o, en su caso, una sucursal en España. El depositario deberá ostentar la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro de los mercados en los que vayan a operar (sea de forma directa o a través de otra entidad). Cada IIC deberá tener un único depositario cuyas funciones principales son la de depósito y administración de inversiones en cartera, vigilancia y supervisión, cumplimentación de compras y ventas de valores para la IIC y suscripciones y reembolsos. Ninguna entidad podrá ser simultáneamente gestora y depositaria de una misma institución, salvo en los supuestos normativos en que, con carácter excepcional, se admita esta posibilidad.
- **Honduras:** El custodio de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores es el Depósito Centralizado de Custodia, compensación y liquidación de valores cuyo objeto exclusivo es prestar las funciones de custodia, compensación y liquidación de valores. Sin embargo la Ley establece que mientras no exista el Depósito la función la puede realizar la sociedad administradora o la bolsa de valores.
- **México:** Se distingue, por un lado, entre entidades de depósito, que son sociedades anónimas de capital variable, concesionadas por el Gobierno Federal para realizar servicios de depósito y administración de valores y compensación y liquidación de operaciones relacionadas con ellos; y por otro lado, están los custodios, que son sociedades operadoras y distribuidoras de acciones de sociedades de inversión, instituciones de crédito y casas de bolsa. En la actualidad existe una única institución para el depósito de valores en México, S.D. Indeval, S.A. de C.V., cuyos socios solamente pueden ser el Banco de México e instituciones financieras (bancos y seguros).
- **Panamá:** La normativa permite ser custodios a los Bancos o casas de valores que de acuerdo con su plan de negocios puedan llevar a cabo tales servicios, a las Centrales de Valores y a las empresas fiduciarias debidamente autorizadas por la Superintendencia de Bancos. En todo caso, el dinero efectivo deberá estar depositado en un Banco, sea como custodio o subcustodio. Sólo podrán ser designados custodios las personas jurídicas.
- **Portugal:** Pueden ser depositarios las instituciones de crédito que dispongan de fondos propios no inferiores a 7,5 millones de euros y tengan sede en Portugal o en otro estado miembro de la Unión Europea y sucursal en Portugal. Entre

las funciones que deben desempeñar están: la vigilancia del cumplimiento de la Ley y de los reglamentos de gestión de los fondos; ejecutar las instrucciones de la sociedad gestora, recibir en depósito y guardar los activos de las LIC; pagar a los partícipes los rendimientos de las participaciones y elaborar mensualmente el inventario de los valores bajo su custodia. El depositario tiene responsabilidad conjunta con la sociedad Gestora.

- **Perú:** Las entidades que se encuentran habilitadas para actuar como custodios son las entidades bancarias que reúnan los requisitos exigidos en el procedimiento de autorización.
- **Venezuela:** El custodio deberá ser una institución financiera autorizada para tal fin por este organismo, y se registrará por la Ley General de Bancos y otras instituciones financieras o la Ley de Entidades de ahorro y Préstamos.

Como conclusión, se puede afirmar que cada legislación define de forma distinta qué tipo de entidades pueden ser depositarios o custodios y las funciones a desarrollar por estas entidades son similares en todos los países, con la diferenciación existente en algunos países entre las funciones realizadas por los Depósitos centralizados de valores y el resto de custodios. Asimismo, estas entidades responden de los perjuicios que pudieran causar a los partícipes por el incumplimiento de sus obligaciones, responsabilidad que en algunos países es conjunta con la Sociedad Gestora.

REGISTRO Y REQUISITOS ESPECÍFICOS DEL DEPOSITARIO O CUSTODIO

En la mayoría de los países objeto de este estudio, los depositarios adquieren el carácter de tales mediante la autorización del organismo supervisor correspondiente e inscripción en el correspondiente registro administrativo. Como excepción se pueden señalar los casos de Chile, México y Ecuador, en los que únicamente los Depósitos Centralizados de compensación y liquidación de valores son autorizados por el organismo supervisor como tales e inscritos, en su caso, en el Registro del Mercado de Valores, mientras que del resto de entidades que pueden ejercer como custodio no se lleva registro específico, pues cualquiera de las entidades autorizadas genéricamente para actuar como tales puede prestar este servicio.

Los requisitos para obtener la autorización varían de un país a otro, pero en términos generales se exige, entre otros, que quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria reúnan los requisitos de idoneidad que establezca su legislación; contar con conocimientos y experiencia adecuada en materias relacionadas con el mercado de valores; así como tener suficiente capacidad, los medios necesarios y una organización y procedimientos adecuados para realizar sus funciones. Adicionalmente, en algunos países, se les exige ostentar la

condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vaya a operar, sea como tal o a través de otra entidad participante.

A continuación se incluye un breve resumen del procedimiento de autorización y registro de los custodios o depositarios en los distintos países:

- **Argentina:** Los custodios (entidades financieras o sociedades anónimas) para ser autorizados deberán cumplir, entre otros, los siguientes requisitos: acreditar que están autorizadas por el BCRA como entidad financiera o que están inscritas como sociedad anónima en el Registro de Personas Jurídicas de su jurisdicción. En el caso de ser sociedad anónima, su objeto social debe contemplar de forma exclusiva como funciones principales la custodia, guarda, depósito y titularidad de los activos que conforman el patrimonio del fondo y la intervención directa en las acciones inherentes en la actividad de administración que desarrolle la Gerente. Asimismo, en el caso de ser sociedades anónimas deben acreditar y mantener un patrimonio neto mínimo de 100.000 dólares USA y otros 100.000 adicionales por cada nuevo fondo en el que actúe como depositaria. Asimismo, se deberá presentar la nómina de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización, gerentes de la primera línea y apoderados.
- **Bolivia:** En el caso de valores físicos o documentarios, los custodios son bancos autorizados por la Superintendencia de bancos y Entidades Financieras. Si se trata de valores representados mediante anotaciones en cuenta, las entidades depositarias deben cumplir con los requisitos exigidos por la Ley del Mercado de Valores y sus Reglamentos y estar bajo fiscalización de la SPVS.
- **Brasil:** A los depositarios se les exigen condiciones técnicas comprobadas y características operativas y económico-financieras adecuadas.
- **Colombia:** No existe la figura de custodio, no obstante, para que una entidad pueda desarrollar la actividad de administración de un depósito centralizado de valores debe solicitar ante la Superintendencia Financiera autorización para su constitución y expedición del certificado de autorización para operar.
- **Chile:** El organismo de supervisión para proceder al registro de un Depósito de Valores exige: la constitución de la sociedad, una organización adecuada para desarrollar debidamente sus funciones, así como un reglamento interno de operaciones y las garantías y seguros necesarios que establece la ley. Además, deben tener como objeto exclusivo recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores, tienen que constituirse con un capital mínimo equivalente a 1.052.184 dólares USA y mantener permanentemente un patrimonio no inferior a la cifra antes indicada. En el momento de solicitar la autorización de su existencia deben presen-

tar un prospecto y para la aprobación del funcionamiento de la empresa se deberá comprobar que ésta cuenta con normas mínimas de seguridad.

- **Costa Rica:** Los custodios deberán contar con un sistema de registro para valores custodiados que permita una segregación efectiva de la titularidad de los valores custodiado, que permita la generación del historial de movimientos realizados en la cuenta y la realización de conciliaciones. Además deberá contar con procedimientos para el registro de los movimientos, ingresos y gastos de los valores en custodia y cumplir con los requisitos mínimos de control interno, operativos y tecnológicos necesarios para la realización de custodia.
- **Ecuador:** La normativa ecuatoriana no contempla la obligatoriedad de llevar un registro de custodios. El único custodio que debe ser aprobado es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación el cual dentro de sus funciones se estipula la custodia. La Superintendencia de compañías autorizará el funcionamiento de un depósito centralizado, procediendo a su inscripción y a la de sus reglamentos en el Registro del Mercado de Valores, en cuanto se verifique que se ha constituido con los requisitos exigidos y que tiene los medios, mecanismos, reglamentos y procedimientos que garanticen su funcionamiento.
- **España:** Los depositarios de las IIC adquirirán el carácter de tales mediante la autorización de la CNMV e inscripción en el correspondiente registro administrativo de la misma. Los requisitos para autorizar a depositarios son los señalados en el apartado anterior. Además, quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica. El director general o cargo asimilado del que dependa el área de Depositaria de IIC deberá contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.
- **Honduras:** El Directorio del Banco Central de Honduras, previo dictamen favorable de la comisión, autorizará el funcionamiento de un depósito centralizado, debiendo verificar que se ha constituido con un capital mínimo de un millón de lempiras y socios de encuentran entre las entidades elegibles. Antes de iniciar operación deberá constatar que cuenta con las instalaciones, mecanismos y reglamentos debidamente aprobados por la Comisión y con procedimientos que garanticen su funcionamiento. Deberá constituir una garantía de cumplimiento de gestión o fianza no inferior a un cuarto del uno por ciento de los valores mantenidos en custodia a favor de los depositantes. Además, ninguna persona natural o jurídica podrá, directa o indirectamente, ser dueña de más de un diez por ciento de las acciones suscritas de un Depósito, salvo que se trate de las bolsas de valores que podrán tener hasta el veinte por ciento.
- **México:** No existe un registro de custodios como tal. El consejo de administración de cada sociedad de inversión tiene la obligación de aprobar la contratación de alguna de las entidades habilitadas para que actúen como custodio.

- **Panamá:** En su legislación no se contempla un registro de custodios o depositarios. Ahora bien, tanto las casas de valores como las Centrales de Valores son reguladas por la Comisión Nacional de Valores quien, para operar, expide una licencia. Las otras dos entidades, a saber, Bancos y empresas fiduciarias, son reguladas por la Superintendencia de Bancos quien expide Licencia para poder desarrollar sus actividades.
- **Perú:** Las entidades bancarias deberán presentar una solicitud suscrita por su representante legal indicando del grupo económico al que pertenece. Las empresas bancarias deben contar con dos clasificaciones de riesgo de acuerdo con las regulaciones en la materia, no debiendo ser la menor de ellas de B- (B menos); estar constituido como participante directo de las instituciones de compensación y liquidación de valores del mercado local, donde la sociedad administradora realice las inversiones en nombre del fondo; contar con manuales de procedimiento y control interno utilizados por el área de custodia, así como con normas internas de conducta.
- **Portugal:** Las funciones de custodia y de depositario son ejercidas habitualmente por la misma entidad. Los depositarios podrán ser entidades de crédito que dispongan de fondos propios no inferiores a 7.5 millones de euros. El registro de instituciones de crédito está sujeto a los requisitos estipulados por el Banco de Portugal.
- **Venezuela:** La institución que tenga a su cargo el servicio de depósito y custodia de los valores de la entidad de capital abierto gestionará ante la Caja Venezolana de Valores la custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores objeto de oferta pública que se negocian en Venezuela, denominados en moneda local o en moneda extranjera. Para el caso de los valores denominadas en moneda extranjera que se negocian en mercados internacionales que conforman las carteras de inversión, deberán estar depositados en custodia en instituciones internacionales de primera línea y mantenerse, sin excepción, a nombre del fondo. Adicionalmente, la institución internacional que realice las funciones de custodia debe ser contratada directamente por el Instituto que tenga a su cargo el servicio de depósito y custodia de los valores autorizados por este organismo.

Tras este análisis se puede concluir que los requisitos para la autorización de un depositario varían de un país a otro, consecuencia en parte debida a la distinta definición que hace cada legislación de qué entidades pueden ser depositarios. Como resultado, no existe un registro de custodios de IIC en todos los países y no siempre autoriza su actividad el organismo supervisor del mercado de valores. En términos generales, todos los países coinciden en la exigencia a estas entidades de medios, capacidad técnica y procedimientos de control interno. Asimismo, se les exige experiencia a los directivos encargados de esta actividad.

NORMAS DE SEPARACIÓN ENTRE GESTORAS Y DEPOSITARIOS

Como se ha visto anteriormente, los sistemas jurídicos en Iberoamérica prevén que las entidades Administradoras o Gestoras de las IIC no puedan ejercer las funciones de depositario o custodio, actuando ambas empresas con total independencia en interés del inversionista.

Además, generalmente ambas entidades, salvo en el caso de Ecuador, pueden pertenecer al mismo grupo financiero. En este sentido, y con el fin de evitar cualquier conflicto de interés y favorecer así la protección del inversionista, en algunas regulaciones existen una serie de normas que requieran la separación entre las actividades de administración y custodia de activos.

Así en la normativa española se especifica que tanto los reglamentos internos de conducta de las sociedades gestoras como en los de depositarios, se deberán arbitrar las medidas necesarias que garanticen que la información derivada de sus respectivas actividades no se encuentra al alcance, directa o indirectamente, del personal de la otra entidad.

Para ello, tiene que darse la separación física de los recursos humanos y materiales dedicados a la actividad de gestión y depositaria, y los instrumentos informáticos que impidan el flujo de la información que pudiese generar conflictos de interés entre los responsables de una y otra actividad. Concretamente, el reglamento interno deberá prever las siguientes normas de separación:

- a) La inexistencia de consejeros o administradores comunes.
- b) La dirección efectiva de la sociedad gestora por personas independientes del depositario.
- c) Que la sociedad gestora y el depositario tengan domicilios diferentes y separación física de sus centros de actividad.

Esto sucede también en Argentina, donde se prohíbe que los directores, gerentes, apoderados y miembros de los órganos de fiscalización de la entidad gerente ocupen algún cargo en los órganos de dirección y fiscalización de la depositaria.

Asimismo, la regulación peruana obliga a que los gerentes y miembros del comité de inversiones no puedan prestar sus servicios, directa o indirectamente, a las empresas vinculadas a la Gestora o al Custodio y sus vinculadas, así como los asesores y demás personas que presten servicios a la Gestora no pueden prestar ningún servicio al área de custodia del banco que se desempeñe como Custodio del Fondo. Por otro lado, las decisiones de inversión que adopte el Comité de Inversiones, así como la ejecución de las inversiones, deben ser realizadas en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra actividad que realicen las personas vinculadas a la Gestora o al Custodio.

En cuanto a Panamá, la normativa dispone que debe existir un 20% de directores independientes entre las juntas directivas del Administrador de Inversiones y el Custodio. Igual proporción de directores independientes deberá existir entre la Junta Directiva del Custodio y de la Sociedad de Inversión.

Otra exigencia, ésta de la normativa portuguesa, es que una IIC no puede invertir más del 20% de su patrimonio en valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario emitidos por entidades de su grupo.

EL RESCATE Y TRASPASO ENTRE IIC

En el mercado financiero, así como los inversionistas deciden ingresar en una IIC, también lo hacen para liquidar sus inversiones en éstas, mediante la venta o rescate de sus participaciones o cuotas u otros mecanismos, tales como, retiros o disminuciones de capital en el caso de los fondos de inversión cerrados. Dicho retiro puede tener asociado un costo, producto de comisiones cobradas al momento del rescate (sobre el monto inicial invertido o sobre el monto rescatado), que la gestora haya determinado cobrar y esté especificado en el reglamento interno o el folleto de la IIC. Es importante anotar que, en Colombia, el valor de la sanción por retiro anticipado¹⁵ es un ingreso a favor del fondo y no de la sociedad administradora.

También existe en determinados casos, la figura de traspaso entre IIC, en donde los recursos mantenidos en una de ellas, se invierten en otra IIC gestionada por la misma administradora o una diferente, según lo decida el propio inversionista. Respecto a esta última figura, cabe indicar que ésta ha sido asociada a la entrega de ciertos beneficios tributarios, tendentes a incentivar la permanencia de los recursos mantenidos en el sistema global de IIC.

En relación a las excepciones al cobro de los citados costos, cabe indicar que del análisis de la situación en Iberoamérica, específicamente en la regulación de Argentina, Chile, Costa Rica, España, Perú y Portugal se contempla que los inversores tienen derecho a vender o rescatar sus participaciones sin costo, en un determinado plazo, en el caso de que el reglamento interno o folleto de la IIC sufra modificaciones sustanciales, tales como, cambios en la política de inversiones del fondo; sus costos; sustitución de la gestora, entre otras. En el resto de los países, no se observa algún tipo de excepción en los citados cobros, salvo en Honduras donde el inversionista puede vender sus participaciones sin comisiones, cuando la entidad supervisora ordene el traspaso de las IIC administrados o si voluntariamente decide traspasar los fondos.

¹⁵ Las carteras colectivas abiertas se clasifican en abiertas y abiertas con pacto de permanencia. Las primeras se caracterizan por que el suscriptor puede solicitar la redención de sus derechos en cualquier momento, sin lugar a cobrar sanción o penalidad alguna. Las carteras colectivas abiertas con pactos de permanencia establecen periodos de redención en los cuales el suscriptor puede redimir sus recursos, de suerte que si la solicitud se efectúa en fecha diferente deberá pagar una sanción por redención anticipada.

Respecto al traspaso de cuotas de participación de una IIC a otra gestionada por el mismo administrador u otro distinto, esta figura se contempla en la regulación de Colombia, Costa Rica, España, Honduras, México, Panamá y Portugal.

Tal como se especifica, en Colombia los traspasos sólo lo pueden realizar inversores de multifondos (fondos sombrilla) que operan a través de fondos escalonados y fondos de inversión cerrados; en España se considera el traspaso entre IIC gestionadas por la misma administradora o por gestoras distintas; en Panamá la figura debe presentarse entre subfondos de un mismo fondo; y en Portugal se permiten entre IIC que forman parte de un “Agrupamiento” de fondos.

En el caso español, el traspaso de Instituciones de Inversión Colectiva se beneficia de un tratamiento fiscal favorable, consistente en el diferimiento de la tributación a la que pueda dar lugar el rescate de las acciones o participaciones. Además, para facilitar su operativa, la normativa ha diseñado un procedimiento que permite al partícipe realizar todos los trámites ante una única entidad, la que gestiona la IIC de destino. Este procedimiento se encuentra desarrollado en el apartado correspondiente a fiscalidad de este Estudio.

Por último, en el caso chileno, si bien en la regulación no se contempla la figura de traspaso, en la normativa y en la práctica se presenta el concepto de “familia de fondos” para los fondos de inversión abiertos administrados por una misma gestora. En dicha práctica, un inversor al rescatar sus cuotas de una IIC puede invertir esos recursos en otro fondo de su misma administradora, respetándosele su permanencia en el primero de ellos y eximiéndolo del pago de la comisión de colocación diferida al rescate, según lo haya establecido en su respectivo reglamento interno.

IV. NORMAS DE CONDUCTA Y REGULACIÓN DEL CONFLICTO DE INTERÉS

A continuación vamos a tratar los aspectos éticos que afectan al funcionamiento de la Industria de la Inversión Colectiva, y más concretamente a las normas específicas de conducta que las diferentes jurisdicciones han establecido al respecto.

Si en los mercados de valores la confianza juega un papel esencial en cuanto supone que todos los sujetos participantes van a cumplir el marco normativo existente, el comportamiento ético de todos aquellos relacionados con la inversión colectiva adquiere una especial relevancia que va más allá de las normas de actuación que puedan regir para otras actividades de los mercados financieros.

Esto es así debido a las especiales características de la Inversión Colectiva, en la que los inversores entregan sus ahorros a un tercero que, a su vez, lo invierte en los mercados financieros. Por tanto, además del riesgo propio de cualquier

inversión, el inversor depende del comportamiento ético de los gestores que son quienes van a disponer de los fondos entregados por lo que “los pequeños inversores son especialmente vulnerables a la mala conducta de los gestores de IIC. La regulación debe promover y asegurar un nivel elevado de cumplimiento por parte de estas entidades”.¹⁶

Así, de los cuatro principios que IOSCO dedica de manera específica a la inversión colectiva (si bien como la propia IOSCO establece todos los principios están relacionados entre sí y se complementan mutuamente), uno de ellos, el 17, trata de la fijación de normas para los que intervienen en la gestión y para su comercialización.

Aunque el principio citado tiene un amplio contenido, en esta parte del trabajo nos vamos a centrar en la **regulación del conflicto de interés** y de sus principales componentes: medidas que prohíban ó restrinjan determinadas conductas y medidas para minimizar eventuales conflictos y aseguran que en caso de que aparezcan no perjudiquen al inversor. Asimismo vamos a examinar cómo los marcos regulatorios de las jurisdicciones abordan determinados supuestos como son: la salvaguardia del principio de prioridad de los intereses del cliente frente a los del gestor, la negociación adecuada y la asignación puntual de operaciones (incluyendo no incurrir en exceso de transacciones) y la evitación de transacciones con entidades vinculadas.

Por tanto, toda regulación debe ir enfocada a conseguir que la actuación de los que gestionan los IIC sea siempre en beneficio del inversor. Ahora bien, en la práctica de los mercados pueden surgir determinados supuestos en los que concurra un conflicto de interés, es decir, que no coincida el interés del inversor con el del gestor, y precisamente los marcos regulatorios deben ir encaminados a conseguir el objetivo de minimizar los conflictos de interés mediante la restricción o prohibición de determinadas conductas que puedan suponer un beneficio del gestor frente al inversor.

Para ello, y volviendo al Principio 17 de IOSCO, se recomienda que para que la regulación evite el conflicto de interés se deben definir las conductas susceptibles de generarlas y establecer medidas que los eviten ó cuando menos minimicen los efectos perjudiciales. Vamos a continuación a examinar cómo las Jurisdicciones analizadas abordan esta cuestión desde el punto de vista de su regulación.

Con carácter general se pueden afirmar que la mayoría de países cuenta en su normativa con preceptos que tratan de las normas de conducta específicas para

16 Principio 17. El marco regulador fijará las normas para establecer y regular aquellas que deseen comercializar o gestionar una IIC.

las IIC, con excepción de El Salvador y Honduras, que no cuentan con regulación al respecto.

Respecto a la técnica legislativa utilizada no existe una uniformidad, aunque en la mayoría de los casos, los preceptos que hacen referencia a las normas de conducta se pueden encontrar tanto en las leyes marcos generales (leyes de Mercados de Valores) como en las distintas normas específicas que regulan las IIC. Se observa, por tanto, cierta dispersión normativa que quizás dificulte contar con una regulación clara y perfectamente definida de los derechos y obligaciones de aquellos que intervienen en la administración y gestión de IIC.

Un enfoque común de sistematización y simplificación de la normativa puede sin duda ayudar a un mejor conocimiento por parte de los inversores y por tanto generar una mayor confianza en los encargados de comercializar y gestionar IIC. Una solución habitual a la que acude el legislador consiste en establecer la obligatoriedad de un **Reglamento Interno de Conducta o Manual de Control** que afecta a todas las personas que gestionan o administran las IIC, y cuyo contenido puede estar con mayor o menor precisión especificado en la norma pero que, en cualquier caso, está sometido a cierto grado de difusión y publicidad, además de al control previo y posterior del organismo de supervisión.

Entre los países que han optado por este modelo se encuentran Argentina, España, Brasil, Bolivia, México, Panamá, Portugal y Perú, y es habitualmente la propia Administradora la que tiene que elaborarlo y aprobarlo para su ratificación por parte del organismo de supervisión.

La relación de sujetos obligados al cumplimiento del Reglamento o Manual, suele tener una notable extensión toda vez que afecta tanto a los directivos, como a los empleados y representantes, con excepción de Bolivia, que sólo afecta a los Directivos, si bien establece el requisito adicional de contar con un oficial de cumplimiento.

Por el contrario no se encuentra la misma uniformidad a la hora de definir cuáles son las entidades que deben cumplir con el requisito de estar sometidas al Reglamento ó Manual. Si bien la entidad Gestora ó Administradora sí lo esta en todos los casos, hay algunas jurisdicciones que han optado extender la aplicación obligatoria del Reglamento a otras entidades con funciones análogas ó complementarias. En efecto, Argentina extiende el alcance al gerente y a la Depositaria, y en España además de la Gestora y Depositaria, a la comercializadora.

El resto de Jurisdicciones, esto es, Chile, Ecuador, Colombia, Venezuela y Costa Rica han optado por la remisión a los preceptos legales.

Por lo que se refiere al contenido de las normas de conducta, existen en términos generales ciertas similitudes, aunque a medida que se profundiza en los marcos

regulatorios locales la casuística es mucho mayor, lo que hace difícil tratar de sistematizar las medidas coherentes adoptadas.

Los países analizados coinciden en regular las situaciones susceptibles de generar **Conflictos de Interés** alternando medidas de carácter general otras más específicas que ó bien prohíben determinadas conductas ó bien las delimitan o restringen para evitar eventuales perjuicios.

Dentro de las **medidas de carácter general** se encuentra el principio o declaración de priorizar el interés del fondo y sus participantes frente al de la gestora. La enunciación de este principio en una norma, aunque genérica, supone cuando menos una referencia positiva a la que acudir en caso de desacuerdo. Es el caso de Argentina, Ecuador, Perú, Costa Rica y Brasil, aunque en este último caso se obliga al administrador a “transferir a la cartera cualquier beneficio o ventaja que pueda obtener como consecuencia de su condición de administrador...”¹⁷ .

Otros países optan por apelar a las condiciones de mercado como pauta que debe cumplirse en la operativa de las IIC, como es el caso de Portugal, Panamá y España, aunque en estos dos últimos países se admite apartarse de la norma si las condiciones son más favorables para la IIC.

Además, la mayoría de países optan por establecer **medidas concretas** para combatir los conflictos de interés a través de una regulación precisa y detallada de las denominadas **Operaciones Vinculadas**, es decir, aquellas operaciones en las que el Gestor de la IIC realiza una actividad distinta a la mera administración o gestión de la IIC y que, por lo general, implica a la IIC, al depositario o a los directivos ó empleados de todos ellos.

La tipología de operaciones vinculadas es variada si bien podemos encontrar algunos elementos comunes:

- Prohibición del cobro de Comisiones o Emolumentos por conceptos distintos a la mera gestión o administración de la IIC o los que se determinen reglamentariamente. Es el caso de España, Portugal, Colombia, Chile y Panamá.
- Limitaciones a la adquisición por parte de la IIC de Instrumentos Financieros emitidos, avalados por cualquier entidad o persona relacionados con al IIC, o en la que éstos actúen como colocador, asegurador, director, o asesor. En este apartado también se incluyen los supuestos en los que los órganos de administración cuenten con directivos comunes.

En este caso la solución adoptada por los legisladores de los diferentes países es variada: los hay que prohíben determinadas prácticas, otros limitan las operacio-

17 Art.14 VII Instrucción CVM Nº 306/99

nes a determinados porcentajes y por último, los hay que establecen determinados procedimientos para adoptar validamente las decisiones de inversión ó establecen requisitos de transparencia informativa a los mercados y al supervisor. Algunos países simultanean las medidas citadas.

Dentro de las **operaciones vinculadas prohibidas** nos encontramos los siguientes supuestos:

- **Argentina:** No es posible invertir en IIC administrados o custodiados por la misma Gerente o depositaria, ni en aquellas IIC administradas por otra gestora o bajo custodia de otra depositaria cuando se den participaciones recíprocas. Tampoco es posible invertir en valores con oferta pública o instrumentos financieros (incluyendo depósitos a plazo o en cuentas a la vista) emitidos por la gestora o la depositaria de la IIC.
- **Costa Rica:** Los socios, directores y empleados no pueden adquirir ni vender valores propios o de entidades de un grupo de interés económico.
- **Colombia:** se estableció la prohibición para la sociedad administradora, de adquirir valores para el fondo que sean emitidos por ella misma, o que pertenezcan a sociedades matrices o subordinadas de la misma. Así mismo, la sociedad administradora no puede actuar como contraparte del fondo que administra en el giro de sus negocios. De otro lado, para fondos de valores y de inversión, existe un catálogo aún más extenso de prohibiciones que incluyen la restricción de comprar o vender, para el fondo, valores que pertenezcan a socios, accionistas, representantes legales o empleados de la sociedad administradora o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consaguinidad o afinidad y único civil o a sociedades en que éstos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento o más del capital social.
- **Venezuela:** Prohibición por parte de socios, directivos, empleados y otras personas interesadas de realizar cualquier tipo de operaciones de mercado.
- **Bolivia:** Los Fondos de Inversión Abiertos no pueden invertir en renta variable de entidades vinculadas a la sociedad administradora, ni realizar operaciones con entidades accionistas de su administradora ni en fondos de inversión administrados por la misma.
- **Portugal:** La sociedad gestora no puede adquirir por cuenta propia valores mobiliarios salvo los de deuda pública.
- **Chile:** Se prohíbe la adquisición o enajenación de activos que haga la administradora para sí en los 5 días siguientes a su transmisión si el precio de compra le favorece respecto al existente antes de dicha transacción (el plazo se amplía a 60 días para activos de baja liquidez). Asimismo, se prohíbe la adquisición

sición y enajenación de activos del fondo a favor de la administradora, otro fondo administrado por ella, o por sociedad relacionada.

Respecto a las jurisdicciones que limitan **las operaciones a ciertos porcentajes o establecen otras cautelas que delimitan la capacidad de obrar**, el panorama regulatorio es el siguiente:

- **Argentina:** Una IIC no puede invertir en valores emitidos por las controladas o controlantes de la gerente y/o depositaria que representen más del 2% del capital social o pasivo obligacionario de las controladas o controlantes respectivamente. Tampoco puede invertir en valores con oferta pública o en instrumentos financieros (incluyendo depósitos a plazo o en cuentas a la vista), emitidos por la gestora o depositaria salvo que se trate de cuentas abiertas en las gestoras o depositarias con fines transaccionales, existiendo igualmente un límite del 10% del patrimonio neto de la IIC o 10.000.000 \$, en el monto menor.
- **Chile:** La sociedad administradora y sus socios, directivos, empleados y personas vinculadas no pueden poseer más del 15% de los Fondos mutuos administrados (salvo los 6 primeros meses). Para los Fondos Cerrados el límite es del 40%, un límite de voto en asamblea del 25% también se establecen determinados restricciones al ejercicio del voto en las elecciones del directorio (Vid art 14 bis DLN° 1328).
- **Brasil:** La gestora que además es inversora de un fondo puede votar en asamblea si es el único inversor o si la mayoría de inversiones lo autorizan.
- **Panamá:** Al menos el 20% de los directivos de una sociedad de Inversión deben ser independientes, delimitándose el concepto de independencia.
- **Perú:** La participación de los vinculados en el fondo no pueden superar el 15% para los Fondos Mutuos, si bien no existen límites de inversión para los Fondos de Inversión, aunque en este último caso asiste a los participantes un derecho de separación.
- **Ecuador:** La inversión de los fondos en instrumentos emitidos, aceptados, avalados por una misma entidad no puede exceder del 20% del activo total del fondo. Si se trata de vinculados a la entidad o este límite es del 30%. La inversión por parte de entidades vinculadas a la administradora, no puede exceder del 15% salvo que se trate de inversiones en fondos colectivos, cuyo límite es del 30%. Por último, y para los fondos que inviertan en acciones o valores de empresas inscritas en el Registro del Mercado de Valores, el límite es del 15% y para las no inscritas es del 30%.
- **Colombia:** No se pueden comprar ó vender directamente ó indirectamente instrumentos financieros o cualesquiera derechos que pertenezcan a socios accio-

nistas, representantes o empleados de la administradora y sus parientes, en que éstos sean beneficiarios del 25% o más del capital social.

- **Venezuela:** No pueden realizar operaciones de mercado las personas que posean más del 1% de la administradora, o de las unidades de inversión de la entidad cuando la misma posea más del 10% de dichas acciones.
- **Bolivia:** Los fondos abiertos pueden poseer hasta el 15% del total de su cartera de renta fija de una entidad vinculada a su administradora, siempre que su calificación sea igual o superior a BBB3 o N-2. Asimismo pueden depositar hasta el 50% de su liquidez en cuentas corrientes o cajas de ahorro de una entidad vinculada a la administradora, si como mínimo cuenta con una calificación de BBB.

Con respecto a los **límites o prohibiciones de financiación, endeudamiento o constitución de depósitos**, hay que señalar que la mayoría la considera operaciones vinculadas y un buen número de jurisdicciones la prohíben o establecen reglas de transparencia informativa como requisito para su validez.

España establece, con carácter general para todas las operaciones vinculadas, varios requisitos para que puedan llevarse a cabo por parte de la gestora, siendo el principal, la existencia de un procedimiento interno tendente a constatar el interés de la IIC y las condiciones de mercado, ratificado por un órgano interno, salvo que la Junta general de accionistas, con carácter previo, lo autorice. Esta solución también es adoptada por Panamá.

En Brasil, el administrador no puede actuar como contraparte, ni conceder préstamos ni abrir créditos salvo autorización previa y por escrito del titular.

En Colombia se prohíbe actuar como contraparte del Fondo administrado y recibir préstamos y financiación del fondo, salvo que lo autorice el Supervisor, cuando la financiación se origine por operaciones de reparto o de compra a plazo, o sea una condición de colocación en el mercado primario.

La regulación de México establece, con carácter general, que será el Consejo de Administración de las sociedades de inversión el que apruebe en cada caso las operaciones que se realicen con personas vinculadas así como con accionistas de la sociedad operadora o controladora y entidades del grupo financiero al que pertenezca la propia operadora.

En Venezuela se prohíbe dar o recibir préstamos por parte de las personas interesadas a las IIC.

Portugal prohíbe en su legislación a la sociedad gestora contraer préstamos o conceder créditos incluyendo prestar garantías por cuenta propia.

Por último vamos a examinar los **deberes de información ó los requisitos de transparencia** que las diferentes jurisdicciones establecen para las operaciones vinculadas.

Ya hemos descrito cómo México, España y Panamá establecen procedimientos de aprobación de las operaciones vinculadas por parte de órganos de decisión societarios, ya sean comisiones internas, consejos de administración o asambleas generales. Asimismo Costa Rica en su nuevo Reglamento señala que la Junta Directiva de la sociedad administradora debe aprobar lineamientos políticos sobre conflictos de interés e incompatibilidades.

En Perú se obliga a la Gestora a informar diariamente a través del sistema MVNET sobre la participación de todos sus vinculados en los fondos.

En Argentina todos los accionistas, directivos y empleados de las Gerentes y Depositarias deben someterse al régimen informativo que establezca la CNV.

En Chile se establecen instrucciones para el envío de información tanto Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados.

V. MARCO NORMATIVO

INTRODUCCIÓN

Las particulares características de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), así como su importancia económica en los sistemas financieros¹⁸, han hecho de este tipo de instrumentos objeto de una atención especial por parte de los legisladores en todo el mundo, quienes han puesto su empeño en regular desde los requisitos de entrada al mercado de IIC, el tratamiento de los conflictos de interés hasta la composición y valoración de las carteras, o la protección de los activos, entre otros.

Cualquier sistema legal que regule a esta industria, debe tratar desde los aspectos más estructurales (proceso de constitución, diversificación, materialización de inversiones, autorización de empresas administradoras, depositarios o custodios) a los estrictamente funcionales (régimen de sus operaciones, deberes de información, comercialización, etc). Y todo ello con un fin principal, que no es otro que el de garantizar la protección de los inversores.

¹⁸ Como ejemplos de su importancia económica citar que el Patrimonio neto de las IIC en Brasil supone un 41.8% sobre el PIB. Este Indicador (Patrimonio neto/PIB), es del 37% en Portugal, y del 31% en España.

Los Principios para la regulación de las IIC elaborados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores¹⁹, IOSCO, establecen los estándares internacionales para la ordenación adecuada de la inversión colectiva que, entre otros elementos, se concretan en la regulación de su forma legal y estructural, en la autorización para su gestión y comercialización, en la protección de los activos de los clientes, en los requisitos de difusión de información, en la valoración de los activos, y en la fijación de precio y del reembolso de participaciones.

Sin embargo y aunque es necesario el establecimiento de normas claras sobre los procedimientos administrativos que doten de seguridad jurídica a todos los intervinientes de este sector, no debemos olvidar que el regulador debe al mismo tiempo intentar generar las condiciones para que esta industria sea competitiva y represente una alternativa eficiente de ahorro e inversión.

SÍNTESIS DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS IIC IBEROAMERICANAS

Antes de pasar a describir las disposiciones legales existentes en cada uno de los países objeto de este estudio, indicar que todos ellos²⁰ cuentan con normas específicas para regular la inversión colectiva, que rigen desde sus características, a los requisitos de constitución, autorización y registro, así como a la organización administrativa y contable, y los procedimientos de gestión, control interno y de riesgos de las IIC.

Se ha procedido a agrupar los diversos sistemas legales atendiendo al rango o especificidad del marco jurídico, factor que junto con las facultades de los organismos reguladores para dictar normas, inciden en la mayor o menor agilidad a la hora de realizar reformas a la normativa en vigor. De acuerdo a esto, se observan los siguientes grupos:

- a) Países que cuentan con una Ley Marco reguladora del Mercado de Valores en general, que está desarrollada, en lo que concierne a las IIC, mediante disposiciones concretas.
- b) Países que disponen de unas Normas Marco Específicas para las IIC. En este grupo, además podemos encontrar algunos países que cuentan con distintas normas de acuerdo con el tipo de IIC.

19 Los Principios IOSCO fueron aprobados por el Comité de Presidentes en la Conferencia Anual que esta organización celebró en septiembre de 1998, y representan el consenso internacional sobre los principios y prácticas prudentes para la regulación de los mercados de valores. De los 30 Principios, se refieren específicamente a las IIC del 17 al 20, y pueden consultarse en www.iosco.org. Los Principios de IOSCO fueron actualizados en junio del 2003.

20 En El Salvador, no existe regulación de las IIC porque en la actualidad solamente está permitida la figura de la administración de carteras (portafolios) realizada por las casas corredoras de bolsa, quienes captan recursos del público y los administran a través de la firma de un contrato de administración de carteras.

Se está en proceso de presentar ante la Asamblea Legislativa del país un Proyecto de Ley para regular la inversión colectiva.

a) Sistemas con un marco general regulador del Mercado de Valores y desarrollo concreto para las IIC

- **Bolivia²¹**: Los Fondos de Inversión y las Sociedades Administradoras están reguladas en el Título IX de la Ley del Mercado de Valores No. 1834 de 31 de marzo de 1998 y en el Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Decreto Supremo nº 25022.

La normativa específica para los Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras aprobada por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), organismo regulador y supervisor, se encuentra en la Resolución Administrativa No. 421 de 13 de agosto de 2004 y sus modificaciones posteriores. Además existen otras normas complementarias, como es el Reglamento de Prospectos para Fondos de Inversión y la Regulación para la Distribución de los Fondos de Inversión Abiertos.

- **Brasil²²**: La norma que rige el mercado de valores brasileño es la Ley Federal 6.385/76, modificada por la Ley Federal 10.303/2001, por la que se crea la Comisión de Valores Brasileira (CVM). En una jerarquía normativa menor, encontramos todas las instrucciones emitidas por la CVM, que regulan los detalles de operación y registro de las instituciones de inversión colectiva.

La principal es la Instrucción 409/04, de 18 de agosto de 2004, que consolidó la reglamentación de los fondos de inversión, incluso de aquellas figuras que antes pertenecían a la esfera del Banco Central de Brasil y del Consejo Monetario Nacional²³, y que tras la entrada en vigor en marzo de 2002 de la Ley Nº 10.411, pasaron a ser competencia directa de la CVM. Por tanto, a través de la Instrucción 409/04 se reglamenta a los fondos de inversión destinados a los inversores en general, que suponen más de noventa por ciento del mercado brasileño de fondos.

Por otro lado, existen otras normas para los fondos especiales, tales como: Instrucción 391, norma para los fondos de inversión en participaciones de compañías abiertas; Instrucción 209, para los fondos de inversión en compañías emergentes; Instrucción 205, sobre los fondos de inversión en mercado inmobiliario; Instrucción 356 sobre fondos de inversión en derechos de crédito.

Finalmente existe otro conjunto de normas (instrucciones) que se aplican a todos los fondos de inversión en su conjunto que tratan los aspectos contables

21 Toda la legislación puede ser consultada en www.spsvs.gov.bo.

22 Ver en www.cvm.gov.br.

23 Hasta la entrada en vigor de esta ley, los fondos de inversión en renta fija eran regulados por el Banco Central.

de los fondos de inversión y regulan las condiciones de actuación de sus administradores (Instrucciones 305, 306, 365 y 375).

- **Costa Rica**²⁴: La norma principal es la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732, que entró en vigor el 27 de marzo de 1998, en cuyo Título V específicamente se regulan la constitución y requisitos de funcionamiento de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras, así como la definición de lineamientos generales de normativa prudencial. La ley delega en el Superintendencia por medio del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CNSSF) el desarrollo de la emisión de la normativa específica de los aspectos generales incorporados en la Ley. No obstante, los reglamentos delegan en el Superintendente el desarrollo de normativa de carácter operativo, de tal forma que facilite la adaptación a las condiciones cambiantes.

A propuesta de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), el 6 de abril del 2006 el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, organismo encargado de la regulación, aprobó un nuevo Reglamento general sobre sociedades administradoras y fondos de inversión, que entró en vigor en mayo del 2006. Entre los aspectos destacados de esta reforma: mencionar que¹) se amplían las categorías de fondos definidas por la Ley del Mercado de Valores 2) flexibilización de los requisitos de inscripción de productos, 3) revisión de la normativa prudencial, y que se va a requerirse exige la calificación obligatoria de todos los tipos de fondos de inversión, definición de reglas para diferenciar entre los fondos de mercado de dinero y los fondos de largo plazo, y la distinción entre fondos diversificados y no diversificados 4) fortalecimiento de la sociedades administradoras de fondos de inversión, por medio de la exigencia de mayores requisitos de idoneidad y experiencia a los gestores de portafolio, ejecutivo de ventas, lograr una participación de la Junta Directiva de la sociedad en la definición y vigilancia del cumplimiento de las políticas 5) Incorporación de un prospecto simplificado.

Adicionalmente, a nivel de normativa emitida por el Consejo, existen otros tipos de normas tales como la Guía para la elaboración de prospectos de fondos de inversión financieros; el Reglamento de auditores externos y medidas de gobierno corporativo aplicable a los sujetos fiscalizados por las Superintendencia General de Valores, de Pensiones y de Entidades Financieras (respectivamente SUGEVAL, SUPEN y SUGEFE); y el Reglamento sobre oferta pública de valores, que en la actualidad también está sometido a reforma, que en el caso de los fondos de titularización conllevará a la simplificación del proceso de autorización y funcionamiento, Reglamento de Valoración de Carteras

²⁴ Toda esta legislación se encuentra disponible en la página web de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) www.sugeval.fi.cr

Mancomunadas, Normativa para el cumplimiento de la “Ley sobre Estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, legitimación de capitales y actividades conexas” Ley N. 8204, Normativa Contable Aplicable a las Entidades Supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones y a los Emisores no Financieros; Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevantes y otras obligaciones de información, y el Reglamento de custodia.

- **Ecuador**²⁵: En el Título XIV de La Ley de Mercado de Valores, se definen los procesos de constitución y autorización, así como el funcionamiento de los fondos de inversión en Ecuador y sus sociedades administradoras. Estas últimas son objeto de un Reglamento concreto aprobado mediante resolución del Consejo Nacional de Valores, organismo regulador del mercado de valores ecuatoriano, de 21 de Noviembre del 2001 (Reglamento de Administradoras de Fondos y Fideicomisos).

Asimismo existen otros desarrollos reglamentarios tales como: el Reglamento de Inscripción en Registro de Mercado de Valores y de Información Pública (Resolución Consejo Nacional de Valores No. 2. R0/ Suplemento 349 de 31 de Diciembre de 1993); Resolución del Consejo Nacional de Valores 6, de 21 de Mayo del 2001, sobre Inversiones de Compañías Administradoras de Fondos; Resolución del Consejo Nacional de Valores 3, de 7 de Marzo del 2002 y reformas posteriores, para Fondos de Inversión; sobre el Contenido mínimo del manual orgánico funcional del reglamento operativo interno y del sistema tecnológico de las administradoras de fondos y fideicomisos, y del manual orgánico y de procedimientos del comité de inversiones (Resolución del Consejo Nacional de Valores 13, de 25 de Octubre del 2002); y el Manual operativo para valoración a precios de mercado de valores de contenido crediticio y de participación y procedimientos de aplicación (Resolución del CNV2005 de 15 de marzo de 2005).

- **Honduras**²⁶: Los Fondos Mutuos y de Inversión, así como sus sociedades administradoras están regulados en el Título III, artículos 82-138, de la Ley del Mercado de Valores del 20 de febrero del 2001. Además, como normas específicas, se cuenta con el Reglamento de las Sociedades Administradoras de Fondos, aprobado mediante Resolución No. 173/11-02-2003, y las Normas de Comercialización de Fondos de Inversión Constituidos y Administrados en el Exterior mediante Resolución No. 590/06-05-2003.

25 El marco regulatorio de Ecuador puede consultarse en www.supercias.gov.ec.

26 www.cnbs.gov.hk

En la actualidad no existen en Honduras instituciones de inversión colectiva constituidas a la luz de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.

- **Panamá²⁷**: Mediante el Decreto Ley No.1, de 8 de julio de 1999, se creó la Comisión Nacional de Valores y se regula al mercado de valores de Panamá. En el Título IX del Decreto Ley se regula todo lo relativo a las Sociedades de Inversión.

Las disposiciones contenidas en el Decreto Ley sobre Sociedades de Inversión y Administradores de Inversión, fueron desarrolladas a través del Acuerdo No.5-2004, de 23 de julio de 2004, en el que se establece el procedimiento para las solicitudes de autorización y licencia, las reglas para su funcionamiento y operación (este acuerdo fue modificado por el Acuerdo N° 2-2005 de 9 de marzo de 2005).

b) Sistemas con Normas Marco Específicas para las IIC

- **Argentina²⁸**: El marco jurídico lo conforman la Ley N° 24.083, de 1992, de Fondos Comunes de Inversión, el Decreto Reglamentario N° 174/93, y las Normas dictadas por la Comisión Nacional de Valores (Resolución General N° 368/01 y sus modificatorias) que concretamente se refieren a los Fondos abiertos en su Capítulo XI, a los Fondos cerrados en el Capítulo XII, a los Fondos de dinero en el Capítulo XIII. En el Capítulo XIV se regulan otras disposiciones relativas a liquidación, cancelación y comercialización y en el Capítulo XXVI, cuestiones relativas a la Autopista de la Información Financiera (AIF) creada por la Comisión Nacional de Valores para la remisión en formato electrónico digital (en reemplazo de formato papel) de información relativa a los Fondos, las gestoras y los custodios.

A esto se deben añadir aquellas normas que regulan cuestiones vinculadas con los sujetos intervinientes en la industria de fondos, como por ejemplo, la Ley N° 17.811 de creación de la CNV, el Decreto N° 677/01 de Transparencia de la Oferta Pública, la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, la Ley N° 21.526 de Entidades Financieras, las Comunicaciones dictadas por el Banco Central de la Republica de Argentina (BCRA), la Ley N° 24.241 de Gerentes de Fondos de Jubilaciones y Pensiones y las Resoluciones dictadas por la Superintendencia de Gerentes de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), la Ley N° 25.246 de Encubrimiento y Lavado de Activos y las Resoluciones dictadas por la Unidad de Información Financiera (UIF), la Ley N° 19.549 de Procedimientos Administrativos, y las normas relativas al tratamiento impositivo aplicable a los fondos y a quienes invierten en ellos.

27 www.conaval.gob.pa

28 Todos los textos legales se pueden consultar en www.cnv.gov.ar.

- **Colombia**²⁹: Este es uno de los casos que mencionábamos de “especialización normativa” al comienzo, ya que según el tipo de fondos de que se trate, existen dos grupos de normas-marco. La primera es la Resolución 400 emitida por la Superintendencia de Valores, el 22 de mayo de 1995, que regulan a los Fondos de Valores y los Fondos de Inversión³⁰, mientras que el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto 663 de 1993, arts. 29 y 146 y ss.) regula a los Fondos Comunes Ordinarios y los Fondos Comunes Especiales.

Las sociedades que administran a los Fondos de Valores y de Inversión, en su condición de sujetos del mercado de valores, están sujetas a todas las normas generales tales como valoración de las inversiones, gestión de riesgos, plan único de cuentas, etc. En este mismo sentido, las sociedades fiduciarias administradoras de los Fondos Comunes Ordinarios y los Fondos Comunes Especiales, en lo relativo a la valoración de las inversiones, administración de riesgos, valoración de los fondos comunes ordinarios operaciones sobre derivados, deben cumplir con las normas dictadas por la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera).

- **Chile**³¹: En Chile se cuenta con distintos cuerpos legales que específicamente rigen a cada tipo de fondo y a sus administradoras.

Los fondos de inversión abiertos (denominados fondos mutuos) fueron aprobados en virtud de los Artículos 433 y 434 del Código de Comercio y del Decreto Reglamentario N° 4.705 de 30.11.46, actualmente derogados, este tipo de fondos se rigen por el Decreto de Ley N° 1.328 de 1976 (con carácter de Ley) y por el Decreto Supremo N° 249 de 1982 (Reglamento del D.L. N° 1.328 de 1976).

Con respecto a los fondos de inversión cerrados están regulados mediante la Ley N° 18.815 de 1989, y el Decreto Supremo N° 864 de 1989 (Reglamento de la Ley N° 18.815 de 1989).

Finalmente existe normativa dictada para este Mercado por la Superintendencia de Valores y Seguros, que adquiere calidad obligatoria y corresponde a Normas de Carácter General, Circulares y Oficios Circulares.

Adicionalmente, es importante señalar que la Ley de Mercado de Valores, Ley N° 18.045 de 1981 dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros de

29 Consultar marco legislativo en www.superfinanciera.gov.co.

30 La diferencia reside en el tipo de sociedad que los administra. Los fondos de valores, son administrados por Sociedades comisionistas de bolsa y los fondos de inversión por Sociedades Administradora de Inversión. Ambos tipos constituyen un patrimonio independiente y separado respecto de la sociedad que lleva su administración.

Sin embargo, los fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales, ambos son administrados por una sociedad fiduciaria.

31 Toda la legislación puede consultarse en www.svs.cl

Chile, corresponde al marco legal principal del mercado de valores chileno que rige importantes aspectos del funcionamiento de ambos tipos de IIC al igual que la Ley de Sociedades Anónimas Abiertas, la que se aplica en aspectos no regulados por las leyes específicas de las IIC.

- **España**³²: El marco normativo específico que regula las IIC es la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de esta Ley. Ambos textos contienen una serie de habilitaciones al Ministro de Economía y Hacienda y a la CNMV para que desarrollen, mediante Orden Ministerial en el primer caso, o Circular en el segundo, determinados aspectos en ellos contemplados. Fruto de estas habilitaciones, se están elaborando un número significativo de Órdenes y Circulares, algunas de ellas ya aprobadas, relativas a contabilidad, folletos, cálculo del valor liquidativo, derivados o instituciones de inversión colectiva de inversión libre, entre otras materias.
- **México**³³: El marco normativo aplicable a las sociedades de inversión, reguladas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) está conformado por la Ley de Sociedades de Inversión, de 4 de junio de 2001, así como por las disposiciones de carácter general de ella derivadas, emitidas por la CNBV.

Adicionalmente, resultan aplicables la legislación mercantil en general, los usos bursátiles y mercantiles y la legislación del orden común, y, en materia de notificaciones, recursos y ejecución de sanciones administrativas, la Ley Federal de Procedimiento Administrativo.

- **Portugal**³⁴: El Regimen Jurídico de los Organismos de Inversión Colectiva fue aprobado por el Decreto-Ley nº 252/2003³⁵, de 17 de Octubre. Asimismo se cuenta con el Reglamento CMVM 15/2003 que desarrolla el Decreto-Ley (con las modificaciones introducidas por el Reglamento 9/2005); con el Reglamento CMVM 16/2003, sobre Contabilidad de estos instrumentos; con el Reglamento CMVM 7/2004 (modificado por el Reglamento 8/2005) sobre Comercialización de Organismos de Inversión Colectiva Extranjeros armonizados que no dispongan de Prospecto Simplificado.

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria, de Titulización de Créditos, y de Capital de Riesgo disponen de un régimen jurídico propio.

32 Toda la legislación referente a las IIC en España puede consultarse en www.cnmv.es.

33 La regulación puede consultarse en www.cnbv.gob.mx.

34 www.cmvm.pt.

35 Que transpone al ordenamiento jurídico portugués las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE, do Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de Enero de 2002, que modificaban la Directiva n.º 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985 del Consejo.

- **Venezuela**³⁶: La Ley específica que regula las entidades de inversión colectiva y la oferta pública de sus unidades de inversión en Venezuela, se publicó en la Gaceta Oficial N° 36.027 de 28 de agosto de 1996. En su artículo 3° se faculta a la Comisión Nacional de Valores para dictar las normas específicas que regirán la inscripción en el Registro Nacional de Valores, y para autorizar, regular, controlar, vigilar y supervisar a las entidades de inversión colectiva, la oferta pública de sus unidades de inversión y a sus sociedades administradoras.

Así se dictaron, entre otras, las Normas Relativas a las Entidades de Inversión Colectiva y a sus Sociedades Administradoras, de 30 de Mayo de 1996; Formulario para hacer oferta pública de unidades de inversión de entidades de inversión colectiva; G.O. N° 36.233 de 23 de junio de 1997; Reforma de las Normas Relativas a la Información Periódica u Ocasional que Deben Suministrar las Personas Sometidas al Control de la Comisión Nacional de Valores, de 23 de Julio de 1998.

- Finalmente, y para concluir con la descripción de los regímenes jurídicos, el caso de **Perú**³⁷ es atípico puesto que podría encuadrarse en alguno de los dos criterios anteriores dado que si bien existe una especialización normativa, no es menos cierto que la disposición que rige a los fondos abiertos es la Ley del Mercado de Valores en Perú.

En efecto, por un lado, el marco jurídico que regula a los Fondos Mutuos de Inversión en Valores (abiertos) es la Ley del Mercado de Valores, texto único aprobada por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, y el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, Resolución CONASEV N° 026-2000-EF/94.10, modificado por Resolución CONASEV N° 071-2005-EF/94.10. Y por otra parte, los Fondos de Inversión (cerrados) se rigen por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N° 862, y el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras Resolución CONASEV N° 042-2003-EF/94.10.

TENDENCIAS ACTUALES REGULATORIAS

Una vez expuestas las normas que rigen a las IIC, cabe preguntarse si en materia de regulación existe alguna tendencia en la actualidad. A la vista de las recientes reformas puestas en marcha, o aquellas que se encuentran en proceso de desarrollo, podemos destacar los siguientes elementos comunes:

36 www.cnv.gov.ve

37 www.conasev.gob.pe

1. Flexibilización de normas

Entendida como el interés del legislador por ampliar las alternativas ofrecidas al inversor. Este es el caso de la Reforma al Mercado de Capitales II de Chile actualmente en curso que, entre otros aspectos y con respecto a los Fondos de inversión abiertos (fondos mutuos), pretende flexibilizar la inversión instrumentos emitidos por estados extranjeros con clasificación de riesgo igual o superior a la del Estado de Chile; o los límites de inversión vigentes para el caso de los denominados “Fondos índice”; o la flexibilización de la utilización de derivados. En el caso de Costa Rica se incorporó en la normativa la existencia de productos diversificados con reglas de específicas, y los productos no diversificados, cuyas condiciones de inversión deben ser definidas en el prospecto.

2. Simplificación y unificación de la legislación de fondos

La ausencia de un tratamiento legal uniforme de los diversos fondos de inversión y productos financieros de ellos derivados, dificultaban su comprensión por parte del público en Brasil. Asimismo, se hacía complicada la comparación de las conductas y procedimientos de cada administrador. Con la Instrucción de la CVM N° 409/04, se pretendió establecer un nuevo marco regulatorio que estimulara el desarrollo competitivo de la industria de fondos de inversión, al aumentar la transparencia y la comparabilidad entre las opciones existentes en el complejo abanico de alternativas disponibles para el inversor.

3. Profundización en la protección adecuada de los inversores

En España uno de los puntos del Reglamento³⁸ de la Ley 35/2003 reguladora de IIC en España, es el fortalecimiento de las obligaciones de transparencia y de las normas de conducta para prevenir conflictos de interés.

De acuerdo con el legislador español “estas medidas se han revelado un medio más eficaz para proteger a los inversores que la imposición de restricciones a las posibilidades de actuación financiera de las IIC”.

4. Modernización del régimen administrativo

En Perú, se vienen revisando las disposiciones relativas a la simplificación de trámites administrativos y estandarización de documentos de colocación (reglamento de participación, modelo de contrato, etc.), y simplificación de determinados requisitos en caso la oferta de cuotas de fondos dirigidos a inversionistas institucionales o calificados.

38 Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

En Argentina, se continua avanzando en la implementación de procedimientos informáticos que reemplacen la utilización del formato papel, en lo que respecta a la remisión de documentación en formato electrónico con firma digital de la gestora, de las IIC y del depositario, ya sea en el marco del régimen informativo periódico obligatorio o con el objetivo de la realización de un trámite voluntario de modificación del reglamento de gestión de una IIC, en todos los casos de aplicativos desarrollados por la Comisión Nacional de Valores en la Autopista de la Información Financiera (AIF).

En Costa Rica se simplificaron los requisitos de registro, con el fin de facilitar el proceso de inscripción, con el objetivo de promover y facilitar los procesos de inscripción.

ORGANISMOS CON COMPETENCIA DE REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y AUTORIZACIÓN

Con carácter general, el organismo competente en dictar las normas relativas a las IIC, es el propio organismo supervisor o fiscalizador (denominado Comisión o Superintendencia de Valores). Así sucede en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Honduras, Panamá, Perú y Venezuela, donde el organismo supervisor tiene facultades para dictar la reglamentación que sea necesaria para complementar las disposiciones legales vigentes y, además, es la institución encargada de autorizar y realizar las actividades necesarias para la regulación, supervisión y fiscalización de todos los participantes de esta industria.

Sin embargo, en otras jurisdicciones la competencia es compartida entre varias instituciones. Así, en Colombia, de acuerdo con la Ley Marco, es el Gobierno Nacional el encargado de promulgar las normas para los participantes de la industria, en temas tales como las actividades permitidas, el manejo de los conflictos de interés, los márgenes de solvencia, entre otros aspectos. En los asuntos relativos a la supervisión, se dispone que “*el Presidente de la República, de acuerdo con la ley, ejercerá a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público*”.

En desarrollo de esta atribución, el Gobierno Nacional, por conducto de la Dirección de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, está estudiando una reforma integral al régimen de carteras colectivas, cuyos aspectos principales se detallan en el apartado de Reformas en Curso de este capítulo.

La emisión de la reglamentación de la ley del Mercado de Valores de [Costa Rica](#) es competencia del Consejo de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF),

correspondiendo al organismo supervisor, la Superintendencia General de Valores, el proponer al Consejo las disposiciones reglamentarias que sean necesarias. Asimismo la Superintendencia puede dictar a Acuerdos, normas de rango inferior.

El organismo que emite la regulación en el Ecuador es el Consejo Nacional de Valores, institución presidida por el Superintendente de Compañías. De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, la Superintendencia de Compañías es la entidad que debe autorizar, supervisar o fiscalizar a los participantes de esta industria.

En México, la autoridad encargada de dictar la normativa, autorizar, supervisar o fiscalizar a las entidades del sector de inversión es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), en su carácter de órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Cabe señalar que también participan en la regulación y supervisión de este sector, la propia Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a través de la Dirección General de Seguros y Valores, y el Banco de México, en el ámbito de sus respectivas competencias.

En Portugal, la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM) tiene la competencia en materia de fondos regulando, autorizando y supervisando los documentos constitutivos y sus modificaciones posteriores, así como cualquier hecho que pueda suceder a lo largo de la vida del fondo (fusiones, transformaciones, aumentos de capital, etc). Asimismo, entra dentro de sus competencias el registro y fiscalización de los documentos de fondos extranjeros comercializados en el país.

Sin embargo, la autorización de las Sociedades Gestoras, de las Entidades Comercializadoras y Bancos Depositarios corresponde al Banco de Portugal en cuanto a la supervisión prudencial de estas entidades referida a la adecuación del capital, si bien la Comisión, de acuerdo con el artículo 298 del Código de Valores Mobiliario, debe registrar sus actividades y supervisar la aplicación de la ley con respecto al cumplimiento de las normas de conducta.

En cuanto a España, el supervisor (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los Reales Decretos aprobados por el Gobierno o en las Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello. Las disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se elaboraran previos los informes técnicos y jurídicos oportunos de los servicios competentes de la misma, y reciben la denominación de Circulares, que son aprobadas por el Consejo de la Comisión.

La autorización y supervisión de las IIC, y de los participantes en esta industria (entidades gestoras y depositarias, que revisten la forma de Empresas de Servicios de Inversión) recae en la CNMV, si bien es cierto que en el caso de las entidades de crédito que actúan como Depositarios, sólo son supervisadas por la Comisión con respecto al cumplimiento de las normas propias de los mismos. El resto de su actividad y en especial su solvencia, es supervisada por el Banco de España.

FACULTADES DEL ORGANISMO SUPERVISOR

Cuando se habla del conjunto de atribuciones que, como supervisor del mercado de valores, debe detentar la Comisión o Superintendencia de un país y, concretamente para la realización de sus funciones de fiscalización de las IIC, se entiende que los supervisores tienen que estar facultados para examinar, sin restricción alguna³⁹, los registros y documentos de los fondos de inversión, así como de las sociedades administradoras encargadas de su gestión y del resto de agentes del sector. Asimismo, deben de poder solicitar cuantos datos y antecedentes sean precisos para conocer el estado, desarrollo y solvencia de la gestión y administración de los fondos. También deben verificar el cumplimiento de las normas vigentes, pudiendo ordenar las medidas que fueren necesarias, para corregir las deficiencias detectadas, y si procede, poder sancionar ante el incumplimiento de la normativa legal.

En efecto, en la regulación de todos los países examinados aparecen de forma muy precisa cuáles son las facultades y las funciones encomendadas por el legislador para el buen orden y funcionamiento de la industria. De forma abreviada podemos citar que entre sus funciones están:

- Autorización e Inscripción en los Registros públicos (tanto de las IIC, como de sus sociedades administradoras y gestoras), y la aprobación reglamentos de gestión y/o prospectos.
- Inspección y vigilancia: verificación de operaciones; libros contables, organización y funcionamiento de empresas encargadas de administración y gestión; valoración de activos y del valor de las unidades en que se divide el patrimonio de IIC, etc.

39 De acuerdo con el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador sobre las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías, organismo supervisor, se dice que debe de "Inspeccionar, en cualquier tiempo, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos, lo hará a través de ésta o en forma conjunta".

Por otro lado, si atendemos al documento de IOSCO⁴⁰ sobre la implantación de sus principios, debemos mencionar además que todo sistema regulador de las instituciones de inversión colectiva debe exigir la supervisión durante toda la vida de la institución.

Es decir, el organismo supervisor del mercado de valores debe velar para que las personas o instituciones fiscalizadas, desde su inicio hasta su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las regulan⁴¹.

Esta característica de “labor continua” en las labores de inspección y vigilancia se realiza en todos los países reflejados en este Estudio, fundamentalmente, a través de dos clases de actuaciones:

- **Supervisión a distancia**, que permite analizar cuanta información remitan las entidades. Este control, que generalmente se realiza mediante sistemas informáticos tal y como veremos en otros apartados de este Estudio, permite verificaciones sobre los coeficientes y limitaciones legales de inversión de las carteras, sobre el valor de la cuota, las rentabilidades o rendimientos, así como sobre la información financiera y contable.
- **Supervisión “in situ”**, se trata de inspecciones periódicas que pueden tanto a un programa o a una planificación previa del organismo supervisor, o también pueden estar originadas por la detección de problemas en la supervisión a distancia.

CAPACIDAD SANCIONADORA

Uno de los aspectos fundamentales en las facultades de las Comisiones y Superintendencias de Valores es el ejercicio de la potestad sancionadora ante los incumplimientos de las normas vigentes, por parte de los sujetos objeto de su supervisión e inspección.

Cuando las IIC, o las entidades encargadas de su administración (Gestora o Administradora), así como las personas que las dirigen o sus apoderados, o la entidad encargada de la custodia y depósito de sus inversiones, infringen la normativa legal, incurren en responsabilidad administrativa sancionable, sin perjuicio de la responsabilidad penal que en su caso pueda corresponder.

40 "Metodología para Evaluar La Implantación de los Objetivos y Principios de IOSCO para la Regulación de los Mercados de Valores", Octubre de 2003. El propósito de esta metodología es servir de guía para que cada jurisdicción realice una autoevaluación o una evaluación independiente sobre el nivel de implantación en su ordenamiento jurídico de los "Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores de IOSCO". Este documento puede consultarse en www.iosco.org.

41 Así se expresa en el artículo 4º del Ley. Nº 3.538 de 1980, Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

En general, las actuaciones sancionadoras del organismo supervisor vienen determinadas por el tipo y la gravedad de la infracción cometida –leves, graves, muy graves–, el daño ocasionado y la reincidencia en una misma falta.

Las sanciones se materializan de diversas formas: desde una amonestación o apercibimiento, multa pecuniaria, inhabilitación para ejercer la actividad temporal o permanente, y hasta la revocación o cancelación de la inscripción en los registros⁴².

España, presenta algunas peculiaridades en cuanto a los órganos competentes en esta materia, por cuanto la CNMV es competente para la incoación e instrucción de todos expedientes, pero a la hora de imponer sanciones sólo lo es para las infracciones tipificadas por la Ley como graves y leves. La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV y previo informe de su Comité consultivo (a excepción de la revocación de autorización que corresponderá al Consejo de Ministros).

Asimismo, cuando la entidad infractora sea una entidad de crédito, para la imposición de la correspondiente sanción será preceptivo el previo informe del Banco de España.

LA AUTORREGULACIÓN DEL SECTOR DE IIC

La existencia de autorregulación en el sector de IIC, al igual que para otros sectores del mercado de valores, puede ser considerado como un apoyo a las funciones del ente regulador, en la medida que ayuden a promover y regular el mercado de valores, contribuyendo al desarrollo de mercados organizados, eficientes y transparentes.

Así, dado el creciente dinamismo y el aumento en la complejidad de los mercados de valores y, específicamente, en la industria de IIC, se hace cada vez más necesaria la búsqueda de caminos y/o alternativas que ayuden a hacer más eficiente la labor fiscalizadora de los organismos gubernamentales, y por otra, promover de mejor forma, el desarrollo y crecimiento de la industria. De este modo, se considera fundamental que las mismas administradoras o gestoras de IIC puedan juzgar la aceptabilidad y razonabilidad de las conductas existentes, siendo este esce-

⁴² En Bolivia las sanciones de amonestación escrita y multa que pueden ser aplicadas sin necesidad de proceso previo, mediante resolución administrativa que admitirá los recursos previstos por Ley, sin embargo las sanciones de suspensión o cancelación de registro y autorización, previo proceso administrativo, ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, que garantice el derecho de defensa.

En México con independencia de la imposición de sanciones, se debe otorgar derecho de audiencia a los interesados para que manifiesten lo que a su derecho convenga, en cumplimiento de la garantía establecida en el artículo 16 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. Las multas impuestas pueden ser impugnadas ante la propia CNBV mediante la interposición del recurso de revocación, en términos de la propia Ley de Sociedades de Inversión.

nario el que genera el nacimiento y desarrollo de este tipo de entidades u organizaciones autorreguladoras.

A este respecto, IOSCO ha enunciado dos principios relativos al tema de la autorregulación. Estos son:

Principio 6

“El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de la organizaciones autorregulatorias (SRO) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.”

Principio 7

“Las organizaciones autorregulatorias (SRO) deben estar sujetas a la supervisión del regulador y deben observar normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.”

El análisis de la situación actual en Iberoamérica, sin embargo, indica que en la mayor parte de estos países no se contempla la autorregulación de las IIC, dentro de sus respectivos marcos legales o normativos, aún cuando si es asumida por algunas entidades (asociaciones), se da en forma voluntaria.

Colombia representa un caso especial, ya que su legislación señala que la obligación de autorregularse es aplicable a todas aquellas entidades que realicen actividades de intermediación de valores. Respecto a los IIC se indica que no estarán sujetos a dichas disposiciones legales, en la medida que realicen las mencionadas actividades exclusivamente por conducto de otros intermediarios y, en caso que éstas se realicen directamente, estarán sujetos a las normas de autorregulación existente.

Ecuador es el único país que expresamente permite la autorregulación del sector en su marco regulatorio, a través de asociaciones gremiales con capacidad o función normativa, de supervisión y disciplinaria, existiendo en la práctica la “Asociación de Administradoras de Fondos y Fideicomisos” (AAFF).

No obstante, en Argentina, Brasil, Chile, Venezuela, Portugal y España, la espontánea formación de asociaciones colectivas ha creado escenarios propicios para un proceso de autorregulación del sector, pese a la no existencia de un marco normativo que lo contemple. Es así como en Argentina se conformó la “Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión” (CAFCI); en Brasil, existe la “Associação Nacional dos Bancos de Investimento” (ANBID) para fondos de inversión y la “Bolsa de Valores do Sao Paulo” (BOVESPA) para clubes de inversión; en Chile, por su parte, está la “Asociación Gremial de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile, A.G.” (AAFMM) para los fondos de inversión abiertos y la

“Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión” (ACAFI) para fondos de inversión cerrados; en España, se encuentra la “Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones” (INVERCO). En Venezuela se encuentra la Asociación Venezolana de Administradora de Fondos (AVAF) y en Portugal la “Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios” (APFIPP).

A continuación, se presenta el detalle de organismos autorreguladores existentes en la región:

Cuadro esquemático de organismos autorreguladores en países de Iberoamérica

País	Organismos Autorreguladores	Tipo de Inversiones
Argentina	CAFCI	Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados
Brasil	ANBID	Fondos de Inversión
Brasil	BOVESPA	Clubes de Inversión
Chile	AAFM	Fondos de Inversión Abiertos
Chile	ACAFI	Fondos de Inversión Cerrados
Ecuador	AAFF	Fondos de Inversión y Fideicomisos
España	INVERCO	IIC y Fondos de Pensiones
Portugal	APFIPP	IIC, Fondos de Pensiones y Gerencia de Patrimonios
Venezuela	AVAF	IIC, Fondos Mutuos

En términos de avance en la autorregulación de la industria de IIC, cabe indicar que en el caso chileno, la AAFM ha establecido para sus miembros el “Código de Autorregulación” y el “Compendio de Buenas Prácticas de las Administradoras de Fondos Mutuos y Administradoras Generales de Fondos” y en forma conjunta con la Superintendencia de Valores y Seguros (entidad reguladora en Chile), ha participado en el desarrollo normativo, generándose normas de gran relevancia para la industria de fondos de inversión abiertos, tales como, el “Modelo Estandarizado de Reglamento Interno y Contrato de Suscripción de Cuotas”, el “Sistema de Valorización Único de Instrumentos de Deuda” y el “Disclosure de Costos de Fondos Mutuos”. En Portugal, la APFIPP ha establecido para sus miembros el “Código Deontológico”.

Por su parte, en España, INVERCO promulgó el Código de Conducta general de conducta publicitaria, así como la Circular sobre IIC éticas o el Reglamento Interno de Conducta, de adscripción voluntaria por las entidades; y en Argentina la CAFCI tiene a su cargo el “Registro de Idóneos”⁴³, y ha participado en forma conjunta con la Comisión Nacional de Valores en el desarrollo e implementación del Sistema Informático CNV-CAFCI para la remisión semanal y posterior control de la composición de las carteras de las IIC.

REFORMAS EN CURSO

Algunos países iberoamericanos están inmersos en procesos de reforma de sus legislaciones sobre IIC y algunos de ellos de extraordinaria importancia. En primer lugar nos detendremos en el caso español.

En efecto, el régimen que regula las IIC en España ha sido objeto de una reciente transformación como consecuencia de la aprobación del Reglamento que desarrolla la Ley de IIC, aprobado en 2005, que ha introducido la posibilidad de invertir en nuevas clases de activos y ha regulado nuevos tipos de IIC como son los Fondos cotizados, las IIC de inversión libre (IICIL o Hedge Funds) y las IIC de inversión libre (IICIL). Además, en el año 2006 se ha aprobado la normativa (Orden Ministerial y Circular) que desarrolla la regulación de las IICIL (Hedge Funds) e IICIL y está previsto que se modifique el esquema normativo de las IICIL (Hedge Funds), en materia de preavisos, frecuencia de suscripciones y reembolsos y posibilidad de locks-up. Actualmente se están registrando los primeros fondos cotizados y se están otorgando las primeras licencias que permiten a las sociedades gestoras ampliar su programa de actividades para gestionar IICs de Inversión libre e IIC de inversión libre. En los próximos meses se registrarán los primeros IIC de este tipo.

Asimismo, como consecuencia de las novedades introducidas por el Reglamento de IIC se están modificando las Circulares sobre determinación del valor liquidativo, remisión de información periódica, folleto, derivados, así como la Circular contable. Además, se está tramitando una modificación de la Orden Ministerial de Fondos de Inversión, que amplía sus posibilidades de inversión y modifica el régimen de comisiones. También es importante mencionar la reforma que va a haber en materia fiscal, puesto que está en tramitación parlamentaria una reforma de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre Sociedades, que afecta a la tributación de los partícipes y accionistas de IIC por este impuesto.

43 En el Registro de Idóneos están inscritas aquellas personas que aprueben un examen de idoneidad a cargo de la CAFCI, requisito indispensable para estar habilitado para la comercialización de cuotas de IIC en todo el territorio de la República Argentina.

Con respecto a otras llevadas a cabo en otros países, destacamos las siguientes:

- En **Argentina** está en marcha una reforma de las normas aplicables a los Fondos abiertos del tipo plazo fijo y de dinero al objeto de redefinir la clasificación de fondos en función del porcentaje de activos valorados a mercado o a devengo, incrementando los activos valorados a mercado. Esta modificación normativa será gradual.
- En **Brasil** se está llevando a cabo una consolidación de normas contables aplicables a los fondos de inversión, que actualmente están dispersas en normas de la CVM y normas del Banco Central.
- En **Chile** actualmente se encuentra en trámite en el Congreso Nacional chileno un proyecto de Ley conocido como Reforma al Mercado de Capitales II (MKII), que introduce modificaciones a diversos cuerpos legales que afectan al mercado de capitales, incluyendo a los fondos de inversión abiertos y cerrados (fondos mutuos y de inversión). Entre éstas modificaciones podemos mencionar las referidas a:
 - Obligación de que las administradoras depositen los valores de las IIC que administren en una entidad de depósito de valores regulada por la Ley.
 - Especificación de los costos de subcontratación de servicios externos en los reglamentos internos de las IIC, los cuales deberán indicar si los gastos de las contrataciones de servicios externos serán de cargo de la sociedad administradora o del fondo. En todo caso, los gastos de contratación de administración de carteras deberán ser de cargo de la administradora.
 - Eliminación y flexibilización de determinados límites de inversión para IIC abiertas (fondos que replican índices).
 - Eliminación de la restricción legal al endeudamiento de las IIC cerradas, requiriendo que éstos fijen sus propios límites en su reglamento interno.
- En **Colombia** se encuentra en tramitación una reforma del marco normativo de los fondos tendente a: unificar reglas para evitar arbitrajes regulatorios entre fondos de valores y de inversión y fondos comunes de inversión. Adicionalmente se incluyen principios de gobierno corporativo para la cartera colectiva, en orden a regular de forma clara el funcionamiento de los diferentes órganos del fondo, así como el régimen de responsabilidades. En este aspecto, se pretende incluir la figura del custodio como tercero independiente al depósito de valores, encargado de ejercer un seguimiento a la labor del administrador. Además se propone la inclusión de una lista, no exhaustiva, de posibles conflictos de interés, así como el mecanismo que debe ser utilizado por el administrador para su resolución y manejo.

Otro aspecto importante de la reforma es la estandarización de los mecanismos de revelación de información, para lo cual se señalan los instrumentos de revelación de información así como su contenido, en orden a que todos los inversionistas cuenten con elementos de comparación de los diferentes productos. Se propone una regulación completa a la fuerza de ventas, que delimite las responsabilidades de la sociedad administradora en la vinculación de adherentes y de las personas encargadas de la promoción del vehículo de inversión.

Finalmente, se establecen nuevos vehículos de inversión, tales como los fondos de especulación, caracterizados por cuanto su política de inversión se restringe a la realización especulativa de operaciones de reporto y simultáneas. Se permite la constitución de fondos inmobiliarios, cuyo objeto es la inversión en bienes inmuebles pero con la opción de adquirir préstamos bancarios para la adquisición de estos activos. Se introduce el concepto de fondos del mercado monetario, destinados a efectuar inversiones de muy corto plazo.

- En **Costa Rica** Sugeval ha propuesto al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero la reforma de varios Reglamentos, que se desarrollarán durante el año 2006, algunos de los cuales son los siguientes: Reglamento general sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión (en vigor a partir de mayo del 2006); Reglamento sobre oferta pública de valores; Reglamento sobre la actividad de custodia y Reglamento sobre calificadoras de riesgo.
- En **Ecuador** se van a reunificar las resoluciones del Consejo en un único cuerpo legal.
- En **México** está en análisis y revisión un anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Inversión (LSI), que incluirá la posibilidad de que las Sociedades Operadoras actúen como fiduciarias, se flexibilizará el régimen de inversión de las SIC (sociedades de inversión de capitales) y de las SIOL (sociedades de inversión de objeto limitado), se reconocerán Custodios globales para los valores extranjeros y se homologarán distintos apartados con la nueva Ley del Mercado. También se está tramitando un proyecto de circular única para el sector de las sociedades de inversión, en la que se integrarán en un solo cuerpo normativo todas las disposiciones administrativas actualmente dispersas en la materia, y se incluirá dentro del régimen de inversión la posibilidad de que las sociedades de inversión celebren operaciones con instrumentos financieros derivados, incorporándose una sección especial dedicada a la administración integral de riesgos.
- En **Perú**, a lo largo del año 2005 se introdujeron importantes cambios en los Fondos Mutuos a los que habrán de seguir cambios de menor calado relacionados con trámites administrativos, valoración de inversiones e inversiones en

el extranjero y derivados. Similares cambios se vienen produciendo en los Fondos de Inversión, en los que, además, se están revisando los requisitos exigidos a los fondos dirigidos a inversores calificados.

- En **Portugal, Honduras y Venezuela** no existe en la actualidad ninguna reforma en curso.
- En **Panamá** se encuentra el proceso de reforma a la reglamentación de las sociedades de inversión (acuerdo N° 5-2004). El sector privado ha solicitado a la CNV realizar reformas, para mencionar las más importantes, en los temas relacionados con las (1) Categorías de las sociedades de Inversión; (2) Políticas de Inversiones; (3) Endeudamiento y garantías; (4) Realización de operaciones vinculadas. La solicitud del sector privado fue eliminar los límites que establece el Acuerdo y permitir la conformación de las Sociedades Especiales que hacía que éstas no tuviesen que cumplir con los límites establecidos. La CNV rechazó la creación de las Sociedades Especiales y aceptó flexibilizar algo los límites establecidos. Se elaboró un proyecto de Acuerdo, se hizo la Consulta Pública, estamos en el proceso de evaluar los comentarios a fin de que los Comisionados determinen si se procede a realizar Audiencia Pública o se adopta la reforma al Acuerdo

Como conclusión, podemos afirmar que las reformas en curso en los países iberoamericanos están orientadas principalmente a introducir la figura del custodio y a reconocer custodios globales en los valores extranjeros; a ampliar o modificar las distintas clasificaciones, categorías o vocaciones de las IIC, y a introducir la operativa con instrumentos financieros derivados. Asimismo, también hay varias iniciativas dirigidas a refundir o consolidar en única norma la legislación sobre algunas materias que se encontraban dispersas en distintas normas. Aparte de estas iniciativas de reforma, requiere mención especial el caso español, donde la industria de la inversión colectiva va a experimentar una transformación muy importante con las nuevas posibilidades que ofrecen los Hedged Funds.