

La Gestión Colectiva: Una estrategia para las Holdings
Estudio comparativo entre Derecho Francés y Derecho Colombiano

Por:
MARIA ANDREA SARAY

Bajo la Dirección de M. MICHEL STORCK
Director de la Maestría en Derecho Bancario y Financiero de la Universidad de
Estrasburgo - Francia

Facultad de Jurisprudencia
Universidad del Rosario
2016

ABSTRACT

Originalmente presentada en francés como proyecto de grado para la Maestría en Derecho Bancario y Financiero de la Universidad de Estrasburgo, la presente monografía tiene por objetivo analizar la Gestión Colectiva como estrategia para las Holdings. La Gestión Colectiva es un término francés empleado para designar al intermediario financiero que convierte el ahorro individual en portafolios colectivos. En Colombia, la Gestión Colectiva es conocida como Carteras Colectivas o Fondos de Inversión Colectiva, (su nombre más reciente). Este vehículo financiero se puede decir que es una democratización de las finanzas, ya que canaliza el ahorro de la población hacia las principales industrias, permitiendo que las empresas hagan del ahorro individual una fuente de financiación para sus proyectos, y que la mayor parte de la población tenga acceso a las finanzas. Es por esto, que el tema frecuentemente es abordado desde el punto de vista de la protección a los inversionistas y no, desde el punto de vista de los vehículos que prestan dicho servicio. Sin embargo, la presente Monografía estudia la Gestión Colectiva como una posible estrategia para las Holdings, analizando desde este punto de vista, la pertinencia de implementar la Gestión Colectiva como estrategia para reunir fondos para las Holdings. De ahí que el derecho comparado sea de gran ayuda para comprender si dicha estrategia es viable en todos los países en general o si, por el contrario, como lo vemos en Derecho Bancario, unos países sean más favorables que otros. El presente, es un estudio multidisciplinario en el cual se tienen en cuenta variables de tipo legal, económico y político, y se implementan teorías económicas aplicables al estudio del Derecho como Law & Economics. En una primera parte nos centramos en un análisis comparado de las legislaciones de dos países con niveles de desarrollo diferente, a saber, Francia y Colombia. Y, en la segunda parte analizamos el rol de la Gestión Colectiva en las Holdings, así como sus ventajas y desventajas según la legislación aplicable.

Originally presented in French as the final research for Masters Degree in Banking Law and Finances at the Strasbourg University, this research has the purpose of analyzing the “Gestion Collective” as a strategy for the Holdings. Knowing in English as Collective Portfolio Management, the “Gestion Collective” it’s a french term to appointed a financial intermediary who converts thrifts or savings in collective portfolios. In Colombia, it is called Carteras Colectivas or Fondos de Inversión Colectiva. This financial vehicle can be referred as a democratization of

finances since it channels savings from the population to the main industries, allowing enterprises to take individual thrift and transform it in source of new funds for Holdings, and keeping easy population access to finances. That is why, frequently it is used to approach this subject from the vision of the investor and his protection without taking into account the vision of the enterprises interested by implemented this kind of services. Nevertheless, this study analyses the “Gestion Collective” as a possible strategy for the Holdings, studying from their standpoint, the implementation of “Gestion Collective” as a strategy for raising new funds for the Holdings. In that sense, comparative law help us to better understand if this strategy it’s overall viable or if, as in banking law, some countries are more beneficial than others. This is a multidisciplinary study in which we take into account legal, economic and political variables, implementing also economic theories applied to Law studies as Law & Economics. At first, we will focus on a comparative law study between two legislations from countries with a different level of development, namely France and Colombia. Plus the second part will analyze the role of the “Gestion Collective” within the Holdings and its pros and cons according to applying legislation.

Key words :

Gestión Colectiva, Holding, Desarrollo, Teoría de juegos, Optimalidad de Pareto, inversiones, ahorro, estrategia, OPC, OPCVM, FIC, Carteras Colectivas, centralización de tesorería.

TABLA DE ABREVIACIONES

A.	Artículo.
AED.	La teoría del Análisis Económico del Derecho o Law & Economics.
AIFM.	Alternative Investment Fund Managers.
AMF.	Autoridad de los mercados financieros en Francia.
AMV.	Autoregulador del Mercado de Valores colombiano.
C.	Comparar.
CMF.	Código Monetario y Financiero francés.
DICI.	Documento de Informaciones Claves para el Inversionista.
DNP.	Departamento Nacional de Planificación, Colombia.
FCP.	Fonds Communs de Placement.
FcP.	Fonds à capital Privé.
FCPI.	Fonds communs de placement dans l'innovation.
FCPR.	Fonds communs de placement à risques.
FIA.	Fonds d'Investissement Alternatif.
FIC.	Fondos de Inversión Colectiva.
FIP.	Fonds d'investissement de proximité
Ibid.	Reenvío a la última referencia.
IDH.	Indicador de Desarrollo Humano.
IOSCO.	International Organization of Securities Commissions
MIF.	Directiva europea concerniente a los mercados de instrumentos financieros.
OPC.	Organismes de Placement Collectif.
OPCI.	Organismes de Placement Collective Immobilier.
OPCVM.	Organismes de Placement Collective en Valeur Mobilière.
OT.	Organismes de Titrisation.
Pág.	Página.
PIB.	Producto Interno Bruto.
PNUD.	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo.
RNVE.	Registro Nacional de Valores y Emisiones

SAI.	Sociedades Administradoras de Inversión.
SCB.	Sociedad Comisionista de la Bolsa de Valores.
SCI.	Sociétés Civiles immobilières.
SCPI.	Sociétés Civiles de placement mobilier.
SCR.	Sociétés de Capital Risque.
SEF.	Sociétés d'épargne Forestière.
SF.	Sociedades Fiduciarias.
SICAF.	Sociétés d'Investissement à Capital Fixe.
SICAV.	Sociétés d'Investissement à Capital Variable.
SNL.	Société Nationale de L'Investissement.
SuperFinanciera.	Superintendencia Financiera.
UCITS.	Undertakings for Collective Investment in Transferable Services Directive.
V.	Ver.
VOL.	Volumen.

TABLA DE CONTENIDOS

Introducción

Primer Capítulo. La Gestión Colectiva en Derecho francés y en Derecho colombiano

I. Marco Normativo

I.I Francia

I.II Colombia

II. Los vehículos de la Gestión Colectiva

II.I Los OPC en derecho francés

A. Los OPC antes de la transposición de la Directiva AIFM

B. La nueva clasificación de los OPC

II.II Los FIC en derecho colombiano

A. Las Carteras Colectivas

B. Los Fondos de Inversión Colectiva – FIC

III. Reglas de Constitución y funcionamiento

III.I Constitución

III.II Reglas de funcionamiento

A. Órganos de administración de los vehículos de la Gestión Colectiva

B. Información a los inversionistas

Segundo Capítulo. El rol de la Gestión Colectiva en las Holdings

I. La Holding: Un instrumento de gestión

I.I Herramienta de organización

I.II Herramienta de gestión financiera

II. Ventajas de la Gestión Colectiva

II.I Enfoque económico y financiero

A. La industria francesa de la Gestión Colectiva

B. La industria colombiana de la Gestión Colectiva

II.II Enfoque jurídico

II.III Enfoque político

III. Los riesgos y desventajas de la Gestión Colectiva

III.I Enfoque jurídico, económico y financiero

A. La industria francesa de la Gestión Colectiva

B. La industria colombiana de la Gestión Colectiva

III.II Enfoque político

IV. La Optimalidad de Pareto y el juego de suma cero

Conclusiones

Bibliografía

Anexos

Anexo 1. Gráfico. La Optimalidad de Pareto: la eficiencia del cuadro reglamentario

Anexo 2. Tabla recapitulativa. Francia – Antes de la transposición

Anexo 3. Tabla recapitulativa. Francia – Después de la transposición

Anexo 4. Tabla recapitulativa. Colombia

Anexo 5. Gráfico. La Optimalidad de Pareto: la eficiencia de los vehículos de Gestión Colectiva

INTRODUCCIÓN

El fenómeno de la globalización transformó drásticamente el mundo de los negocios a escala internacional. Las necesidades de las empresas de hoy no son las mismas de antes, y la dinámica de los negocios se ha visto completamente modificada. El crecimiento de la competencia, incluida la introducción de empresas extranjeras en los diferentes mercados domésticos, generaron un gran cambio en las estrategias corporativas, las cuales son cada vez más complejas, diversas y, al mismo tiempo, innovadoras.

El crecimiento interno y externo de las empresas se vuelve entonces prioritario. Por esta razón, la creación de estructuras jurídicas sólidas que puedan soportar tal ampliación, se tornan imprescindibles, así como la concentración económica interna, la cual “tiene por objetivo permitir a las empresas enfrentar una competencia mundial creciente e intensa”¹.

Por esto, actualmente nos encontramos en presencia de una proliferación de empresas organizadas bajo la forma de grupos empresariales. Dicha forma de organización supone un conjunto constituido por varias sociedades, donde cada una de ellas conserva su existencia jurídica propia, y al mismo tiempo, están unidas las unas a las otras en razón del control ejercido por una de ellas, llamada “sociedad dominante o matriz”, quien hace prevalecer una unidad de decisión².

La aparición de los grupos empresariales está ligada intrínsecamente a la estrategia de desarrollo y de expansión de las empresas, “el grupo, todavía más que la gran empresa, es una estructura adaptada a la puesta en marcha de una estrategia financiera”³. En ese sentido, el capital financiero es considerado como la base de la estructura de los grupos, pero también, como su instrumento de crecimiento más importante, dado que es una fuente esencial de financiamiento.

De ahí que a menudo se encuentre que la sociedad dominante del grupo juegue un rol exclusivamente financiero. En dichos casos, la sociedad matriz porta el nombre de Holding, limitándose a administrar o gestionar las participaciones que posee en diversas sociedades⁴. La constitución de una Holding supone entonces la existencia de un grupo.

¹ V. Grosclaude, Laurent et Jean-Michel Do Carmo Silva. « Gestion Juridique, fiscale et sociale 2012/2013 ». Editions Francis Lefebvre.

² C. Mémento pratique, Francis Lefebvre. Groupes de sociétés. 2009-2010. Pág. 17

³ V. Conso, Pierre et Farouk Hemici. « Gestion Financière de l'entreprise » 11eme edition. Editions Dunod. Pág. 570

⁴ C. Mémento pratique, Francis Lefebvre. Groupes de sociétés. 2009-2010. Pág. 80

La Holding es una sociedad en la cual el objeto social es específico: gestionar las participaciones en capital en una o varias sociedades. Su capacidad jurídica consiste principal, aunque no únicamente, en adquirir o reunir las partes o acciones de otras sociedades, con el fin de administrarlas y asegurar el control. De esta forma, permite garantizar una política general y coherente al interior del grupo en todo lo referente a las estrategias de financiamiento e inversión.⁵

Así, la Holding reviste una unidad financiera, y como tal, accede a los diferentes mercados financieros con el fin de hallar el financiamiento necesario para los proyectos de crecimiento del grupo. El recurso a los mercados financieros “es entonces un potenciador de financiamiento muy poderoso, lo cual explica que toda sociedad que desea alcanzar una masa crítica de capital debe acceder a los mercados”⁶, sea para financiar nuevos proyectos e invertir o, sea para ayudar a la empresa en caso de dificultad o crisis.

El ejemplo clásico que nos ilustra la afirmación anterior es el caso de Henry Ford, quien acudió al mercado financiero en busca de inversionistas, debiendo compartir con ellos los ingresos provenientes de sus innovaciones. Sin embargo, es gracias a estos recursos que Ford logró posicionarse como líder en el mercado del automóvil, obteniendo así una ventaja automática frente a su competidor principal Chrysler, quien al contrario estuvo al borde de la quiebra dada su incapacidad de acudir al mercado para reunir capitales⁷.

No obstante, esta forma de financiamiento es mucho más compleja de lo que parece, pues la introducción a los mercados involucra una serie de obligaciones complicadas y altamente costosas que las Holdings deben asumir, arriesgándose en ocasiones a no encontrar los recursos correspondientes a sus necesidades, dada la naturaleza a veces estacionaria de los mercados.

Es aquí donde la Gestión Colectiva aparece como una alternativa atractiva para reunir capitales, pues ésta junta un número mayor de inversionistas aportando así mayor dinamismo a los mercados. “La Gestión Colectiva es un intermediario financiero que

⁵ C. Apuntes de “Groupes de sociétés” Master DBF 2013

⁶ V. Grosclaude, Laurent et Jean-Michel Do Carmo Silva. « Gestion Juridique, fiscale et sociale 2012/2013 ». Editions Francis Lefebvre. Pag 300

⁷ C. Stiglitz, Joseph E. « Capítulo 1 El Automóvil y la economía ». Economía. Editorial Ariel, (1994), Pag. 19-44

transforma el ahorro individual en portafolio colectivo”⁸, los ahorradores se convierten entonces en una nueva fuente de financiamiento.

Teniendo como meta hacer las finanzas accesible a todos, la Gestión Colectiva reúne capitales entre pequeños inversionistas o ahorradores, quienes, de esta forma, pueden acceder a inversiones a las cuales, de otro modo, sería imposible acceder individualmente. Además, de esta manera, los ahorradores se deshacen del tormentoso y difícil proceso de escoger y vigilar sus inversiones, lo cuál implica conocimiento de los mercados e invertir bastante tiempo en ello.

Los capitales reunidos a través de la Gestión Colectiva, se integran en un portafolio colectivo, es una mutualización donde los inversionistas se reagrupan. Es efectivamente ésta democratización de las finanzas vía la Gestión Colectiva, la que despierta el interés de las holdings. Sin embargo, es pertinente remarcar que los beneficios de la Gestión Colectiva pueden variar según la legislación aplicable, pues los países atribuyen diferentes niveles de protección a los inversionistas, lo cual se traduce en reglas flexibles o al contrario más estrictas, viéndolo desde el punto de vista de las holdings.

La holding tiene entonces potencialmente un doble interés por la Gestión Colectiva: por un lado, la holding puede ganar un porcentaje sobre las inversiones a título de mandato recibido de los inversionistas, como cualquier otro vehículo de la Gestión Colectiva (fuente de generación de recursos); y por el otro lado, puede reunir el capital necesario para su funcionamiento y/o crecimiento, reuniendo capitales de un mayor número de inversionistas (fuente de financiamiento de proyectos).

Es en este punto que la relación Derecho–Economía retoma su importancia, pues es el nivel de desarrollo de un país, el que determina la capacidad de ahorro de su población, y por ende, el número de inversionistas potenciales para la Gestión Colectiva. Esto aparece finalmente reflejado en la reglamentación implicando asimismo, el deseo del legislador de proteger a los inversionistas. En otras palabras, a mayor desarrollo, mayor número de inversionistas y, por tanto, habrá mayor protección de los mismos a través de la legislación en Gestión Colectiva.

⁸ C. Tadjeddine, Yamina et Jean-Cristophe Cotta. « la gestion collective en France : l’utopie d’une finance pour tous ». Revue d’économie industrielle, Editions techniques et économiques. P. 134 (2e trimestre 2011).

Teniendo en cuenta la observación precedente, sería entonces interesante poder comparar a lo largo del presente estudio, las legislaciones en Gestión Colectiva de dos países con niveles de desarrollo diferentes: un país desarrollado vs un país en vía de desarrollo.

Sin embargo, la noción de Desarrollo es imprecisa y a menudo hace referencia únicamente a factores e indicadores económicos. De ahí que sea necesario precisar dicha definición para poder comprender su impacto sobre la legislación en Gestión Colectiva de cada país.

El presente análisis se basa en la definición de desarrollo planteada por Amartya Sen. Según Sen, el desarrollo quiere decir “la capacidad de expandir las libertades de los seres humanos”⁹. En otras palabras, el autor toma el espectro de los indicadores humanos y los suma a los indicadores puramente económicos. Los indicadores humanos permiten evaluar la capacidad de la población para cumplir con sus metas personales, el centro de la economía es entonces lo humano.

De esta manera, el nivel de desarrollo de un país, resulta de la capacidad de su población de satisfacer sus propios objetivos ejerciendo sus libertades. Amartya Sen deja abierta la definición de libertad, pero precisa al mismo tiempo que su ejercicio depende de la capacidad de una persona. Esta capacidad está ligada tanto a las metas personales como a la economía, pues ésta última permitirá al individuo cumplir con sus objetivos y metas¹⁰.

En ese sentido, la capacidad de ahorro constituye un ejemplo de libertad, pues la persona es quién decide si ejerce o no tal libertad, en el caso donde el Estado a través de la economía ofrece las condiciones favorables para el ahorro. En este primer caso, estamos en presencia entonces de un Estado desarrollado, según la noción de Sen. Si por el contrario, la dinámica de la economía de un Estado no permite a su población poder reservar dinero para el ahorro, la población no tendrá la libertad de escoger, y por tanto, estaremos en presencia de un nivel de desarrollo más bajo.

Para el presente estudio, se utilizará la noción expuesta, en el sentido de la capacidad de ahorro de la población, quien a través de su libertad de ejercer o no el ahorro podrá convertirse potencialmente en inversionista para la Gestión Colectiva.

⁹ Sen, Amartya. « The concept of development » in Handbook of development economics, volume I, Edited by H. Chenery and T.N. Srinivasan. 1988. Amsterdam, Holland. P. 10 - 23

¹⁰ Ibidem.

La Teoría de Sen es esencial y ha servido de base para la estructuración del índice de desarrollo humano (IDH) del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), uno de los indicadores más utilizados para medir el nivel de desarrollo de los países.

En lo que concierne al presente estudio, se utilizará la teoría de Sen acompañada del IDH, con el fin de determinar el nivel de desarrollo de los países bajo análisis, particularmente, Francia y Colombia.

Respecto al país desarrollado, a lo largo de este estudio se procederá a hacer un análisis de la legislación francesa. Según el último IDH de 2015, Francia cuenta con un desarrollo Muy Alto, pues se encuentra en la posición número 22 de la clasificación mundial¹¹. Además, Francia tiene una tasa de ahorro del 20%¹² del Producto Interno Bruto PIB, el cual es de 42.732\$¹³, lo cual permite a la población tener una capacidad de ahorro suficientemente alta, y por consiguiente, la población cuenta con la libertad de escoger si ahorra o no. Por estas razones, según Sen y el IDH, Francia es un país desarrollado.

Se escogió la legislación francesa como país desarrollado, principalmente por las siguientes razones:

En primer lugar, la industria francesa de la gestión de activos es la segunda más importante a escala mundial, después de Estados Unidos. En el ámbito Europeo, Francia representa más del 23% de los importes europeos, superando a Alemania (20,1%) y al Reino Unido (15,8%)¹⁴.

En segundo lugar, el derecho francés realizó una fiel transposición de la reglamentación comunitaria, lo cual permite tener una idea aproximativa de la legislación europea en Gestión Colectiva, ampliando el espectro del presente análisis.

Respecto al país en vía de desarrollo, la legislación a analizar será la de Colombia. Siguiendo el último IDH del año 2015, Colombia se encuentra en la posición número 97 de la clasificación mundial¹⁵, lo cual significa que cuenta con un nivel Alto de desarrollo pero

¹¹ v. IDH 2015, PNUD <http://hdr.undp.org/en/data>

¹² v. World development indicators: structure of demand. Gross savings. 2014. World Bank Data. <http://wdi.worldbank.org/table/4.8>

¹³ v. Données de la Banque Mondiale : PIB par habitant (\$ US courant) 2014

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.PCAP.CD>

¹⁴ Tadjeddine, Yamina et Jean-Cristophe Cotta. « La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous ». Revue d'économie industrielle, Editions techniques et économiques. P.134 (2^e trimestre 2011).

¹⁵ V. IDH 2015, PNUD <http://hdr.undp.org/en/data>

que aún debe hacer varios esfuerzos para ser considerado como un país desarrollado, por tanto, es un país en vía de desarrollo, según este importante índice.

Colombia tiene una tasa de ahorro relativamente baja del 18%¹⁶ del PIB, teniendo en cuenta que éste es tan solo de 7.903\$¹⁷. Esto quiere decir que la capacidad de ahorro de la mayoría de la población colombiana en general es muy baja.

Sin embargo, es pertinente aclarar que la división económica y social es muy marcada en la sociedad colombiana y que, por tanto, la diferencia entre ricos y pobres constituye un obstáculo a los indicadores, los cuales, en este caso, no reflejan la fiel realidad. Es por esto, que la capacidad de ahorro no puede ser medida con base en la población total y el PIB, sino con base en la parte de la población que posee la mayor parte de ingresos, ya que es ésta población la que constituye la masa potencial para invertir en la Gestión Colectiva. De esta forma, los inversionistas potenciales son menores en número, pero su capacidad de ahorro será más alta.

El interés de analizar la legislación colombiana reside en la situación económica actual. Hoy, Colombia es un país que se encuentra en medio de un boom económico, pues su crecimiento económico llegó al 4,7%¹⁸ en 2013 según Moody's Investors Service, quién al lado de Standard & Poor's y de Fitch pusieron a Colombia en la categoría BBB/Baa2¹⁹. Esta nueva calificación es la más alta jamás recibida e implica que Colombia está en vías de su consolidación como una economía sólida y con bajos niveles de incertitud.

Asimismo, Colombia goza de una sorprendente permeabilidad a las crisis financieras internacionales, como se pudo apreciar en la crisis internacional generada por las *Subprimes*, la cual desencadenó muy malas consecuencias a nivel mundial, mientras que en Colombia tuvo un impacto marginal²⁰. Esta permeabilidad se explica gracias al estricto régimen financiero nacido de la crisis económica que golpeó a Colombia en el año 1999.

Jurídicamente, Colombia es atractiva tal y como lo han señalado varios autores internacionales, pues “ella llevó a cabo reformas jurídicas remarcables”²¹ en la legislación financiera en general. Además, su legislación en Gestión Colectiva se presenta como

¹⁶ World development indicators: structure of demand. Gross savings. 2013. World Bank Data. <http://wdi.worldbank.org/table/4.8>

¹⁷ Données de la Banque Mondiale : PIB par habitant (\$ US courant) 2013

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.PCAP.CD>

¹⁸ v. « Rating Action : Moody's upgrades Colombia's rating to Baa2 from Baa3 ; Outlook stable » Global credit research - 28 Jul 2014.

¹⁹ Mismo nivel que España, Italia y Brasil.

²⁰ C. « Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación ». Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Julio 2009

²¹ v. Villablanca, Lusitania, sous la direction de Thierry Bonneau. « Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Étude de droit comparé » Université Panthéon-Assas. 2013. P. 4

modernizadora de la industria y busca consolidarla, transformándola en un vehículo sólido del ahorro, aportando así recursos importantes a las diferentes industrias y al desarrollo económico del país.

La democratización de las finanzas a través de la Gestión Colectiva y su dinamismo, son una opción atractiva para las holdings que buscan cubrir sus necesidades de financiamiento. Es oportuno entonces preguntarse hasta qué punto la Gestión Colectiva puede convertirse en una estrategia corporativa por excelencia. En otras palabras, ¿La Gestión Colectiva, como tal, constituye una estrategia favorable o no a las Holdings, independientemente de la legislación aplicable?

A lo largo del presente estudio se analiza la pertinencia de la Gestión Colectiva como estrategia para las Holdings que están en busca de reunir capitales, con el fin de cubrir sus necesidades de financiamiento. En ese sentido, se encuentra que la industria de la Gestión Colectiva mantiene una cierta uniformidad a nivel internacional a pesar de las variaciones que se evidencian en las diferentes legislaciones, es entonces una estrategia potencialmente favorable a las Holdings.

Por tanto, el presente análisis estudiará las ventajas y desventajas de implementar tal estrategia teniendo como base las legislaciones de países con niveles de desarrollo diferentes.

El interés de la presente monografía reside en exponer y analizar el carácter atractivo de la Gestión Colectiva para las Holdings. Esta es entonces una manera alternativa y original de abordar el tema, puesto que se hace desde un punto de vista diferente a la visión tradicional (la del inversionista), para analizarlo desde el punto de vista del vehículo que ofrece este tipo de servicio (en este caso las Holdings).

La pertinencia de la presente monografía, reside en el análisis comparativo de las legislaciones de dos países con un nivel de desarrollo diferente y sus efectos en las ventajas y desventajas de la Gestión Colectiva en general para las Holdings. Esto es de gran importancia para el mundo de los negocios y en especial para los grupos empresariales que desarrollan estrategias de crecimiento a través de sus Holdings, pues este estudio busca mostrar las consecuencias políticas, financieras y económicas que las Holdings deben eventualmente asumir, según el cuadro reglamentario escogido por ellas para llevar a cabo la Gestión Colectiva.

En lo que concierne al aporte que la presente monografía puede ofrecer al estudio del Derecho Financiero, se encuentra que el presente, es un análisis multidisciplinario que busca abordar el tema no sólo desde un punto de vista meramente jurídico, sino que contempla campos económicos, financieros e incluso políticos, permitiendo integrar una visión donde el Derecho Financiero tiene grandes posibilidades de análisis e interpretación de la realidad de las empresas en la práctica.

Igualmente, el presente estudio pretende aportar al mundo de los negocios una perspectiva integral sobre la Gestión Colectiva, la cual puede ser llevada fácilmente a la práctica, pues éste es un análisis del impacto jurídico-práctico de la Gestión Colectiva en las Holdings. Asimismo, éste análisis ofrece tener en cuenta todas las variables posibles, particularmente las económicas y políticas, que podrían eventualmente influenciar el proceso de toma de decisiones de una empresa en la práctica.

Para el desarrollo de la presente monografía, se recurrirá al método cualitativo, ya que es un estudio basado en la investigación, interpretación y análisis de la información, con el fin de descubrir la oportunidad y pertinencia de la Gestión Colectiva como una posible estrategia para las Holdings. Dicha información se encuentra en teorías, definiciones de conceptos, nociones, legislaciones, reglamentaciones, artículos académicos, datos y tesis, que explican los diferentes fenómenos que se tratarán al interior de esta monografía.

Teniendo como meta conservar un análisis multidisciplinario, el presente estudio se apoya principalmente en la Teoría del Análisis Económico del Derecho – AED, también conocida como Law & Economics.

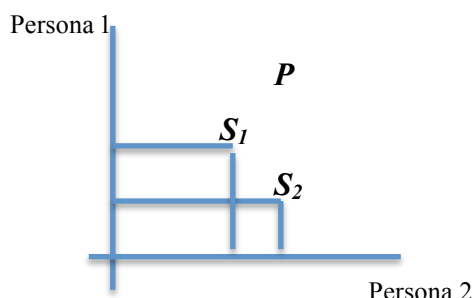
Esta teoría constituye en sí una escuela de pensamiento con grandes representantes como Polinsky, Posner y Coase. Esta escuela considera que los incentivos creados por los sistemas jurídicos son un tema de estudio natural para los economistas, considerando incluso el análisis económico del derecho, como una sub-disciplina de la Economía debido a la importancia de las normas en el bienestar de la sociedad.

El AED aplica métodos propios de la ciencia económica al razonamiento jurídico para predecir los efectos de las normas y demás instrumentos jurídicos, determinando entre ellos cuales son económicamente eficaces, para enseguida entrar a definir las posibles

medidas a adoptar. En otras palabras, el AED consiste en evaluar el impacto y la eficacia de todo tipo de normas en la práctica.²²

Entre los diversos métodos económicos que la escuela de Law & Economics utiliza, se encuentra la Optimalidad de Pareto. Este método aplicado al análisis del Derecho, establece que una regla en derecho es eficaz cuando no puede ser modificada para mejorar la situación de una persona, sin causar un perjuicio a otra persona al mismo tiempo²³. Esto significa que un cambio en la regla podría hipotéticamente mejorar el bienestar de una persona sin deteriorar al mismo tiempo el bienestar de otra, lo cual haría de ella una regla eficaz o Pareto-Optimal.

Gráficamente, la teoría se resume de la siguiente manera:



Siendo P el problema de optimización, aquel que la norma pretende resolver, las posibles soluciones serán S_1 y S_2 . Se dice que una posible solución, por ejemplo S_1 , es Pareto-Optimal cuando no existe otra solución que pueda mejorar la situación de una persona (Persona 2) sin deteriorar la situación de la otra (Persona 1). En la gráfica S_2 sería menos eficaz que S_1 , siendo ésta última la solución Pareto-Optimal.

A menudo utilizada en el AED, particularmente a través de las teorías de la justicia, ésta teoría será implementada a lo largo del presente estudio, con el fin de medir y analizar la eficacia de las legislaciones en Gestión Colectiva de Francia y Colombia, determinando con su ayuda, cuál legislación se presenta como la más eficaz.

En un primer tiempo, se utilizará ésta teoría para cada parte del análisis sobre las legislaciones, aplicando diferentes variables según el tema tratado. En un segundo tiempo, se aplicará la Optimalidad de Pareto como sigue:

²²C. Polinsky, A. Mitchell and Steven Shavell. « Handbook of Law & Economics » Volume I. Elsevier. 2007. Preface xi.

²³ C. Sola, Juan Vicente. « Constitución y Economía ». LexisNexis. Buenos Aires. P.42

El problema de Optimización **P** consistirá en la eficacia de la Gestión Colectiva. Las soluciones propuestas serán cada legislación (S_1 et S_2), y las personas afectadas serán, por un lado, las Holdings (Persona 1) y por el otro, los inversionistas (Persona 2).

Teniendo en cuenta que el tema de esta monografía es la Gestión Colectiva vista como una posible estrategia para las Holdings, es pertinente añadir otro método también utilizado por la teoría de Law & Economics, pero que esta vez estará dirigido al análisis estratégico y al proceso de toma de decisiones al interior de una empresa.

Se saldrá entonces del espectro jurídico-económico de la Optimalidad de Pareto, para entrar en una visión meramente estratégica. Esto permitirá tener en cuenta todas las variables posibles (incluido las legales), las cuales pueden eventualmente afectar el proceso de toma de decisiones de una Holding que opta por implementar la Gestión Colectiva.

Para tal fin, se utilizará la teoría de juegos, la cual permite comprender ex-post el proceso de toma de decisiones al interior de una empresa²⁴, al tiempo que constituye una herramienta ex-ante para los dirigentes que se encuentran frente a una situación de toma de decisiones estratégicas.

La teoría de juegos comprende varios juegos que se adaptan a diversas situaciones a las cuales las empresas se enfrentan cuando llevan a cabo un proceso de toma de decisiones. La idea central consiste en tomar, estratégicamente hablando, la mejor decisión para la empresa, utilizando simulaciones que muestran las consecuencias de una u otra decisión. La teoría desarrolla un conjunto de estrategias a llevar a cabo para todos los juegos en general. Los juegos más conocidos son el Dilema del Prisionero y los juegos de suma cero y de suma variable.²⁵

Para los fines del presente estudio, se utilizarán principalmente dos tipos de estrategias: por un lado, las estrategias llamadas “estrategias dominantes” y por el otro, la estrategia del Minimax.

Las estrategias dominantes son aquellas donde la estrategia será óptima para el jugador, sin tomar en cuenta las acciones de su adversario, pues sus decisiones estarán basadas en factores externos que no dependen del comportamiento del otro jugador. Esta estrategia se adapta perfectamente a los fines del presente estudio, puesto que éste analiza

²⁴ C. Cf. Pindyck, Robert S. y Daniel L. Rubinfeld. « Capítulo 13. Teoría de Juegos y estrategia competitiva ». Microeconomía. Ed. Pearson. P.527-570

²⁵ C. Cf. Pindyck, Robert S. y Daniel L. Rubinfeld. « Capítulo 13. Teoría de Juegos y estrategia competitiva ». Microeconomía. Ed. Pearson. P.527-570

la posibilidad de implementar un sistema de Gestión Colectiva para las Holdings en general.

No sería pertinente entrar a analizar en este caso la competencia de las Holdings porque en la práctica, en el mundo de los negocios las estrategias financieras de las empresas son a menudo confidenciales, y es posible estar frente a la situación de no tener idea alguna sobre las acciones de los otros. Además, en el caso de las Holdings, la definición e identificación de la competencia es extremadamente compleja dada la pluralidad de sectores donde sus filiales prestan sus servicios, y, por tanto, hay un número enorme de empresas que pueden ser consideradas como competencia.

La estrategia del Minimax, por su parte, busca maximizar la ganancia mínima. Es decir, busca maximizar las ventajas y minimizar las desventajas. Ésta, es la estrategia por excelencia de las empresas altamente competitivas, y es usada con bastante frecuencia en el proceso de toma de decisiones, puesto que dota las decisiones de racionalidad, midiendo las posibles consecuencias de los actos y ofreciendo una solución donde la empresa obtiene una ganancia sin tener que asumir mayores pérdidas.

Las estrategias anteriormente citadas se pondrán en práctica, en este estudio, a través del juego de suma cero. Este juego se estructura de tal forma que mientras que la fracción del primer jugador aumenta, automáticamente la fracción del segundo jugador disminuye.

A través del juego de suma cero se determinará hasta que punto la Gestión Colectiva constituye una estrategia para las Holdings, teniendo como variables/fracciones las ganancias/ventajas y las pérdidas/desventajas que las Holdings podrían eventualmente asumir practicando la Gestión Colectiva. Es por esto que la aplicación de esta teoría aparecerá expresamente al final de la presente monografía.

Teniendo por meta la de estudiar la Gestión Colectiva como una estrategia de las Holdings, a partir de legislaciones provenientes de países con niveles de desarrollo diferentes, el presente estudio entrará a describir en una primera parte las legislaciones de los países con diferentes niveles de desarrollo (I), para enseguida determinar, en la segunda parte, el rol de la Gestión Colectiva y sus ventajas y desventajas para las Holdings, según la legislación aplicable (II).

Primer Capítulo

**La Gestión Colectiva en Derecho Francés y en
Derecho Colombiano**

La Gestión Colectiva como intermediario financiero, está llamado a manejar el ahorro de un gran número de inversionistas para transformarlo en portafolios colectivos. Su importancia se debe a que canaliza los recursos provenientes del ahorro hacia la producción y el financiamiento de las empresas y, además, capta recursos de forma masiva. De ahí que su legislación sea de interés general y su vigilancia se haga a través de organismos especializados del Estado, pues tiene un impacto económico muy importante²⁶.

Los Estados entonces deben ser diligentes e implementar legislaciones que protejan en primer lugar al inversionista, pues así se evita causar perjuicios catastróficos a la economía. Sin embargo, la democratización de las finanzas a través de la Gestión Colectiva puede verse limitada, dado el número de vehículos financieros que ofrecen portafolios colectivos. No se puede hablar de una verdadera democratización de las finanzas si no existe una diversidad de proveedores entre los cuales el ahorrador pueda escoger la mejor opción de acuerdo a sus intereses.

En ese sentido, los Estados idealmente deben diseñar legislaciones que protejan a los inversionistas, pero que al mismo tiempo sean atractivas para las sociedades interesadas en proponer este tipo de servicio. De esta forma el número de proveedores crece en el mercado, generando una verdadera democratización de las finanzas. De ahí que el interés de las Holdings por la Gestión Colectiva pueda variar de una legislación a otra, según el nivel de protección y/o favorabilidad de cada una.

En el presente capítulo, por consiguiente, se buscará realizar un análisis comparativo de las legislaciones en Gestión Colectiva de Francia y Colombia. En la primera parte, se delimitará el marco normativo de la Gestión Colectiva en cada uno de los países (I), para enseguida describir los vehículos de Gestión Colectiva existentes (II), y finalmente, analizar la pertinencia de la forma de constitución y reglas aplicables de cada legislación (III).

²⁶ El ahorro juega un rol importante en todas las economías, pues desde el punto de vista positivo, permite dar recursos a las empresas con el fin que estas puedan financiar sus diversas estrategias de crecimiento. Mientras que del punto de vista negativo, el ahorro puede desencadenar crisis en situaciones en que los ahorradores retiran sus inversiones y guardan su dinero fuera del sector bancario y financiero.

I. Marco Normativo

I.I Francia

Una de las debilidades de la economía europea de los años sesenta consistía en la dificultad de encontrar fuentes de financiamiento²⁷. Con el fin de superar estas fallas, el legislador francés reconoció la importancia de reforzar los lazos entre las finanzas y la industria, dando paso a la Gestión Colectiva como una solución bastante atractiva. La “financiarización” del ahorro e inversión a través de la Gestión Colectiva debuta entonces como una nueva industria que canaliza los recursos del ahorro hacia la producción y el financiamiento de las empresas francesas.

Para el año 2011, esta “industria de gestión de fondos es la primera en Europa en saldo sobre gestión financiera y la segunda a nivel mundial después de Estados Unidos. Ésta, emplea más de 13.000 personas, sin tener en cuenta las 40.000 personas dedicadas a la comercialización, los corredores y otras profesiones asociadas”.²⁸

El desarrollo del marco normativo de la Gestión Colectiva francesa tiene sus orígenes en la ordenanza del 2 de Noviembre de 1945, mediante la cual se establecen por primera vez las Sociedades de Inversión. Esta medida surge como solución a la urgencia del Estado de vender títulos financieros adquiridos en la posguerra, en un escenario donde no se tenían estructuras para gestionar estos títulos y además, el mercado francés se encontraba moribundo e ilíquido. Ante este escenario, una venta masiva no habría sido exitosa pues los títulos difícilmente habrían encontrado compradores.

Dicha ordenanza junto con la ley de 21 de Marzo de 1949, dan paso a la creación de la Société Nationale de l'Investissement – SNI o Sociedad Nacional de Inversión. La SNI tenía como meta conservar los títulos detentados por el Estado y el Tesoro Público e irlos vendiendo poco a poco. Estas normas diseñadas para responder casi que exclusivamente a las necesidades específicas del Estado, autorizaban al mismo tiempo la creación de

²⁷ Comparar. Tadjeddine, Yamina et Jean-Cristophe Cotta. « la gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous ». Revue d'économie industrielle, Editions techniques et économiques. No.134 (2° trimestre 2011). P. 159

²⁸ V. Ibid. P.160.

sociedades privadas de inversión aunque con una carga fiscal altamente gravada y onerosa, lo cual obstaculizaba su creación efectiva en la práctica.

Con el fin de promover y motivar la creación de este tipo de sociedades, el Decreto de 21 de Junio de 1952 aparece proponiendo una exoneración de impuestos para las sociedades de inversión de carácter privado. Sin embargo, dicha medida a pesar de impulsar la creación de sociedades, estaba lejos de acercar a los ahorradores a la bolsa.

Un segundo plan de modernización y de equipamiento es entonces publicado el 1º de Abril de 1956. En él, se acentúan las necesidades de financiación a través de la inversión en el mercado financiero, se establecen los principales elementos y la justificación de la Gestión Colectiva en Francia:

« La souscription sur le marché est, dans la plupart des pays évolués, de moins en moins le fait des épargnants eux mêmes, de plus en plus celui d'organismes collecteurs qui débarrassent l'épargnant du souci du choix et de la surveillance de son placement et lui assurent à la fois une sécurité et une liquidité plus grandes. Ce glissement de l'épargne vers les organismes collecteurs doit être considéré comme un phénomène de la plus grande importance et comme un phénomène irréversible ». II^{ème} plan français de modernisation et d'équipement, publié le 1^{er} avril 1956.²⁹

Esto quiere decir que la justificación de la Gestión Colectiva francesa reside en la importancia que los organismos recolectores tienen para deshacer a los ahorradores de las preocupaciones propias de escoger y vigilar sus inversiones, afirmándoles al mismo tiempo, seguridad y liquidez.

Dicho plan es el origen de la ley del 26 de Junio de 1957, la cual crea los principales vehículos de la Gestión Colectiva en Francia: OPCVM – Organismes de Placement Collective en Valeurs Mobilières u Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios. Dos decretos del 28 de Diciembre de 1957 desarrollan sus formas: SICAV – Sociétés d'Investissement à Capital Variable, Sociedades de Inversión a Capital Variable y los FCP- Fonds Communs de Placement, Fondos Comunes de Inversión. Sin embargo, es con la Ley Monroy del 13 de Julio de 1979 que los OPCVM conocen el éxito ante el público, pues contiene un régimen jurídico y fiscal suficientemente interesante.

En Derecho Comunitario, la legislación francesa se nutre principalmente de dos Directivas, a través de las cuales la industria francesa de la Gestión Colectiva asegura su

²⁹ Cité, Ibid, P. 162

inserción en el mercado europeo. Estas son la Directiva OPCVM I o UCITS I³⁰ (Undertakings for Collective Investment in Transferable Services), y la Directiva AIFM relativa a los gestores de Fondos de Inversión Alternativos.

La Directiva OPCVM I del 20 de Diciembre de 1985 instaure las primeras reglas relativas a la estructura, actividad, vigilancia y aprobación de este tipo de organismos. Seguida por el proyecto fallido de Directiva OPCVM II, la continuación jurídica la genera la Directiva OPCVM III, en la cual se establecen las reglas relativas a las sociedades de gestión y folleto simplificado o prospectus simplifié³¹. Finalmente, la modificación más representativa la hace la Directiva OPCVM IV del 13 de Julio de 2009³², pues ésta simplifica los procedimientos de aprobación y comercialización de estos organismos, instaure el pasaporte europeo y reemplaza el prospectus simplifié por el DICI – Documento de Informaciones Claves para los Inversionistas.

Dicha reglamentación está acompañada en derecho francés por una transposición fiel y literal de la Directiva IV a través de la Ordenanza No. 2011 -915 del 1º de Agosto de 2011 relativa a los OPCVM y a la modernización del cuadro jurídico de la gestión de activos, y los decretos de aplicación No. 2011-922 y 2011-923 del 1º de Agosto de 2011.

En lo referente a la Directiva AIFM relativa a los gestores de Fondos de Inversión Alternativos - FIA³³, es pertinente aclarar que los FIA son Fondos de Inversión que legalmente se encuentran ubicados al lado de los OPCVM. El objetivo principal de la Directiva es reducir el riesgo sistémico y reforzar la protección de los inversionistas, pues surge de un contexto crítico en el cual se desarrollaron los escándalos de Lehman Brothers y Madoff, así como la crisis financiera precedente.

La Directiva AIFM es una Directiva que regula más a los actores que a los productos como tal. Su transposición en Derecho Francés no sufrió modificaciones mayores, reforzando así la legibilidad del marco jurídico francés y evitando conjuntamente imponer limitaciones o restricciones suplementarias a los actores de la Gestión Colectiva, particularmente a los gestores y depositarios. Se evidencia entonces una preocupación del

³⁰Directive 85 / 611 / CEE

³¹ El Folleto simplificado era un documento que los OPCVM debían entregar obligatoriamente a sus inversionistas, informando los elementos esenciales de sus productos. Altamente criticado por su complejidad, es finalmente reemplazado por el DICI.

³² Directiva 2009/65/CE

³³ Directiva 2011/61/EU

legislador por proteger a los inversionistas al mismo tiempo que busca facilitar el mantenimiento e impulsar la creación de los OPC.

El impacto más representativo de ésta Directiva en la Gestión Colectiva francesa se encuentra en la clasificación de los Organismos de Inversión Colectiva – OPC, pues es desde entonces que los OPC se componen de OPCVM y de FIA, aunque la noción de OPC siga siendo la misma, cuestión que se analizará a profundidad en el siguiente punto.

Teniendo en cuenta el campo de aplicación de la Directiva AIFM, la misma escapa al presente estudio, pues expresamente excluye su aplicación a las Holdings. Sin embargo, en aras de realizar un estudio comparado completo, la misma se incluirá en la primera parte del presente trabajo ya que ofrece los elementos necesarios para comprender el alcance del cuadro legislativo francés.

Luego de haber realizado la transposición de las Directivas comunitarias, el marco normativo francés se compone de las siguientes normas:

- Guía de medidas de modernización de la Autoridad de Mercados Financieros – AIFM del 12 de Julio de 2013.
- L’ordonnance n° 2013-676 du 25 Juillet 2013. A través de la cual se hicieron los cambios de la parte legislativa del Código Monetario y Financiero – CMF, dónde se encuadran las actividades ejercidas por los depositarios y se simplifica la gama de productos.
- Décret n° 2013-687 du 25 Juillet 2013. Establece las medidas de aplicación de la Ordenanza e introduce cambios a la parte reglamentaria del CMF.
- L’arrêt du 25 Juillet 2013. Establece las entidades que pueden ejercer la función del Depositario.
- L’arrêt du 8 Août 2013. Modifica el Reglamento General de la AMF en materia de Sociedades de Gestión de los FIA.
- L’arrêt du 11 Décembre 2013. Igualmente modifica el Reglamento General de la AMF en lo concerniente a los fondos de inversión sometidos a la Directiva.

Por último, la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros –MIF³⁴, hace parte igualmente del cuadro reglamentario ya que el legislador hace referencia varias veces, a través de la figura del reenvío.

³⁴ Directiva 2004/39/CE

I.II Colombia

La Gestión Colectiva en Colombia no tiene la misma magnitud que en Francia dado su nivel de desarrollo. En Colombia, el mercado financiero se caracteriza por tener un impacto menor en la economía particularmente la Gestión Colectiva, ya que es una industria pequeña y poco utilizada dada la precariedad de la capacidad y cultura de ahorro de la población. Sin embargo, el legislador colombiano, previendo el crecimiento económico del país y reconociendo la potencialidad de esta industria, presenta las mismas inquietudes que el legislador francés en cuanto a la protección de los inversionistas, lo cual explica la existencia de un número importante de fuentes jurídicas.

La evolución legislativa de la Gestión Colectiva en Colombia se caracteriza por una proliferación de normas provenientes de diversas autoridades del sistema financiero:

En una primera etapa, la Gestión Colectiva no era considerada como una industria consolidada sino fragmentada, lo cual explica que cada vehículo y sus diferentes productos estuvieran reglamentados por diferentes autoridades, teniendo como referencia el Código de Comercio, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y la Resolución 400 de 1995 de la entonces Superintendencia de Valores.

Esta dispersión normativa comenzó a uniformizarse a través de la fusión de las diversas autoridades del sistema financiero en una sola agencia, la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria se unifican para crear la Superintendencia Financiera – SuperFinanciera. La banca y las finanzas pasan a ser vigiladas por esta sola entidad, lo cual permite un control centralizado sobre los vehículos y productos de la Gestión Colectiva.

La unificación de autoridades y las necesidades de protección e información de los inversionistas dieron paso a una primera reforma lanzada por la Ley 964 de 2005. A través de esta Ley, se establecen las reglas y objetivos que el Gobierno debe seguir para la regulación de las actividades de explotación e inversión de recursos de captación masiva a través del sector financiero.

Es el Decreto 2175 de 2007 que viene a regir de forma efectiva la gestión y administración de la Gestión Colectiva conocida en Colombia bajo la forma de Carteras

Colectivas. Un solo cuerpo normativo es introducido por este Decreto, teniendo por meta desarrollar una industria eficaz donde el inversionista puede recurrir al mercado financiero con más confianza y en total garantía de sus derechos.

Esta segunda etapa se completa con el Decreto 2555 de 2010, a través del cual se introduce la definición de las Carteras Colectivas y se establecen los tipos de sociedades que pueden administrarlas: Sociedades Comisionistas de Bolsa SCB, Sociedades Administradoras de Inversión – SAI y Sociedades Fiduciarias SF. Igualmente, se establecen las reglas relativas a la definición previa de la política de inversión de cada Cartera Colectiva y la obligación que la misma sea clara y accesible en el reglamento interior y en el prospecto.

La segunda etapa de esta evolución normativa fue altamente influenciada por los Principios Internacionales de los Organismos de Inversión Colectiva (*Collective Investment Schemes*), los cuales hacen parte de los principios directrices de la regulación de mercados definidos por la IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*.³⁵ La influencia de la IOSCO en la legislación colombiana es aún presente y constituye un gran referente para el legislador y para los diferentes actores de la Gestión Colectiva.

Es entonces pertinente precisar los principios que la legislación colombiana evoca:

- “*Primer Principio. El sistema regulatorio debe fijar normas para conceder autorizaciones o licencias y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva. Conforme a este principio, la operación de instituciones de inversión colectiva requiere licencia previa de parte del Estado, para cuyo otorgamiento deben existir criterios claros sobre la aptitud para gestionar tales instituciones, con miras a la protección de los inversionistas...*
- “*Segundo Principio. El sistema regulatorio debe establecer normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes... para permitirles a los inversionistas evaluar sus intereses y derechos y asegurar que el conjunto de los fondos de ellos se diferencie y esté segregado de los activos de otras entidades, en orden a lo cual es importante contar con custodios independientes y calificados.*

³⁵ Comparar. Varón Palomino, Juan Carlos. « Portafolios de inversión : la norma y el negocio » Ed. Temis. 2008. P. 14

- *Tercer Principio. La regulación debe exigir la difusión que sea necesaria a efectos de evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversionista concreto y el valor de la participación del inversionista en dicha institución.*
- *Cuarto Principio. La regulación asegurará que exista una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio, y también para el rescate de participaciones de cada institución de inversión colectiva. La regulación debe asegurar que los activos totales de las instituciones de inversión colectiva estén valorados adecuadamente, y que el valor neto de liquidación de la cartera se calcule correctamente... este principio más que una protección para el inversionista, vela por una igualdad a nivel de los prestadores de este tipo de servicios.*³⁶

Finalmente, la tercera etapa del desarrollo legislativo colombiano, se instaura gracias al crecimiento de la industria de la Gestión Colectiva. Según un análisis documentado realizado por Ramírez Córdoba³⁷, el desarrollo y ampliación del sector en la economía colombiana se debe a tres variables: el volumen patrimonial gestionado, el número de inversionistas y el número de vehículos en el mercado.

En cuanto al volumen patrimonial gestionado, este pasa de \$728.000 millones de pesos en 1995 a \$41 billones de pesos en 2012, un crecimiento de cerca de 57 veces el valor inicial. Este crecimiento constante se interrumpió únicamente en 2006 y 2007 debido a la crisis internacional. Sin embargo, en 2008 se corrigió rápidamente gracias al retorno de la inversión extranjera.

El número de inversionistas en 1995 era de cerca de 6000 mientras que en 2012 sobrepasó el millón. Según Ramírez, este fenómeno se debe a “la entrada de capital extranjero que prefiere los mercados emergentes menos afectados por las crisis internacionales, como es el caso de Colombia.”³⁸

La última variable, consistente en el número de vehículos en el mercado, también tuvo un crecimiento representativo pasando de 49 Carteras Colectivas en 1995 a 234 en 2012.

Con un crecimiento extraordinario de este tipo, los decretos de 2007 y 2010 se tornan obsoletos, pues no canalizan el suficiente ahorro hacia las empresas colombianas y

³⁶ Ibid.

³⁷ Comparar. Ramírez Córdoba, Gloria Lucía. « La inversión colectiva en Colombia : caracterización y análisis ». Revista soluciones de Postgrado EIA, Número 9. P. 13-37. Medellín, Julio – Diciembre de 2012. P. 23

³⁸ V. Ramírez Córdoba, Gloria Lucía. « La inversión colectiva en Colombia : caracterización y análisis ». Revista soluciones de Postgrado EIA, Número 9. P. 13-37. Medellín, Julio – Diciembre de 2012. P. 23

no cuentan con la debida armonización con las reglas de los mercados internacionales. Una estandarización de conceptos y una debida clasificación de los fondos de inversión se vuelven necesarios para la evolución de la Gestión Colectiva en Colombia. Situación que cambia a través del Decreto 1242 de 2013, mediante el cual se transforman las Carteras Colectivas en Fondos de Inversión Colectiva – FIC. El objetivo principal del Decreto es por tanto dinamizar y modernizar la industria.

El Decreto 1242 de 2013 busca además la accesibilidad de toda la población a los FIC, presentando la Gestión Colectiva como un mecanismo eficiente y seguro del ahorro en el mercado de capitales. Igualmente, permite la especialización de las diferentes actividades necesarias para el funcionamiento de los FIC, tales como la gestión, administración, distribución o comercialización y la conservación de los activos. Lo anterior con el fin de reducir los costos para los inversionistas potencializando así su acceso a este tipo de productos.

Se introduce entonces la figura del custodio de valores o de títulos, según la cual cada fondo deberá contar con una sociedad fiduciaria encargada de realizar la actividad de conservación de los activos, lo cual armoniza la legislación colombiana con las normas internacionales.³⁹ Esta figura es completamente reglamentada por el Decreto 1243 de 2013 que acompaña la reforma de los FIC.

En efecto, la modernización de la industria colombiana consiste en crear economías de escala y diversificar con el fin de encontrar nuevos mercados. Las metas de la nueva legislación son: promover la profundización del mercado, la protección al inversionista, impulsar la especialización y estar alineada con los estándares internacionales.

Asimismo, los Decretos de 2013 incitan a la creación y mantenimiento de los FIC, lo cual muestra el interés del legislador no solamente por la protección y accesibilidad de los inversionistas, sino también por impulsar el incremento de vehículos que ofrecen servicios de Gestión Colectiva en el mercado.

Varias medidas han sido tomadas en ese sentido, por ejemplo, el procedimiento para autorizaciones o licencias se ha simplificado para aquellos que invierten en los activos

³⁹ Comparar. « Decretos de Fondos de Inversión colectiva buscan mayor seguridad y desarrollo del mercado de valores ». Ministerio de Hacienda. Junio 2013

tradicionales como acciones y obligaciones, pues es posible crear familias de fondos para este tipo de productos.

Teniendo en cuenta las afirmaciones precedentes, se encuentra que ambos marcos normativos sufrieron grandes cambios en 2013. En el caso francés, el marco jurídico encuentra un nivel de complejidad más alto dada la utilización de la figura del reenvío de la legislación francesa a las Directivas Europeas, aunque el CMF sea claro y comprenda la mayoría de disposiciones. Caso contrario al marco jurídico colombiano, el cual se compone básicamente de los Decretos 1242 y 1243 de 2013.

Haciendo un primer análisis desde el punto de vista de la Optimalidad de Pareto, la legislación colombiana se perfila entonces como la más óptima, pues cuenta con un marco legislativo reducido, lo cual permitirá a las Holdings tener un acceso fácil y rápido a las normas relativas a la Gestión Colectiva. La proliferación de normas y reenvíos en el sistema francés por el contrario, obstaculiza el conocimiento de esta normativa por parte de las Holdings. El problema de optimización consiste en la eficacia de las legislaciones en el acceso de las Holdings al conocimiento de las normas en Gestión Colectiva, la solución S^1 será el marco jurídico colombiano y el francés será la solución S^2 . Las dos variantes son: el nivel de acceso de las Holdings y el Número de normas existentes: a mayor número de normas, menos fácil será el acceso de las Holdings.⁴⁰

De ahí que la legislación colombiana se presenta como óptima, pues no puede ser hipotéticamente modificada para aumentar el número de normas, sin menoscabar al mismo tiempo el acceso de las Holdings al conocimiento del sistema. La legislación colombiana en ese sentido es más atractiva para las Holdings que quieran prestar los servicios de Gestión Colectiva.

⁴⁰ V. Anexo 1. Gráfico: La Optimalidad de Pareto, la eficacia del Marco Normativo de la Gestión Colectiva.

II. Los Vehículos de la Gestión Colectiva

La Gestión Colectiva se hace accesible al gran público a través de ciertos tipos de vehículos. Estos vehículos constituyen una herramienta importante para las empresas que buscan reunir capital de los inversionistas para obtener un mayor financiamiento. En consecuencia, se puede encontrar que varios grupos empresariales constituyen este tipo de vehículos a través de sus Holdings como una estrategia de crecimiento. Sin embargo, los vehículos revisten diferentes formas que varían de legislación en legislación.

II. I Los OPC en Derecho Francés

En Derecho Francés los vehículos de la Gestión Colectiva son los Organismos de Inversión Colectiva – OPC⁴¹. La Gestión Colectiva utiliza sumas reunidas o mutualizadas con el fin de adquirir títulos. En contrapartida por estas sumas, los OPC emiten cuotas-parte o alícuotas de su patrimonio.

Anteriormente, se remarcó la importancia de la transposición de la Directiva AIFM en la clasificación de los OPC, para mejor comprensión de este impacto y en general, con el fin de aclarar el universo de los vehículos de Gestión Colectiva en Francia. A continuación se presenta una descripción de dicha clasificación, antes y después de su transposición al derecho francés:

A. Los OPC antes de la transposición de la Directiva AIFM

Previo a la transposición de la Directiva, el artículo L 214-1 del CMF establecía que los OPC estaban compuestos por los siguientes organismos:

1. OPCVM coordinados y no coordinados⁴²
2. Organismos de Titularización – OT
3. Sociétés Civiles de placement mobilier – SCPI
4. Sociétés d'épargne Forestière – SEF

⁴¹ V. Anexos 2 y 3. Tablas recapitulativas Francia para una mejor legibilidad del tema.

⁴² Son considerados como OPCVM coordinados los organismos conformes a la Directiva OPCVM IV, por tanto, los OPCVM no coordinados son aquellos que no entran en el espectro de esta Directiva.

5. Organismes de Placement Collective Immobilier – OPCI

6. Sociétés d'Investissement à Capital Fixe – SICAF

Igualmente, la legislación prevé que los OPC pueden revestir las formas jurídicas de Sociedades de Inversión a Capital Variable - SICAV y Fondos Comunes de Inversión – FCP, Fonds Communs de Placement.

Las SICAV son sociedades dotadas de personalidad jurídica, el capital de la sociedad aumenta automáticamente en cada suscripción de acciones y disminuye en cada operación de compra de acciones existentes. Su duración puede ser ilimitada o condicionada a un evento dónde el inversionista esté seguro de recuperar al menos un mínimo de su inversión.

Los FCP a diferencia de las SICAV son una asociación de hecho sin personalidad jurídica. Es una copropiedad donde el portafolio constituye una propiedad indivisible y común a todos los inversionistas, proporcionalmente al número de partes detentadas. Lo anterior significa que ningún derecho de voto se encuentra atado. La renta distribuida en un FCP consiste en los dividendos de las acciones más los intereses de las obligaciones.

Esta clasificación se centraba en la distinción OPCVM coordinadas y no coordinadas, pues de esta forma, el legislador separaba las disposiciones del CMF aplicables a los OPCVM coordinados de las disposiciones aplicables a los no coordinados. Sin embargo, esta supuesta claridad se desvanecía cuando algunas disposiciones propias de los OPCVM coordinados se extendían a los no coordinados.

B. La nueva clasificación de los OPC

Con la transposición de la Directiva AIFM, el centro del sistema deja de ser la distinción entre OPCVM coordinados y no coordinados y pasa a ser la distinción entre OPCVM y FIA. Teniendo como metas reforzar la legibilidad del marco jurídico francés, instaurar un mercado integrado y facilitar la oferta transfronteriza de los OPC, la transposición de la Directiva permite reorganizar a los OPC en su clasificación, sin afectar el concepto como tal.⁴³

⁴³ La noción de OPC consagrada en el artículo L.214-1 del CMF se limita a una enumeración de organismos que hacen parte de los OPC y no es una definición en sentido estricto.

En otras palabras, el perímetro de los OPC no cambia sino que se reorganiza en su interior: “la noción de OPC fue mantenida, lo cual permite conservar en su estado las referencias al concepto de OPC contenidas en los diferentes códigos”⁴⁴, igualmente las formas de SICAV y FCP son conservadas para los OPC.

Desde entonces, el artículo L. 214-1 consagra la siguiente clasificación:

“I. – Constituent des placements collectifs :

1° Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières agréés conformément à la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, dits « OPCVM » ;

2° Les fonds relevant de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d’investissement alternatifs, dits : « FIA » ;

3° Les placements collectifs autres que ceux mentionnés aux 1° et 2°, dits : « Autres placements collectifs ».

II. – Constituent des organismes de placement collectif :

*1° Les **OPCVM** ; 2° Les **FIA** mentionnés au II de l’article L. 214-24. » -> (FIA). ”⁴⁵*

Es decir, el artículo L. 214-1 del CMF establece dos categorías para los OPC: los OPCVM y los FIA. Los OPCVM coordinados o que entran dentro del espectro de la Directiva OPCVM IV, estarán bajo el título de OPCVM, mientras que los FIA tendrán un sistema un poco más complejo.

La transposición de la Directiva FIA a través del artículo L.214-24 del CMF establece condiciones cumulativas y un método de clasificación dividido en categorías:

« I. – Les fonds d’investissement relevant de la directive 2011/61/ UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, dits « FIA » :

1° Lèvent des capitaux auprès d’un certain nombre d’investisseurs en vue de les investir, dans l’intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d’investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent ;

2° Ne sont pas des OPCVM.

⁴⁴ Code Monétaire et Financier. Edition Dalloz, 2014. Chapitre IV Placements Collectives. Commentaire P.289

⁴⁵ Ibid.

Lorsque le FIA ne délègue pas globalement la gestion des capitaux levés, et sous réserve des dispositions du dernier alinéa du II et des dispositions des 2°, 3° et du dernier alinéa du III du présent article, du second alinéa du III de l'article L. 532-9 et du I de l'article L. 214-167, il doit remplir les conditions applicables aux sociétés de gestion de portefeuille et respecter les dispositions applicables à ces sociétés.

II. – Sont régis par la présente section :

1° Les FIA ouverts à des investisseurs non professionnels régis par la sous-section 2 ;

2° Les FIA ouverts à des investisseurs professionnels régis par la sous-section 3 ;

3° Les fonds d'épargne salariale régis par la sous-section 4 ;

4° Les organismes de titrisation régis par la sous-section 5.

Lorsqu'une société de gestion de portefeuille gère un ou plusieurs FIA relevant des 1° à 4° du présent II dont la valeur totale des actifs, combinée avec les autres actifs qu'elle gère et calculée conformément à l'article 2 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 est inférieure aux seuils mentionnés au IV de l'article L. 532-9, ces FIA n'appliquent pas les dispositions des paragraphes 1, 3, 4 et 5 de la sous-section 1 et leur société de gestion est soumise aux obligations d'information prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Leur société de gestion de portefeuille peut choisir de soumettre ces FIA aux dispositions des paragraphes 1 à 5 de la sous-section 1.

III. – Les FIA qui ne sont pas mentionnés au II sont appelés : « Autres FIA »⁴⁶

Varios elementos se extraen de este artículo:

El primer inciso por ejemplo, presenta las condiciones cumulativas que todos los FIA deben tener: Deben reunir capitales de un mínimo de diez inversionistas, y deben contar con una política de inversión definida previamente.

El segundo inciso hace referencia a cuatro categorías de los FIA, con diferentes criterios de clasificación. En las dos primeras categorías, el criterio consiste en la “elegibilidad o no de los fondos a los inversionistas profesionales”⁴⁷. Aunque la Directiva FIA, no hace referencia a la definición de inversionistas profesionales, a través de la figura del reenvío, la Directiva MIF permite comprender que estos consisten en “un cliente que posee la experticia, los conocimientos y la competencia necesarios para tomar sus propias

⁴⁶ Code Monétaire et Financier. Edition Dalloz, 2014. Article L.214-24.

⁴⁷ Storck, Michel. « La nouvelle classification des Fonds d'investissement alternatif dans le règlement général de l'AMF (Livre IV) » Revue de droit bancaire et financier, LEXIS NEXIS, les revues Jurisclasseur. No. 2 Mars-Avril 2014. Pag. 79.

decisiones de inversión y evaluar correctamente los riesgos que asume”⁴⁸. En ese sentido, la primera categoría comprende los FIA abiertos a los inversionistas no profesionales y la segunda, los FIA abiertos a inversionistas profesionales.

La primera categoría se compone de las siguientes sub-categorías: todos los fondos de inversión de gran público salvo los OPCVM, se trata de fondos de vocación general, OPCI, SICAF, SCPI, SEF, FCPR/FCPI/FIP y fondos de fondos alternativos.

La segunda categoría está compuesta por fondos profesionales de vocación general, OPCI profesionales, fondos profesionales especializados y fondos profesionales de capital de inversión. La tercera y cuarta categoría son los fondos de ahorro salarial y los OT. En resumen, los FIA constituyen la mayoría de los OPC regulados por el antiguo artículo L214-1 del CMF y no regidos por la Directiva OPCVM IV.

El legislador sin embargo, no se queda en la dicotomía OPCVM/FIA sino que aprovecha para introducir una tercera distinción consistente en los Otros FIA o FIA por objeto. Así, los vehículos de inversión que hasta ahora no habían sido regulados, son reconocidos por el legislador con el fin de ubicarlos bajo el control de la AMF. Los Otros FIA son organismos que no derivan ni de la Directiva OPCVM IV ni de la Directiva AIFM, su clasificación como FIA depende de su análisis detallado:

*“El criterio de clasificación principal recae sobre el análisis desde un punto de vista económico del objeto del vehículo: si el objeto consiste en reunir capitales para invertirlos de acuerdo a una política de inversión definida, el vehículo de inversión será un FIA; Si el vehículo es tan solo un marco destinado a facilitar la explotación en común de uno o varios activos detenidos colectivamente, no será un FIA.”*⁴⁹

En otras palabras, si el objeto del vehículo es una inversión financiera, es un FIA, y contrariamente, si el objeto es explotar un activo detenido colectivamente, éste no es un FIA.

⁴⁸ Annexe II de la directive MIF

⁴⁹ Code Monétaire et Financier. Edition Dalloz, 2014. Article L.214-24. Commentaire. P.322

II.II Los FIC en Derecho Colombiano

En Colombia, los vehículos de la Gestión Colectiva igualmente sufrieron grandes cambios en 2013⁵⁰. De Carteras Colectivas se pasa a Fondos de Inversión Colectiva. Aunque el concepto queda intacto, su clasificación y estructuración fueron transformados.

A. Las Carteras Colectivas

El Decreto 2555 de 2010 establece el concepto de Carteras Colectivas como “todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez la cartera colectiva entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos.”⁵¹. Es una noción general que valoriza el hecho de captar recursos del gran público y administrarlos de forma común. Dicha definición no conllevó modificaciones y se encuentra consagrada en el artículo 3.1.1.2.1 del Decreto 1242 de 2013.

La clasificación de las Carteras Colectivas depende de dos criterios: los parámetros para retirar la inversión o el plazo de recuperación o cobro y las características propias de los activos que conforman el portafolio.

Siguiendo el primer criterio, existen tres categorías:

- Abiertos: Estos vehículos permiten al inversionista el retiro de su inversión en todo momento.
- Cerrados: el retorno de la inversión es hecho únicamente al final de la duración prevista para el vehículo.
- Escalonados: el retorno de las participaciones se hace en los plazos establecidos previamente en el reglamento. El plazo mínimo para este tipo de vehículos es de 30 días.

⁵⁰ V. Anexo 4. Tabla recapitulativa Colombia, para una mejor legibilidad del tema.

⁵¹ Ramírez Córdoba, Gloria Lucía. « La inversión colectiva en Colombia : caracterización y análisis ». Revista soluciones de Postgrado EIA, Número 9. 2012. P. 20

Para el segundo criterio, cinco categorías son establecidas según el tipo de inversión hecho por los vehículos en el mercado monetario, inmobiliario, bursátil, especulador y de margen.

Las formas que una Cartera Colectiva puede revestir son SCB, SAI y SF.

B. Los Fondos de Inversión Colectiva – FIC

El Decreto 1242 de 2013 aportó nuevas figuras a la industria de la Gestión Colectiva en Colombia, haciéndola más dinámica y eficiente según los estándares internacionales. Como se ha afirmado más arriba, las Carteras Colectivas se convierten en Fondos de Inversión Colectiva –FIC, su definición como tal no cambia, aunque es pertinente remarcar que la apelación FIC constituye un término genérico mientras que Carteras Colectivas hacía referencia a un solo tipo de vehículos.

En lo referente a la clasificación de los FIC, la misma sufrió modificaciones importantes: desde la reforma de 2013 los FIC son únicamente abiertos o cerrados. Además se introduce la presunción que todos los fondos son abiertos mientras no exista disposición en contrario dentro del reglamento interno del FIC.⁵²

Los fondos abiertos tienen la posibilidad de disponer de cláusulas de permanencia mínima e incluso establecer penalidades por retorno anticipado. Los fondos cerrados, por su parte, se vuelven un tipo híbrido entre los antiguos fondos cerrados y los escalonados, pues cuentan con la naturaleza cerrada de la obligación de retorno únicamente al final de la duración del fondo, pero al mismo tiempo, pueden introducir los plazos propios de la naturaleza escalonada. Estos plazos de retorno anticipado deben encontrarse establecidos previamente en el reglamento interno y pueden tener una duración mínima de 30 días. Un ejemplo de este tipo de fondos son los Fondos de Capital Privado - FCP.

Una nueva figura en la clasificación de los FIC es igualmente introducida por el Decreto 1242 de 2013: Las familias de fondos. Con el fin de reagrupar varias FIC en una sola familia, las sociedades de gestión tienen la posibilidad de crear familias de fondos.

De esta manera, los fondos que quieren entrar en una familia de fondos autorizada, gozan del beneficio de estar exentos de realizar el procedimiento de

⁵² Decreto 1242 de 2013. A. 3.1.1.2.2

autorización ante la Superfinanciera, pues basta con una notificación por parte de la sociedad de gestión informando sobre la creación del fondo. Dicha notificación debe presentarse en un plazo de 5 días siguientes a la fecha de entrada en funcionamiento del fondo solicitante ante la Superfinanciera.

Los FIC que deseen constituir familias de fondos deben cumplir con las siguientes condiciones⁵³:

“1. Que la totalidad de las inversiones se realicen en bonos y/o acciones inscritos en el RNVE y/o se encuentren listados en sistemas de cotización de valores del extranjero, siempre y cuando no haya operaciones de naturaleza apalancada. La Superintendencia Financiera de Colombia podrá determinar otros valores inscritos en el RNVE o que se encuentren listados en sistemas de cotización de valores del extranjero que puedan incluirse en estas familias.

2. Que se trate de fondos bursátiles que repliquen o sigan índices de mercados reconocidos por la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre y cuando no haya operaciones de naturaleza apalancada.

3. Que se trate de Fondos de Inversión Colectiva inmobiliarios, siempre que cumplan con lo siguiente:

a) La Superintendencia Financiera de Colombia determinará la destinación de los inmuebles y proyectos inmobiliarios en los que deberán invertir los Fondos de Inversión Colectiva inmobiliarios que se pretendan incluir como parte de la respectiva familia de Fondos de Inversión Colectiva;

b) La creación de Fondos de Inversión Colectiva inmobiliarios pertenecientes a familias de Fondos de Inversión Colectiva ya autorizados, deberá ser notificada a la Superintendencia Financiera de Colombia con una antelación no inferior a cinco (5) días respecto de la fecha de la entrada en funcionamiento del respectivo fondo, con el fin de que dicha superintendencia pueda pronunciarse al respecto si lo considera necesario.”

Otras especificaciones propias de las familias de fondos son: los activos de cada fondo constituyen patrimonio independiente y autónomo de los activos de otros fondos que hacen parte de la misma familia; no es posible crear familias de fondos que incluyan otras familias de fondos; las sociedades de gestión deben velar por el cumplimiento de los criterios propios de pertenencia y de profesionalidad de cada fondo adjunto.

En lo referente a las cinco categorías según el tipo de inversión hecho por los vehículos, con la reforma se transforman en solo cuatro: los fondos de acciones y obligaciones (la totalidad de sus inversiones están en acciones u obligaciones inscritos en el

⁵³ Decreto 1242 de 2013. A. 3.1.1.2.5

RNVE), los fondos bursátiles, los fondos inmobiliarios y los Fondos de Capital Privado, los cuales son de naturaleza cerrada y deben destinar al menos dos tercios de la totalidad de sus inversiones a la adquisición de activos diferentes a los inscritos en el RNVE. Es decir que los FCP deben estar conformados por el capital de empresas que no cotizan en bolsa.

Como se puede apreciar, los vehículos de Gestión Colectiva tienen diferentes clasificaciones y categorías en ambas legislaciones. Siguiendo la teoría de la Optimalidad de Pareto, se encuentra que nuevamente la legislación colombiana se presenta como más óptima que la francesa, pues facilita la comprensión del sistema estableciendo una clasificación y categorización simple y de fácil entendimiento.

El problema Pareto-optimal consiste en la eficacia de las legislaciones en la comprensión de los vehículos de Gestión Colectiva por parte de las Holdings, la Solución S^1 consiste en la clasificación colombiana de los vehículos de gestión y la Solución S^2 será la clasificación francesa. Las variables son por un lado, el nivel de comprensión de las Holdings, y por el otro, el número de categorías existentes: a mayor número de categorías, menos fácil el entendimiento por parte de las Holdings.⁵⁴

Así, la legislación colombiana es Pareto-optimal puesto que no puede ser hipotéticamente modificada para aumentar el número de categorías, sin deteriorar al mismo tiempo el conocimiento del sistema por parte de las Holdings. Esta se presenta entonces la más atractiva desde el punto de vista de las Holdings interesadas en crear este tipo de vehículos.

⁵⁴ V. Anexo 5. Gráfico : La Optimalidad de Pareto, la eficacia de los vehículos de Gestión Colectiva.

III. Reglas de Constitución y Funcionamiento

Teniendo como referencia el marco jurídico anteriormente expuesto y los diversos vehículos en Francia y Colombia, a continuación se estudiarán las diferentes reglas de constitución y funcionamiento.

III.I Constitución

Debido al interés general que la Gestión Colectiva reviste, los legisladores deben ser diligentes al momento de establecer las reglas de constitución de los vehículos de este tipo de gestión, ya que es por esta vía que los Estados pueden realizar un control efectivo sobre los organismos que desean captar capital de forma masiva y evitar que personas sin la experticia, diligencia y sin los recursos suficientes, capten recursos del gran público.

Varios legisladores establecen procedimientos de autorización o de licencia a los cuales los actores de la Gestión Colectiva deben estar sujetos de forma previa al ejercicio de sus actividades de captación masiva. Estas reglas son un medio de control ex - ante con el fin de asegurar el profesionalismo de los organismos que van a prestar este tipo de servicios y, un control ex – post ya que permite su registro y seguimiento de las actividades de dichos organismos. En ese sentido, la industria de la Gestión Colectiva se aproxima al sistema bancario por su caracterización de Monopolio del Estado.

Teniendo como meta la protección del ahorro invertido en los productos financieros, la información a los inversionistas y el buen funcionamiento de los mercados financieros, la AMF es, para el caso francés, la autoridad encargada de librar la autorización para las sociedades de gestión o administración. Así, estas sociedades están obligadas a obtener la licencia o autorización para poder ser constituidas.

Un OPCVM sólo puede ser autorizado si la sociedad de gestión previamente ya ha obtenido dicha autorización. Varias condiciones deben cumplirse:

1. Forma jurídica: toda forma de sociedad es permitida bajo reserva del examen de los estatutos y a condición que sus cuentas sean objeto de control legal.

2. Su domicilio social debe estar en Francia⁵⁵.
3. Capacidad financiera: la sociedad de gestión debe contar con un capital inicial que puede ir de 125.000 euros a 10 millones de euros. Además, en todo momento debe poder justificar fondos propios⁵⁶.
4. La identificación de los accionistas, el monto de sus participaciones y toda modificación concerniente a estos temas deben ser debidamente informados a la AMF.
5. Dirección: la sociedad de gestión debe estar efectivamente dirigida por dos personas, quienes deben cumplir con condiciones de honorabilidad y experiencia necesarios⁵⁷. Se permite un solo dirigente cuando la sociedad no gestiona OPCVM, cuando el monto total gestionado es de menos de 20 millones de euros y cuando existe un procedimiento de reemplazo y políticas de remuneración preestablecidas.
6. Programa de actividad: el programa debe precisar las operaciones planteadas y la estructura de su organización para cada uno de los servicios ofrecidos.
7. Adhesión a un mecanismo de garantía con el fin de indemnizar a los inversionistas en caso de indisponibilidad de los instrumentos financieros.

Asimismo, la legislación francesa establece los casos de negación o retiro de la autorización, en razón de las siguientes situaciones:

- La existencia de un nexo de capital o de control directo o indirecto entre la sociedad solicitante y personas que puedan obstaculizar la misión de vigilancia de la AMF.
- La existencia de disposiciones legislativas de un Estado que no haga parte del acuerdo sobre el espacio económico europeo, que igualmente puede obstaculizar la misión de vigilancia de la AMF.

⁵⁵ El domicilio se entiende como el lugar donde la sociedad tiene principalmente su dirección jurídica, financiera, administrativa y técnica.

⁵⁶ Los fondos propios son constituidos por el 0,01% del valor de los portafolios o un cuarto de los gastos generales anuales del ejercicio anterior.

⁵⁷ Debe haber un control de antecedentes judiciales, disciplinarios y administrativos y acreditar experiencia adecuada a sus funciones.

La sociedad de gestión es notificada del otorgamiento o rechazo de la autorización en un plazo de un mes, seguido a la presentación de la solicitud. El silencio de la AMF es equivalente a la autorización, el cual se cuenta finalizado un mes a partir de la prueba de recepción de la solicitud. Para los SICAV y FCO análogos a una OPCVM autorizada, el plazo es de 8 días y bastará con presentar las diferencias entre la OPCVM de referencia y la análoga.

Las sociedades de gestión pequeñas con activos totales de menos de 100 millones o 500 millones de euros si no gestionan fondos que recurren al efecto de palanca o apalancamiento y, para el caso dónde los inversionistas no pueden ejercer derecho de retorno durante 5 años, existe un régimen de excepción, pues estas sociedades aunque tienen obligaciones de registro y transparencia, están exentas de la obligación de obtener la autorización.

Por otro lado, la Directiva OPCVM IV simplifica el procedimiento del Pasaporte Europeo. Este procedimiento permite comercializar las partes de los OPCVM en otros Estados Miembros del espacio económico europeo sin tener que realizar el procedimiento de autorización o licencia en cada uno de los Estados en los cuales se va a comercializar. Actualmente, es suficiente activar el sistema del Pasaporte Europeo con tan sólo una notificación dirigida a la AMF, a la cual la sociedad de gestión adjunta los documentos relativos al OPCVM que se va a comercializar. La AMF se asegura que el expediente esté completo y lo envía a la autoridad competente del Estado miembro donde se quiere comercializar en un plazo máximo de 10 días seguidos a la recepción del expediente. En contrapartida, una notificación de transmisión es enviada al OPCVM, y es desde esa fecha que el OPCVM podrá comercializar sus partes en el Estado receptor.

En el caso de Colombia, igualmente se establece una autorización previa para poder comercializar. Las sociedades administradoras o de gestión de los FIC deben hacer la solicitud ante la Superfinanciera por cada fondo gestionado, o en el caso de las familias de fondos, la solicitud se debe hacer por el primer fondo que constituye la familia.⁵⁸

Para la obtención de la autorización, las sociedades administradoras de los FIC deben cumplir con las siguientes exigencias:

“1. Tener capacidad administrativa e infraestructura tecnológica y operativa suficiente para administrar el respectivo fondo o familia de Fondos de Inversión

⁵⁸ Decreto 1242 de 2013. Artículo 3.1.1.3.1.

Colectiva, o para realizar las actividades de gestión y distribución en caso de no haber sido estas delegadas.

2. Contar con personal idóneo y de dedicación exclusiva para la administración de fondos o familias de Fondos de Inversión Colectiva, exclusividad que únicamente se predicará del gerente del Fondo de Inversión Colectiva

3. Tener una adecuada estructura de control interno.

4. Tener implementado un sistema integral de información del Fondo de Inversión Colectiva o familia de Fondos de Inversión Colectiva.

5. Tener y cumplir con códigos de buen gobierno corporativo, incluyendo un código de conducta, para la administración del Fondo de Inversión Colectiva o familia de Fondos de Inversión Colectiva; en este sentido, las sociedades administradoras deberán adoptar criterios éticos y de conducta encaminados a preservar los derechos de los inversionistas de los Fondos de Inversión Colectiva y las familias de inversión colectiva bajo su administración, incluyendo el establecimiento de reglas claras y concretas que permitan realizar un control a la gestión de los administradores de la misma, sobre el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades asignadas, así como sobre la prevención y administración de los posibles conflictos de interés que puedan afrontar tanto la Sociedad Administradora como sus administradores y funcionarios.

6. Contar con planes de contingencia y continuidad de la operación, cuya finalidad primordial sea prevenir y, en caso de ser necesario, solucionar, los problemas, fallas e incidentes, que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos de procesamiento y conservación, que conforman el sistema integral de manejo y procesamiento de la información de los Fondos de Inversión Colectiva y las familias de Fondos de Inversión Colectiva bajo administración.

7. Contar con un sistema de gestión y administración de los riesgos.

8. Contar con la cobertura de que trata el artículo 3.1.1.3.4 del presente decreto.

9. Contar con una entidad que preste los servicios de custodia de valores en los términos establecidos en el libro 22 de la parte 2 del presente decreto.”⁵⁹

La cobertura se refiere a implementar mecanismos preventivos sobre ciertos riesgos tales como la falsificación de documentos o títulos, el fraude a través de sistemas informáticos y las pérdidas causadas por actos u omisiones de los dirigentes.

Se pueden constatar diversas condiciones de obtención de la autorización a través de las cuales cada sistema legislativo muestra visiones diferentes en lo referente a los objetivos buscados por los legisladores.

⁵⁹ Decreto 1242 de 2013. Artículo 3.1.1.3.1.

En el caso francés, el legislador tiene un mayor interés por la protección de los inversionistas en cuanto al retorno de sus inversiones, pues esto se evidencia en la exigencia de acreditar la capacidad financiera suficiente por parte de las sociedades de gestión. Mientras que para el caso colombiano, las preocupaciones del legislador se centran en la protección del inversionista en materia de transparencia y prevención de riesgos, pues se puede remarcar que la legislación colombiana no hace referencia en las exigencias para la autorización a la capacidad financiera de las sociedades administradoras, sino que se interesa más en regular los mecanismos de gobierno corporativo y prevención de riesgos.

Esta diferencia se presenta, entre otros, debido a las experiencias vividas en cada uno de los países. En Francia, los problemas más severos tienen lugar en el incumplimiento del reembolso de las inversiones a los inversionistas debido al impacto de las crisis internacionales. Por ejemplo, los casos de Madoff y Lehman Brothers tuvieron un gran impacto en la legislación francesa al dar un referente al sistema legislativo mostrando la importancia de la protección financiera de los inversionistas.

En Colombia, la legislación estuvo marcada particularmente por el caso de DMG donde los mecanismos de transparencia, control, prevención de riesgos y necesidad de políticas de gobierno corporativo se hicieron evidentes. Este caso consistió en un escándalo financiero desencadenado por la puesta en marcha de la pirámide de Ponzi⁶⁰, a través de la cual el grupo DMG realizó captaciones masivas de un número muy elevado de inversionistas prometiendo remuneraciones excepcionales.

En Noviembre de 2008, el sistema colapsó quedando ilíquido y dejando a la mayoría de los inversionistas sin posibilidades de recuperar su inversión. El caso involucró gran parte de la población colombiana, razón por la cual el procedimiento para el retorno de la inversión fue bastante complejo e insuficiente considerando los recursos efectivamente devueltos. Además, la concentración de los poderes de gestión y de conservación de activos en cabeza de la Holding DMG facilitó el fraude y dificultó el procedimiento de devolución, pues no existía un órgano independiente encargado de salvaguardar los recursos invertidos que garantizara su retorno a los inversionistas.

El caso de DMG puso en evidencia lagunas en el ordenamiento colombiano en materia de publicidad, transparencia y de información debida a los inversionistas, así como

⁶⁰ La pirámide de Ponzi es un montaje consistente en remunerar las inversiones de los clientes con los fondos provenientes de los nuevos inversionistas entrantes.

vacíos en las estructuras organizacionales de los vehículos autorizados para captar dinero de forma masiva, pues fue un caso que presentó altos niveles de corrupción e ilegalidad.

Las condiciones para otorgar la autorización en Colombia, debieron entonces reforzarse mediante mecanismos internos de prevención de riesgos y gobernanza, más que a través de la capacidad financiera de esos organismos.

III.II Funcionamiento

El mecanismo de funcionamiento de los OPC así como de los FIC, es el mismo: los dos vehículos son constituidos por sumas puestas en común o mutualizadas, dadas por los ahorradores y gestionadas en su nombre por una sociedad administradora o “gestionnaire”. En contrapartida, los ahorradores reciben títulos que representan una alícuota o cuota-parte del total del patrimonio del vehículo. La sociedad administradora en su calidad de profesional, utiliza los recursos para suscribir acciones, obligaciones u otros títulos, en armonía con la política de inversión de cada vehículo.

Particularmente en Colombia, las reglas de funcionamiento se alimentan de varios principios consagrados expresamente por el legislador, incluyendo el principio de profesionalidad⁶¹, según el cual las sociedades administradoras de fondos, deben actuar de manera profesional y con la diligencia debida, exigible a un experto prudente⁶².

El principio de segregación,⁶³ también contenido en la legislación, establece la obligación que los activos propios del FIC deben constituir patrimonio independiente y autónomo de la sociedad administradora y de otros activos que ésta gestiona en virtud de otros negocios.

También son incluidos por el legislador el principio de prevalencia de los intereses de los inversionistas⁶⁴ y el principio de prevención y administración de conflictos de interés⁶⁵. Según este último, las sociedades administradoras deben seguir las normas de *buen gobierno corporativo* y establecer así políticas y mecanismos internos apropiados.

⁶¹ Decreto 1242 de 2013. A. 3.1.1.1.2

⁶² El análisis de la profesionalidad involucra el estudio de la forma de actuar de la sociedad administradora en la selección de las inversiones, independientemente de su éxito. En el caso de una sola inversión, se debe tomar en cuenta el rol de la inversión en la estrategia integral del fondo.

⁶³ Decreto 1242 de 2013. A. 3.1.1.1.3

⁶⁴ Ibid. A. 3.1.1.1.4

⁶⁵ Ibid. A. 3.1.1.1.5

El principio del trato equitativo a los inversionistas con características similares⁶⁶, se refiere a los inversionistas que cuentan con las mismas condiciones objetivas. Según el principio de buen funcionamiento del FIC y de la preservación de la integridad del mercado en general⁶⁷, las sociedades administradoras deben actuar evitando la ocurrencia de situaciones que puedan poner en riesgo la operación y desarrollo normal del fondo, así como la integridad del mercado.

Best execution o el principio de la mejor ejecución del mandato⁶⁸, consiste en que la sociedad de gestión debe velar por ofrecer las mejores condiciones para los inversionistas, teniendo en cuenta las características de las operaciones que se van a ejecutar, la situación del mercado al momento de la ejecución y otros factores involucrados. En ese sentido, las sociedades de gestión, deben realizar los estudios pertinentes en materia de perfil de riesgo por ejemplo, esto con el fin de determinar la inversión más adaptada a cada inversionista y a sus intereses.

En el caso francés, no todos los principios son señalados expresamente por el legislador, pero se encuentran presentes implícitamente a lo largo de la legislación y se evidencia la preocupación del legislador francés por su aplicación en el desarrollo de las actividades de los OPC. Reglas de buena conducta y de prevención de conflictos de intereses están integradas en el marco de las obligaciones de las sociedades de gestión, así como la obligación de Best Execution y de gestión de riesgos.

Adicionalmente, el funcionamiento de los FIC en el sistema colombiano evidencia la preocupación del legislador por introducir la especialización en el mercado financiero.

Luisa Cordoba, analista de “profesionales de bolsa”, refiriéndose a la legislación anterior sugiere que “la diferencia radica en que toda captación de dinero o activos, sean administrados ya sea por una fiduciaria, una comisionista de bolsa o una sociedad administradora de inversión (SAI), debe tener una complementación de comportamientos estratégicos y operativos para evitar riesgos a los inversionistas”⁶⁹. Así, a pesar que solamente las SF, SAI y las SCB pueden realizar la gestión de FIC y, en ese sentido, se evidencia una especialización, se hace necesario acompañar la gestión con una

⁶⁶ Ibid. A. 3.1.1.1.6

⁶⁷ Ibid. A. 3.1.1.1.7

⁶⁸ Ibid. A. 3.1.1.1.8

⁶⁹ Acosta, Sebastián. “Fondos de inversión colectiva, opción menos riesgosa”, La Republica. Janvier 16 2014.

complementación de comportamientos estratégicos y operativos, lo cual se soluciona a través de las familias de fondos.

De esta forma, un fondo que hace parte de una familia de fondos y que se especializa en cierto tipo de activos, se complementa con otros fondos de la familia especializados en otros tipos de activos. En ese sentido, Stella Villegas, presidente de la Asociación de Fiduciarias, explica que “la especialización en las operaciones contribuye a la eliminación de posibles conflictos de interés entre las administradoras”⁷⁰.

Sin embargo, las reglas de funcionamiento varían en cada legislación. A continuación se estudiarán particularmente los órganos y las obligaciones de información al inversionista:

A. Órganos de Administración de los vehículos de la Gestión Colectiva

Un principio de separación es común a los OPC y a los FIC. Según este principio, las funciones de administración y las del depositario deben estar separadas. De un lado, la sociedad administradora se encarga de la gestión de los activos, siguiendo la política de inversión propia del vehículo; y del otro lado, el depositario o custodio de títulos conserva los activos y controla la regularidad de las decisiones de gestión. Este principio es de gran importancia, pues la concentración de estos poderes en un solo organismo puede conducir a fraudes tales como el de Madoff⁷¹ y DMG.

Los órganos que componen los vehículos de Gestión Colectiva, incorporan el principio precedente, además de otras figuras que hacen parte de su estructura organizacional:

En Francia, los OPC se componen de un gerente o sociedad de gestión, el cual establece el fondo y se encarga de su administración general; un consejero, encargado de orientar las inversiones, normalmente es un administrador financiero profesional o gestor de cartera; un colocador principal, el cual coordina la venta de partes de los OPC; un

⁷⁰ Recarte, Janette. « Asofiduciaria valora las últimas indicaciones de la Superfinanciera sobre la actividad de la custodia de las FICs ». Latam Funds People. Julio 7 2014

⁷¹ El caso Madoff, fue un escándalo que tuvo fuertes repercusiones en la legislación francesa. El fraude se cometió utilizando el sistema de Ponzi al igual que en el caso de DMG, a diferencia que fue de proporciones extraordinarias a nivel mundial. Igualmente explotó en 2008.

depositario, quien está cargo de la conservación de los títulos; un agente contable de registros y transferencias; y, por último, un verificador, encargado de realizar los estados financieros, habitualmente es una firma experta contable independiente. Los órganos más importantes al seno de los OPC son entonces la sociedad de gestión y el depositario, ambos considerados como actores de la Gestión Colectiva.

En Colombia, el consejo de administración de la sociedad administradora es considerado como órgano del FIC, se encarga de la definición de la política de inversión y tiene otras funciones propias de la administración del FIC, además, debe definir las actividades de administración que pueden ser delegadas a un administrador externo y delegar funciones de distribución de los FIC a un distribuidor o comercializador especializado.

Otro órgano de los FIC consiste en el Gerente, quien, a diferencia de la legislación francesa, es una persona física nombrada por el consejo de administración de la sociedad administradora o del administrador externo o del administrador extranjero, su función consiste en ejecutar la gestión del portafolio por mandato del órgano encargado de la actividad de administración. Una sola persona puede ser gerente de varios FIC gestionados por la misma sociedad administradora o que hacen parte de una misma familia de fondos.

Un suplente igualmente nombrado por el consejo de administración debe existir, éste ejerce funciones de control tales como la obligación de documentar toda imprecisión detectada en relación con la presentación de informes a los inversionistas y a la Superfinanciera e introducir mecanismos para evitar una reincidencia.

Otros órganos que hacen parte del organigrama de los FIC son: El comité de inversiones (sus miembros son igualmente considerados como administradores), y, un comisario de cuentas o verificado, quien puede ser persona natural o jurídica, independiente o no.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, varias diferencias entre las legislaciones francesa y colombiana se pueden identificar:

En primer lugar, la figura del Gerente en el sistema colombiano no se incluye en la legislación francesa. Dicha figura tiene varias implicaciones a nivel organizacional de los vehículos de la Gestión Colectiva, pues puede representar un costo suplementario para las sociedades administradoras quienes deberán destinar recursos específicamente para

remunerar un solo gerente encargado de la administración. Sin embargo, dicho costo podría amortiguarse si el Gerente administra varios fondos. Por otro lado, es positivo contar con un gerente por cada fondo o cada familia de fondos en vez de una sociedad administradora en general, pues esto representa un grado de especialización más efectivo, ya que una sola persona se especializa en un solo fondo y le será exigida una mayor responsabilidad en su administración.

Otra diferencia entre los órganos de los OPC y los de los FIC yace en las funciones específicas de cada órgano. En ese sentido, la legislación colombiana hace especial mención a las obligaciones que tienen el consejo de administración, el gerente y el distribuidor o comercializador de instaurar mecanismos destinados a evitar que los FIC puedan ser utilizados como instrumentos para el encubrimiento, gestión o utilización de recursos provenientes de actividades ilícitas, con el fin de realizar evasión fiscal o de dar la apariencia de legalidad a comportamientos ilícitos.

Asimismo, el legislador colombiano muestra un interés particular por la prevención del lavado de activos a través de las normas de gobierno corporativo, incluidos los códigos de buena conducta y de control interno. La responsabilidad del consejo de administración, del gerente y del comercializador está fuertemente comprometida en cuestiones relativas a comportamientos ilícitos, generando graves consecuencias para quienes los cometan.

La razón de ser de estas medidas radican en las experiencias colombianas en derecho comercial, pues el derecho societario ha sido frecuentemente utilizado para favorecer las actividades al margen de la ley. Por esto, el legislador no ha escatimado recurso alguno para optimizar las medidas de prevención de la corrupción y lavado de activos.

Teniendo en cuenta la importancia de la figura de los depositarios o custodios en los estándares internacionales, a continuación se prestará especial atención a su rol, así como al principio de separación.

En derecho francés, el depositario es una institución en la cual los inversionistas deben ubicar sus fondos o parte de ellos, para salvaguardar sus economías en toda seguridad, equilibrando las prerrogativas de la sociedad de gestión. El depositario es nombrado por el gerente de una lista hecha por el ministro de la economía, en ella figuran

el Banco de Francia, la Caja de depósitos y consignaciones, establecimientos de crédito, empresas de inversión habilitadas para ejercer la actividad de conservación y salvaguarda de instrumentos financieros, las aseguradoras y las empresas de capitalización.

Sus funciones principales consisten en la conservación de activos y la misión de control. La primera, hace referencia a la conservación de títulos financieros, tales como los títulos de capital emitidos por las sociedades por acciones, obligaciones y las partes o acciones de los OPC. Para los otros títulos y los títulos nominativos puros, la conservación de activos consiste en tomar posesión de los activos del OPCVM, para lo cual el depositario debe establecer registro de las posiciones abiertas que identifican sus características y registrar los movimientos para asegurar su trazabilidad.

La misión de control por su parte, se centra en asegurar la regularidad de las decisiones de los órganos de administración del OPC y velar por el respeto de las disposiciones legislativas y reglamentarias aplicables. El control de la oportunidad de las decisiones de los OPC está por fuera del campo de acción del Depositario. Sin embargo, éste es responsable de todo perjuicio asumido por la sociedad administradora que resulte de la inejecución injustificada o de la mala ejecución de sus obligaciones – responsabilidad civil. Igualmente, es responsable disciplinariamente frente a toda falta a las obligaciones profesionales.

En derecho colombiano, el depositario se presenta bajo la denominación de custodio de títulos. Esta figura es también una novedad introducida por el Decreto 1242 de 2013, necesario para impulsar la industria de la Gestión Colectiva y adaptarla a los estándares internacionales. Según éste, las sociedades administradoras deben contratar el servicio de conservación de activos con una sociedad fiduciaria autorizada por la Superfinanciera.

Este servicio se encontraba consagrado previamente en la legislación colombiana a través del reglamento marco del mercado de valores: “La custodia de valores es una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores”⁷².

⁷² Decreto 2555 de 2010. A. 2.37.1.1.1

El custodio tiene como funciones la conservación de títulos, la administración de derechos económicos y, al igual que en el sistema francés, tiene la misión de control para velar por el respeto de los reglamentos y demás disposiciones legislativas.

Igualmente, debe constatar diariamente la información sobre la correspondencia entre los activos objeto de salvaguarda y los activos efectivamente guardados en el depósito central a título del FIC. Además, debe abstenerse de ejecutar instrucciones del FIC cuando identifique algún riesgo sobre la seguridad de los activos, por ejemplo cuando se da en garantía o se establece un aval sobre uno de los activos del FIC. En esas situaciones, el custodio debe automáticamente reportar el hecho a la Superfinanciera y al Autorregulador del mercado de valores colombiano –AMV.⁷³

A diferencia de la legislación francesa, donde se encuentra una lista clara y taxativa de las entidades que pueden ejercer las funciones del depositario, la legislación colombiana deja abierta la posibilidad a las SCB y SF de realizar estas funciones voluntariamente, esto con el fin de impulsar la figura del custodio de títulos. Estos organismos de tipo privados aunque pueden aportar seguridad a los inversionistas desde el punto de vista del principio de separación, no aportan la garantía suficiente que un organismo del Estado podría aportar.

Se da la impresión entonces que la figura del custodio en Colombia es débil puesto que puede ser ejercida por varias entidades de forma voluntaria y, por tanto, falta de rigor para que en la práctica sea una entidad que efectivamente ejerza la salvaguarda de activos de forma diligente.

B. Información a los inversionistas

La confianza en el sistema y la protección de los inversionistas son esenciales para que haya una efectiva democratización de las finanzas a través de la Gestión Colectiva. El funcionamiento de los vehículos de la Gestión Colectiva así como las funciones de sus órganos deben estar entonces orientados a la transparencia y la claridad de las informaciones entregadas a los inversionistas.

⁷³ Recarte, Janette. « Asofiduciaria valora las últimas indicaciones de la Superfinanciera sobre la actividad de la custodia de las FICs ». Latam Funds People. Julio 7 2014

De esta manera, entre más clara sea la información, la comprensión de los productos ofrecidos será más alta por parte de los inversionistas y mayor será su interés por adquirir los mismos. Igualmente, la información dada es una herramienta de protección, pues constituye medio de prueba para el inversionista.

De ahí que los legisladores buscan establecer reglas estrictas sobre los deberes de información a los inversionistas por parte de los vehículos de Gestión Colectiva. Los documentos exigidos varían de legislación en legislación, pero el objetivo sigue siendo el mismo: asegurar el acceso de los inversionistas a todas las informaciones relativas a sus inversiones, de forma fácil y comprensible y, partiendo de la base que los inversionistas no son profesionales. Con esta información, el inversionista debe poder tomar una decisión con pleno conocimiento de causa.

En Francia, los documentos que un OPC debe proporcionar a los inversionistas son esencialmente el DICI y el prospecto, así como toda otra información solicitada por el inversionista, incluyendo volantes publicitarios. Un principio de coherencia es entonces instaurado para garantizar que todos los documentos tengan la misma información, sin ser incompatibles entre ellos mismos.

Desde el primer contacto con el inversionista, toda información entregada debe guardar la misma línea. Los volantes publicitarios, el DICI y el Prospecto, así como toda otra información suplementaria solicitada, deben ser compatibles. Cada documento está debidamente regulado por el legislador francés:

Los volantes publicitarios deben incluir la información suficiente para que los inversionistas comprendan los riesgos ligados a la inversión. Las reglas relativas a la veracidad, la buena información y las menciones referentes a la duración de la operación, el riesgo de pérdida de capital y la legibilidad se aplican a toda la publicidad en general.

El siguiente documento que normalmente es entregado a los inversionistas es el Documento de Informaciones Claves para el Inversionista – DICI. Este documento se introdujo con la Directiva OPCVM IV y reemplaza el prospectus simplifié o prospecto simplificado de la Directiva OPCVM III. El DICI es un documento legal estandarizado de dos páginas que suministra la información esencial a los inversionistas, con el fin que éstos puedan tomar una decisión con pleno conocimiento de causa.

El DICI es de naturaleza precontractual pero no es propiamente un documento publicitario. Las categorías de información que debe contener son: política y objetivos de inversión, el perfil de riesgo y de rendimiento, los gastos y desempeños anteriores.

Por último, el Prospecto es un documento más completo suministrado por el OPC, consistente en los estatutos de los OPC y las siguientes categorías de información: política y objetivos de inversión, el perfil de riesgo y de rendimiento, el desempeño del OPC en el curso de periodos específicos (evolución y fluctuaciones), la forma como es calculado el valor neto de inventario, en el cual el inversionista puede comparar o vender sus partes del OPC y los gastos.

Las reglas de información a los inversionistas incluyen que los inversionistas deben tener acceso a toda información concerniente a su inversión, tanto de forma previa a la inversión como en el curso de la misma. Toda información debe estar actualizada y debe ser suministrada de forma gratuita.

En Colombia, las sociedades administradoras de los FIC tienen la obligación de actuar transparente, garantizando el suministro de la información fiel, imparcial, completa, exacta, pertinente y útil. Además, deben abstenerse de dar informaciones ficticias, incompletas o inexactas y mantener informados a los inversionistas a cerca de todos los aspectos inherentes al FIC. Toda información debe ser presentada de forma simple y comprensible para los inversionistas y para el gran público en general, cualquier estipulación que limite los derechos de los inversionistas deben ser subrayados y estar en letra fácilmente comprensible.

Los documentos que la legislación colombiana comprende consisten en el reglamento (condiciones generales de los FIC), el Prospecto, el cual debe ser suministrado previamente⁷⁴, la Ficha Técnica, un documento informativo estandarizado que contiene información básica de cada fondo, un extracto de cuenta del inversionista donde están estipulados todos los movimientos de la cuenta de cada inversionista del fondo y, un informe detallado de la gestión de la sociedad administradora, que además incluye los estados financieros del FIC.

Respecto a los fondos que invierten en activos no tradicionales tales como los commodities u otros activos donde el inversionista podría no tener una comprensión total,

⁷⁴ Una vez entregado el Prospecto, se debe dejar una constancia escrita afirmando la recepción, aceptación y comprensión de la información suministrada.

el Decreto establece la obligación de dar un consejo especializado e individual a cada inversionista⁷⁵.

Haciendo una comparación entre las legislaciones francesa y colombiana, se pueden encontrar diversos elementos interesantes. En cuanto a las normas de constitución por ejemplo, se encuentra que el enfoque francés difiere del colombiano en las condiciones para la obtención de la autorización. Para la legislación francesa la protección al inversionista se hace mediante condiciones de capacidad financiera, mientras que para la legislación colombiana, se hace a través del establecimiento de condiciones que buscan la prevención de actividades ilegales, la corrupción y el lavado de dinero.

En lo que concierne a la Optimalidad de Pareto, se puede afirmar entonces que la legislación francesa se torna más efectiva desde el punto de vista del inversionista, pues garantiza una protección directa asegurando el retorno de sus inversiones.

Respecto a las normas de funcionamiento, se identifica en la legislación colombiana un órgano suplementario bajo la figura de Gerente, figura que la legislación francesa no consagra, pues el gerente en derecho francés es la misma sociedad de gestión, mientras que en derecho colombiano es una persona natural que actúa bajo las instrucciones de la sociedad administradora. Esto implica un costo adicional para las FIC, pero al mismo tiempo permite un grado de especialización más alto, lo cual hace la gestión más efectiva. En ese sentido, la legislación colombiana es más efectiva que la legislación francesa.

Sin embargo, en cuanto a la figura del depositario o custodio de títulos, es el depositario quien se torna más atractivo, pues el legislador francés cuenta con una lista taxativa de entidades autorizadas para prestar este tipo de servicio que incluye entidades del Estado, lo cual da una mayor seguridad para los inversionistas en lo referente a garantizar el retorno de sus inversiones.

Teniendo en cuenta las afirmaciones precedentes, la Optimalidad de Pareto se daría de la siguiente manera: El problema de optimización **P** consistiría en la eficacia de las normas de constitución y de funcionamiento de los vehículos de la Gestión Colectiva. La solución **S**¹ sería la legislación colombiana y la solución **S**² sería la legislación francesa.

⁷⁵ Comparar. “¿Todo lo que un inversionista debe saber sobre los Fondos de Inversión Colectiva!”. Autorregulador del mercado de valores de Colombia. 2013

De un lado, se encontraría la variante de los intereses de los inversionistas y, del otro lado, las obligaciones de los vehículos⁷⁶. En cuanto a las obligaciones, se encuentra que ambos países tienen obligaciones diferentes pero en igual número aproximadamente. En lo referente a los intereses de los inversionistas, la legislación francesa tiende a velar por una mayor protección de los inversionistas que la colombiana, por eso es la más eficaz.

Esto significa que ningún cambio en la legislación francesa podría hipotéticamente mejorar los intereses de los inversionistas sin deteriorar al mismo tiempo las obligaciones de los vehículos de la Gestión Colectiva.

Por último, desde el punto de vista meramente jurídico, se encuentra que el nivel de desarrollo de los países no tiene un impacto importante en materia de estructuración y organización de las legislaciones. La legislación francesa como país desarrollado, no presenta grandes diferencias con la legislación colombiana, quien a pesar de su nivel de desarrollo, trata de ajustar la industria de la Gestión Colectiva a los estándares internacionales.

Una visión diferente nos ofrece el punto de vista económico y financiero, pues el mercado colombiano falta de madurez, tal y como se pudo evidenciar en las deficiencias de la figura del custodio de títulos, mientras que la legislación francesa cuenta con una estructura fuerte que ofrece mayor seguridad al inversionista.

⁷⁶ V. Anexo 6. Gráfico: La Optimalidad de Pareto, la eficacia de las reglas de constitución y funcionamiento de Gestión Colectiva.

Segunda parte: El rol de la Gestión Colectiva en las holdings

Es esencial recurrir a los mercados financieros para el crecimiento tanto interno como externo de las empresas, pues es una forma muy poderosa de atraer financiación, la cual depende del dinamismo del mercado. Teniendo en cuenta la naturaleza a veces estacionaria de los mercados, es necesario para las empresas recurrir a los mercados y utilizar todas las herramientas dinámicas del mercado que permiten reunir capital de forma más efectiva.

Es el caso de la Gestión Colectiva, una industria activa que permite canalizar los recursos propios del ahorro hacia la producción de las empresas en el sector privado, “en el plano macroeconómico, los portafolios de inversión son vehículos mediante los cuales se canalizan recursos de inversión hacia actividades productivas, para cumplir diversos propósitos sociales y económicos”⁷⁷.

Entonces, se torna pertinente analizar hasta que punto la Gestión Colectiva puede constituir una estrategia para las Holdings, teniendo en cuenta que éstas juegan un rol casi exclusivamente financiero, administrando las participaciones financieras al seno del grupo empresarial, “se considera que el régimen de la Holding favorece la movilización y el rendimiento del capital, la política de inversión del grupo, la apreciación de los resultados obtenidos por las sociedades operacionales, las operaciones de fusión de intercambio de participaciones y la descentralización de las responsabilidades”⁷⁸.

Previamente se realizó una aproximación comparativa de las legislaciones en Gestión Colectiva de los países con un nivel de desarrollo diferente particularmente Francia y Colombia. Partiendo de esta base, a continuación se procederá al estudio del rol de la Gestión Colectiva en las Holdings, analizando en una primera parte la Holding como instrumento de gestión (I), para enseguida definir las ventajas (II) y los riesgos (III) de la Gestión Colectiva, según cada una de las legislaciones estudiadas y desde el punto de vista de las Holdings interesadas en prestar este tipo de servicios. Finalmente, se realizará un análisis de la aplicación de las teorías de la Optimalidad de Pareto y del juego de suma cero (IV).

Manteniendo el espíritu del análisis de la Gestión Colectiva como una estrategia de las Holdings, y teniendo en cuenta que todo análisis estratégico de parte de las empresas involucra la inclusión de todos los factores y variables posibles que puedan potencialmente afectar sus decisiones, las ventajas y los riesgos de la Gestión Colectiva para las holdings

⁷⁷ V. Varón Palomino, Juan Carlos. « Portafolios de inversión : la norma y el negocio » Ed. Temis. 2008. P. 3

⁷⁸ C. Mémento pratique, Francis Lefebvre. Groupes de sociétés. 2009-2010. P. 80 (805)

no pueden ser estudiados desde el punto de vista meramente jurídico. Por tanto, el siguiente análisis comprenderá las variables propias de las economías, del sector financiero y de la vida de los negocios que confluyen en los países bajo estudio.

I. La holding: Un instrumento de gestión

Con la finalidad de aumentar los rendimientos y mantener la competitividad en los mercados, las empresas están constantemente en la búsqueda de nuevas herramientas y mecanismos. La organización jurídica así como las estrategias, se articulan alrededor de los objetivos económicos. La administración óptima y el crecimiento externo e interno, son esenciales para el desarrollo estratégico de las empresas.

La Holding se presenta entonces como una herramienta atractiva para alcanzar estos objetivos ligados a la administración óptima de las empresas. “ La Holding se define como una sociedad en la cual el objeto social es específico. La capacidad jurídica de la holding consiste en efecto *“en adquirir o reunir las partes o acciones de otras sociedades, con el fin de administrarlas y de asegurar el control”*. La especificidad de la holding se traduce así en la composición de su activo: se encuentran solo títulos de otras sociedades”.⁷⁹

El concepto de control es fundamental para comprender la diferencia entre una holding y una sociedad de gestión de portafolios. La sociedad de gestión administra las participaciones minoritarias detenidas en otras sociedades, mientras que la holding “no detenta simples participaciones, ella controla las sociedades de los títulos que figuran en su activo.”⁸⁰.

Las holdings tienen diversas clasificaciones entre las cuales se encuentra la holding financiera, industrial o mixta y la distinción entre holdings puras e impuras:

Las holdings financieras son aquellas que tienen un enfoque únicamente financiero y que administran participaciones minoritarias en las cuales solo la rentabilidad cuenta, también pueden tener el rol central de tesorería. Caso contrario a las holdings industriales las cuales están organizadas alrededor de un oficio específico. Habitualmente, las holdings revisten un carácter mixto dónde mantienen a la vez una actividad financiera y una actividad industrial.

⁷⁹ Hollander, Maxime. « Les intérêts de la holding professionnelle, Actes pratiques et stratégie patrimoniale ». Revue trimestrielle Lexis Nexis Jurisclasseur Juillet-Aout-Septembre 2013 P. 5

⁸⁰ Ibid.

Las holdings puras son aquellas que únicamente tienen participaciones en su activo, mientras que las holdings impuras pueden desarrollar ellas mismas una actividad industrial o tener el rol de holding animadora.

Las holdings animadoras son sociedades que participan activamente en la dirección de la política del grupo, el control de las filiales y, prestan a título puramente interno los servicios administrativos, jurídicos, contables o financieros. Esto es de especial interés en términos de Gestión Colectiva ya que una holding animadora puede constituir un OPC o un FIC para reunir financiamiento para la totalidad del grupo, tal vehículo de Gestión Colectiva sería entonces un medio para que las holdings puedan acceder a los mercados.

La holding es por tanto, un procedimiento de organización más que una categoría jurídica particular, ésta permite una neta disociación entre el haber y el poder, es entonces un instrumento de organización y de gestión financiera de los grupos empresariales.

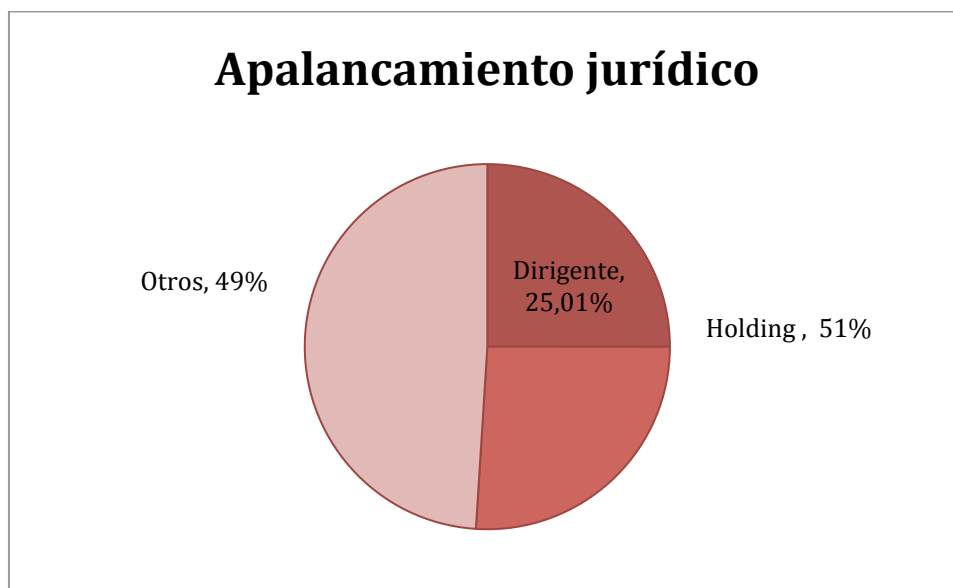
I.I Herramienta de Organización

La creación de una holding se hace en efecto por que frecuentemente al seno de una sociedad se encuentra que varios accionistas tienen convergencia de puntos de vista. Es por esto que aportan sus títulos a una holding creada para fijar estatutariamente las reglas de juego entre ellos, y asegurar cierta cohesión en todo lo referente a la administración de la empresa. Esto significa que los mencionados accionistas, utilizando una holding, van a asegurar la toma de control de la sociedad a través de la cual construyen una unidad financiera y contribuyen a crear un conjunto económico solido con el fin de enfrentar las dificultades del mercado.

Las holdings pueden ser creadas desde arriba o desde abajo. La creación desde arriba consiste en una persona natural que posee directamente participaciones en sociedades que ejercen diferentes actividades en las cuales la autonomía jurídica está preservada. Las participaciones son cedidas a la holding, así estas se reagrupan bajo una estructura jurídica única. De forma contraria, en el caso que la sociedad de origen aporta cada actividad a una nueva sociedad llamada filial y que en retorno, ésta recibe los títulos de sus filiales, se da la creación desde abajo.

“La holding facilita financiera, jurídica y fiscalmente el repunte de la empresa, gracias a los famosos apalancamientos que ésta atañe”⁸¹, el apalancamiento puede ser de naturaleza fiscal, financiero o jurídico. El apalancamiento jurídico consiste en el control de una sociedad ejercida por un dirigente⁸² sin que éste detenga la mayoría de los títulos que componen el capital social.

Una persona controla una sociedad cuando detiene la mitad más uno de los derechos sociales, a través de una holding. Para asegurar el control de una sociedad adquirida, es suficiente que el dirigente detenga la mitad más uno de los títulos que componen el capital social de la holding, quien a su vez detiene la mitad más uno de una sociedad adquirida (51%), mientras que en realidad posee solo el 25,01% del capital social de la sociedad adquirida.⁸³ La disociación entre el haber y el poder es entonces claro.



El apalancamiento financiero es una consecuencia directa del apalancamiento jurídico. Este permite al dirigente minimizar su aporte para tomar el control de una sociedad operacional, tal y como se evidenció en el apalancamiento jurídico, el dirigente

⁸¹ Ibid.

⁸² La palabra dirigente hace referencia a la sociedad matriz en cabeza del grupo que busca crear la holding.

⁸³ C. Hollander, Maxime. « Les intérêts de la holding professionnelle, Actes pratiques et stratégie patrimoniale ». Revue trimestrielle Lexis Nexis Jurisclasseur Juillet-Aout-Septembre 2013 P. 5

aporta solamente 25,01% en lugar de aportar el 51% del valor de los títulos realmente adquiridos. Igualmente, la holding también,

“permite al adquirente de redoblar su capacidad crediticia y correlativamente de reducir su aporte personal para tener el control de una sociedad. El montaje es el siguiente: la holding compra los títulos de la sociedad operacional adquiriendo un crédito, el cual será reembolsado con los dividendos distribuidos por la dicha sociedad operacional... gracias a la adquisición del crédito, la capacidad financiera necesaria para el adquirente, se reduce considerablemente, tanto que el crédito será más fácilmente reembolsable por la holding gracias al apalancamiento fiscal”⁸⁴

El apalancamiento fiscal permite al dirigente favorecerse de impuestos reducidos sobre los dividendos obtenidos por la sociedad adquirida. “El dividendo neto recibido por la sociedad holding es más elevado que si hubiera sido percibido por el adquirente directamente”⁸⁵.

La Holding como herramienta de organización, permite tener una administración más simple. Por ejemplo, permite consolidar el poder del dirigente, dándole la prerrogativa de redactar los estatutos de la holding a su iniciativa, y de esta manera retiene el control de las filiales, sin perturbar ni el funcionamiento ni el atractivo de la sociedad operacional. Prerrogativa compleja de poner en marcha en el caso de una sociedad operacional dónde el accionariado está compuesto de fondos de inversión.⁸⁶

Igualmente, la holding permite la estabilización del accionariado del grupo. Así, la dispersión del capital se torna mucho más difícil puesto que las reglas de transmisión y salida de derechos sociales están previamente establecidos por el dirigente. En el caso de una implementación de la Gestión Colectiva en el grupo, la holding permitirá mantener el control de las diferentes sociedades que integran el fondo, de esta forma el porcentaje disponible al público será siempre menos de la mitad del capital total, asegurando el control de la holding sobre sus sociedades.

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ Ibid.

Es pertinente remarcar que las holdings como instrumentos de organización están sujetas a obligaciones especiales consagradas en las legislaciones. El principio de independencia, específicamente, tiene una aplicación particular para las sociedades administradoras pertenecientes a un grupo empresarial. Al seno de un grupo, la independencia es más difícil de mantener puesto que “esta pertenencia a un grupo permite a la sociedad administradora economizar mediante la puesta en común de medios, personal y delegaciones con la sociedad matriz u otras sociedades del grupo... Dicha independencia es en efecto primordial para permitirle actuar en pro del interés de los accionistas de los fondos que administra”⁸⁷.

I.II Herramienta de gestión financiera

La holding ofrece igualmente facilidades de tesorería. En el caso que el grupo empresarial cuente con varias estructuras en las cuales los rendimientos financieros sean diferentes, es posible que a través de la holding, una sociedad con excedentes de tesorería preste dinero a una sociedad del mismo grupo que necesite recursos. La holding juega entonces el rol de prestamista – prestatario. Es importante establecer solidaridades financieras en los grupos empresariales que permitan realizar nuevas inversiones o simplemente enfrentar tiempos de crisis.

Estos movimientos financieros al seno del grupo están permitidos en la convención de tesorería o convención omnium, la cual permite poner en marcha un pool de tesorería. Sin dicha convención, estos movimientos constituyen una infracción a las reglas propias del monopolio de los bancos⁸⁸.

“Esta convención permite en efecto diseñar, al seno del grupo empresarial, una sociedad llamada “pivot” o eje, quien tendrá por misión colectar los excedentes de tesorería proveniente de las sociedades beneficiarias, para repartirlas enseguida entre las otras sociedades del grupo que tengan necesidades de financiamiento”⁸⁹, la sociedad pivot puede

⁸⁷ V. Riassetto, Isabelle. « Les conséquences de l'appartenance d'une société de gestion de portefeuille à un groupe sur l'exécution de ses obligations professionnelles ». Bulletin Joly Bourse, Mars 2014 - No. 3. P.137

⁸⁸ V. CMF art. L 511-5

⁸⁹ V. Hollander, Maxime. « Les intérêts de la holding professionnelle, Actes pratiques et stratégie patrimoniale ». Revue trimestrielle Lexis Nexis Jurisclasseur Juillet-Aout-Septembre 2013 P. 7

constituir una centralización de tesorería o cash pooling con el fin de reagrupar las finanzas de las sociedades del grupo en una sola cuenta.

El interés de tal centralización reside en el hecho que ella permite asegurar una política general y coherente de financiamiento e inversión al interior del grupo empresarial. Una sociedad pivot permite a la holding identificar las necesidades financieras de sus filiales, centralizar los excedentes de tesorería de los miembros del grupo, realizar prestamos intragrupo, y, en general, optimizar la gestión de la tesorería a través de sistemas de inversión.

En lo concerniente a la Gestión Colectiva, esta facilidad es particularmente interesante, pues la Gestión Colectiva se vuelve más atractiva ya que permite reunir capitales de los ahorradores y distribuir este rendimiento entre las diferentes filiales, en lugar de recurrir a un préstamo o crédito.

La legislación francesa en Gestión Colectiva, cuenta con una especificidad a este respecto: “la gestión centralizada de tesorería al seno del grupo y los prestamos autorizados a otras filiales en dificultades, no deben poner en riesgo la estructura financiera de la sociedad de gestión”⁹⁰. Así, los movimientos financieros al interior de una holding están permitidos mientras que no pongan en riesgo los fondos propios de la sociedad administradora, quienes están obligadas por ley a demostrar en todo momento un nivel mínimo de fondos propios y de medios financieros adaptados y suficientes.⁹¹

Por último, teniendo en cuenta que la distribución de dividendos es una preocupación para los accionistas, debe hacerse una distinción entre los accionistas minoritarios y los accionistas mayoritarios. Para los accionistas minoritarios, el interés predominante es tener acceso a la distribución de dividendos, mientras que para los accionarios mayoritarios, el interés se centra en el crecimiento de la empresa, y la consecuente reinversión de los dividendos. Estos fondos serán utilizados por la holding bajo la forma de prestamos o aumento de capital de sus filiales para impulsar el crecimiento interno, o por la vía de la adquisición de otras participaciones para incitar el crecimiento externo.

⁹⁰ V. Storck, Michel. « Gestion de fonds propres dans le cadre d'une gestion centralisée de trésorerie au sein d'un groupe ». Bulletin Joly Bourse, Mars 2014 - No. 3. P. 134

⁹¹ V. Condiciones para la autorización en la legislación francesa anteriormente descritas.

Esta reinversión de dividendos puede asimilarse también a los recursos reunidos por la Gestión Colectiva, así, la holding aprovechará sus rendimientos para impulsar el crecimiento interno y externo del grupo. Es entonces un instrumento de crecimiento a través de su gestión financiera.

II. Ventajas de la Gestión Colectiva

II.I Enfoque económico y financiero

En primer lugar, es pertinente señalar que las ventajas de acudir a los mercados para una holding en general, se aplican igualmente a la Gestión Colectiva. En ese sentido, acudir a los mercados permite la ampliación de los accionarios y luego el aumento del capital. De esta forma, la empresa cruza una etapa importante en su desarrollo aportando financiación, sea a favor de su crecimiento externo o interno, sea para ayudarla en tiempos de crisis.⁹² Un ejemplo de este tipo de beneficios fue experimentado claramente en la industria automotriz en el caso Ford vs Chrysler, anteriormente expuesto.

Al recurrir a los mercados a través de la Gestión Colectiva, la holding se beneficia de un capital móvil que aporta liquidez, pues puede ceder títulos a un número mayor de inversionistas sobre la base de un precio debidamente establecido según las reglas de los vehículos de la Gestión Colectiva, evitando así que los títulos no sean en absoluto móviles o líquidos o que su precio quede sometido a la voluntad de los asociados.

Asimismo, la distribución de títulos al gran público permite reducir el riesgo de los asociados, dispersándolo entre numerosos inversionistas, sin tener que modificar profundamente la estructura de poder y de control de la holding.⁹³

El carácter democratizador de las finanzas de la Gestión Colectiva hace que la misma aporte dinamismo a los mercados. Este dinamismo facilita a las holdings el levantamiento de capitales de un número mayor de inversionistas. Así, la Gestión Colectiva se acompaña de una alta diversificación de inversionistas, lo cual significa la reducción de riesgos asumidos por los miembros del grupo, particularmente la holding. Por ejemplo, si el portafolio está concentrado en pocos inversionistas, la exclusión de uno de ellos podría influenciar negativamente al vehículo de Gestión Colectiva.

La holding puede mantener el control sobre todas las filiales, ofreciendo un porcentaje minoritario del capital de cada una de las filiales a inversionistas diferentes, dando respuesta al mismo tiempo a las necesidades de financiamiento del grupo. De esta forma, los inversionistas que provienen de la Gestión Colectiva constituyen siempre una

⁹² C. Conso, Pierre et Farouk Hemici. « Gestion Financière de l'entreprise » 11eme Édition. Editions Dunod. P. 541

⁹³ Ibid.

minoría diversificada que aportará a la holding el capital que necesita. La dinámica que la Gestión Colectiva representa hace que sea más fácil para la holding reunir capitales, en lugar de buscar financiamiento en los establecimientos bancarios a través de la solicitud de un crédito o su endeudamiento.

Por último, la Gestión Colectiva tiene la ventaja de crear un nuevo nicho de negocios para las holdings, pues una entrada adicional para ella puede deducirse de la prestación de los servicios de la Gestión Colectiva, ya que en toda prestación de servicios de gestión de portafolio, el prestatario tiene derecho a una compensación por los servicios prestados. La holding tiene entonces la posibilidad de atraer nuevas fuentes de recursos provenientes de la prestación de servicios de Gestión Colectiva, cuando el grupo de sociedades explota actividades diferentes a las de gestión de portafolio.

A. La industria francesa de la Gestión Colectiva

La economía francesa ofrece a la industria de la Gestión Colectiva condiciones favorables a su propio desarrollo y crecimiento. La capacidad de ahorro de su población es suficientemente grande para hacer de esta industria, una de las primeras en canalizar recursos hacia la producción de las empresas francesas.

Francia ofrece a las holdings que deseen incursionar en la Gestión Colectiva un mercado maduro y organizado que en consecuencia aporta confianza. El mercado financiero francés por sí solo es un instrumento de seguridad y estabilidad gracias a su calificación financiera de las principales agencias internacionales. Aunque su calificación haya pasado de AAA a AA en 2014⁹⁴ y aún se mantenga esta perspectiva negativa, el mercado francés sigue siendo de alta calidad.

B. La industria colombiana de la Gestión Colectiva

En el caso de la industria colombiana de la Gestión Colectiva, ésta no cuenta con la madurez de la industria francesa. Sin embargo, el mercado financiero colombiano al ser

⁹⁴ C. Le Figaro. « S&P confirme la note de la France mais trouve le gouvernement trop optimiste » 25 Avril 2014

relativamente pequeño permite una mejor comprensión de parte de las holdings y presenta cierta permeabilidad ante las crisis internacionales.

Asimismo, la economía colombiana ofrece grandes posibilidades para las holdings, dado el boom económico actual: La calificación de las agencias internacionales mejoró y la capacidad del ahorro está en aumento gracias al crecimiento económico del país.

Según el Fondo Monetario Internacional, la economía colombiana goza de buena salud y hace hincapié en la repunta del crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2013, la reducción de la tasa de desempleo y la estabilidad bancaria.⁹⁵

La potencialidad de la industria de la Gestión Colectiva se refuerza por los factores económicos favorables al punto que puede constituir un nicho de negocios para las holdings muy atractivo.

II.II Enfoque jurídico

Las ventajas de la Gestión Colectiva para las holdings, según el enfoque jurídico, será abordado desde el punto de vista de las legislaciones materia del presente estudio. En ese sentido, se encuentra que aunque ambas legislaciones se encuentran acordes a los estándares internacionales, hay diferencias entre ellas que hacen que tengan diferentes niveles de atracción. Es por esta razón que se encuentran ventajas comunes a las dos legislaciones y ventajas exclusivas a cada una. La ventaja principal común a ambas legislaciones consiste en que a través de la Gestión Colectiva, las Holdings pueden recurrir a un mercado dinámico conformado por los ahorradores.

La legislación francesa ofrece varias ventajas para las holdings, como la facilidad que ofrece para comercializar entre los inversionistas, pues el legislador francés la asegura a través de diversas herramientas como la protección a los inversionistas. La legislación francesa no escatima recursos para que los inversionistas tengan confianza en invertir en Gestión Colectiva al ser protegidos efectiva y financieramente. La comercialización de partes de OPC se vuelve entonces simple para los holdings puesto que los inversionistas son atraídos por esta seguridad.

⁹⁵ C. Redacción Portafolio. « El FMI destaca la buena salud de la economía colombiana ». 19 Mai 2014.

Es pertinente recordar que la meta de ambos legisladores es democratizar las finanzas a través de la Gestión Colectiva. Es por esto que los beneficios de la Gestión Colectiva para los inversionistas se convierten también en una herramienta de comercialización introducida por los legisladores. Algunos de estos beneficios son:

- Diversificación: permite reducir el riesgo ligado a las inversiones gracias a la diversidad de títulos en los cuales el vehículo de Gestión Colectiva invierte. La holding puede apoyarse en este beneficio, acentuando las ventajas de cada una de sus filiales que componen el portafolio ante la clientela.
- Accesibilidad: las partes de los OPC o FIC están a la venta a precios relativamente razonables.
- Experiencia: Los inversionistas se deshacen de las preocupaciones relativas a la escogencia de los títulos y de la vigilancia y seguimiento de sus inversiones, pues es el OPC o FIC quien tiene el tiempo y los recursos necesarios para esto.
- Liquidez: Los títulos serán fácilmente negociables. Implementando la Gestión Colectiva, la holding verá que sus títulos serán fácilmente negociables en el mercado.
- Seguimiento del rendimiento: Los inversionistas pueden seguir el precio y valor de los OPC o FIC, la cual se publica diariamente en la prensa financiera.

En cuanto a la responsabilidad asumida por las holdings, el marco legal estricto de la Gestión Colectiva hace que el riesgo de ver su responsabilidad involucrada sea más débil que con los contratos de gestión individuales.

En el marco jurídico francés, se encuentra una flexibilidad del régimen que facilita las transferencias entre OPC de una misma familia sin gastos suplementarios. Hecho acentuado por las familias de fondos en el marco colombiano que simplifica también la constitución de fondos que pertenecen a una misma familia.

La Gestión Colectiva ofrece a las holdings la seguridad de tener sus activos separados de la sociedad administradora así, la holding tendrá confianza sobre la puesta en marcha de la Gestión Colectiva al interior de su estructura. Los activos del vehículo no

constituyen entonces objeto de embargo por parte de los inversionistas y serán excluidos en caso de bancarrota o quiebra.

Por último, la especialización de la Gestión Colectiva a través de la figura del depositario o custodio de títulos, tiene como ventaja que permite la reducción de costos para la holding, ya que puede externalizar este servicio.

II.III Enfoque Político

El ambiente político es de gran influencia al momento de escoger una legislación en Gestión Colectiva. Esta variable debe ser tomada en cuenta por las holdings para evaluar la oportunidad de crear un vehículo en Gestión Colectiva en determinado país. Aún si a priori la legislación se muestra altamente favorable, las legislaciones en Gestión Colectiva así como en cualquier otra industria, pueden sufrir cambios drásticos generados por un ambiente político hostil.

Igualmente, tal ambiente puede implicar costos suplementarios en la constitución y funcionamiento de los vehículos de Gestión Colectiva. Se habla entonces no solamente de la política que rodea al legislador, la cual influye en sus elecciones, sino también de la corrupción que tiene un fuerte impacto sobre los mercados y su legislación.

El caso de Lehman Brothers ilustra las precedentes afirmaciones de forma certera: La crisis de los subprimes marcó el comienzo de la caída de Lehman Brothers Holdings, quien habría podido ser salvada por el gobierno de los Estados Unidos. Sin embargo, esta intervención no se dio por una decisión política del gobierno. Es de conocimiento público que el gobierno estadounidense solicitó una reunión de urgencia para decidir sobre el futuro de Lehman Brothers.

El escándalo en sus inicios y aún actualmente ha estado rodeado de fuertes cuestionamientos a cerca del rol del gobierno, juzgado por haber reaccionado en pro de intereses de terceros y de haber provocado la caída de una de las más antiguas empresas de servicios financieros. Un caso objeto de numerosas críticas al gobierno estadounidense y

que puso en evidencia el rol de la política y de la corrupción en el mundo de la gestión de activos.⁹⁶

En el caso contrario, cuando se está en presencia de un ambiente político favorable, los beneficios de instaurar un vehículo de Gestión Colectiva pueden aumentar. La seguridad del sistema legislativo así como los bajos niveles de corrupción, ahorran a las holdings posibles costos o gastos suplementarios.

En este sentido, el sistema francés ofrece cierta seguridad teniendo en cuenta sus índices de corrupción. Siguiendo el índice de percepción de la corrupción de 2015 realizado por Transparencia Internacional, Francia se encuentra en la posición 23 de 177 con un índice de 70 de percepción de la corrupción⁹⁷, lo cual evidencia que las holdings pueden confiar en el ambiente político francés y los riesgos de asumir costos suplementarios por causa de la corrupción son menores.

En Colombia, las ventajas ofrecidas para las holdings se encuentran enfocadas a la independencia de la cual goza el sector financiero. Debido a la talla del mercado, la industria de la Gestión Colectiva es levemente influenciada por la vida política y la intervención del Estado no es tan fuerte. Además, la existencia de un organismo autorregulador como el AMV, hace que el legislador deje a los intervinientes del mercado un gran margen de maniobra, las medidas proteccionistas de parte del Estado son espaciadas y poco transformadoras del sistema.

Las preocupaciones de la vida política colombiana en materia de Gestión Colectiva, están direccionadas a la lucha contra la corrupción y el lavado de activos, lo cual deja a la Gestión Colectiva un desarrollo sereno, pues no presenta este tipo de problemas dada la relativa juventud de la industria.

Asimismo, la industria de la Gestión Colectiva colombiana presenta como ventaja que el legislador se ha interesado por impulsar la industria a través de las medidas tomadas en 2013. La potencialidad de la industria se acompaña de tareas reglamentarias en lugar de ser limitada.

⁹⁶ C. Wolff, Richard. « Lehman Brothers : financially and morally bankrupt ». The Guardian. 12 December 2011

⁹⁷ V. Corruption perceptions index 2015. Transparency International.

III. Los riesgos y desventajas de la Gestión Colectiva

III.I Enfoque jurídico, económico y financiero

Los riesgos asumidos por una holding que acude a los mercados en general son las desventajas propias de la lógica del mercado. Existen riesgos generales asociados a la puesta en marcha de un sistema de Gestión Colectiva:

Riesgo Operativo. Consiste en la pérdida potencial causada por las fallas en los sistemas de información y/o en los mecanismos de control interno, o los errores en el tratamiento de las bases de datos.

Riesgo de Liquidez. Ligado al precio de mercado y a la incapacidad de vender o transferir rápidamente los activos que hacen parte del portafolio. Consiste en la pérdida generada por la venta anticipada o forzada de los activos a un precio anormalmente bajo.

Riesgo de Mercado. Es la pérdida potencial causada por los movimientos negativos de los precios de los activos que hacen parte del portafolio, o la pérdida causada por una calificación más baja. Durante una crisis internacional, los Fondos Comunes de Inversión tienen tendencia a sufrir bajas importantes en su valor de liquidación, lo cual tiene lugar efectivamente en la crisis de las Subprimes. Se agrega asimismo, el riesgo de especulación sobre los títulos que componen el portafolio.

Riesgo de Crédito. Se presenta frente a la posibilidad del no pago por parte de una de las filiales del grupo (emisor de títulos).

En ese sentido, implementando la Gestión Colectiva, las holdings pueden verse obligadas a asumir costos suplementarios provenientes de la puesta en marcha de un vehículo de este tipo, pero también ligados al mantenimiento del sistema.

A. La industria francesa de la Gestión Colectiva

Francia ofrece a la industria de la Gestión Colectiva un mercado suficientemente grande, pero al mismo tiempo altamente complejo y en consecuencia más difícil de comprender, hecho que se ha evidenciado a lo largo del presente estudio. Es por esto que la experiencia de los dirigentes de la sociedad administradora juega un rol esencial para evitar las fallas

asociadas a la mala administración por falta de conocimiento del mercado. La amplitud del mercado francés y los estrechos lazos entre la economía y los factores internacionales hacen que Francia tenga una riesgosa exposición a las crisis internacionales.

En lo que concierne específicamente a la legislación, el sistema francés puede aportar desventajas como el tiempo que una holding debe consagrar al acceso, estudio y entendimiento del marco jurídico francés. Asimismo, las reglas de constitución y de funcionamiento muestran que el sistema francés cuenta con fallas en el enfoque dado por el legislador a la forma como debe darse la protección del inversionista, tal y como se evidenció más arriba. Dicho enfoque se centra en la protección financiera del inversionista, lo cual representa más obligaciones para las holdings en materia de aumento de capacidad financiera y una responsabilidad mayor, financieramente hablando.

Además, la ausencia de la figura del Gerente (en el sentido dado por la legislación colombiana), podría significar una disminución en la efectividad del funcionamiento de los OPC, ya que el Gerente al ser unipersonal se consagra exclusivamente a la administración del vehículo tomando ciertas decisiones con celeridad y sin tener que esperar a la reunión de toda una junta. Un grado de especialización necesario para hacer la gestión más eficaz y efectiva.

B. La industria colombiana de la Gestión Colectiva

Contrario a la industria francesa, la industria colombiana es nueva, pequeña y poco usada, a pesar de los esfuerzos gubernamentales por impulsarla. Estas características hacen que a la Gestión Colectiva le falte desarrollo normativo en Colombia, lo cual puede limitar a las holdings, por ejemplo, imponiéndole mayores costos debido a los vacíos que se pueden presentar en la legislación.

La legislación colombiana, impone varias obligaciones que suponen la destinación de recursos de las holdings a esas actividades. Por ejemplo, la obligación de dar un consejo especializado en el caso de fondos que invierten en activos no tradicionales comprende un empleo de tiempo superior para los comercializadores de este tipo de fondos.

Igualmente, en el tema de la documentación, el legislador impone la obligación de entregar al inversionista gran número de documentos que posiblemente no entenderá en su

totalidad, pero que implican el empleo de tiempo y personal para su elaboración por parte de las holdings.

En materia de la protección al inversionista, el enfoque colombiano también es fuente de desventajas en el sentido que las holdings deben asumir mayores costos para asegurar la transparencia exigida por el sistema, así como para la puesta en marcha de mecanismos de gobierno corporativo.

III.II Enfoque político

Anteriormente, se enfatizó en la importancia de la vida política en la elección de una estrategia corporativa, lo cual no es ajeno a la industria de la Gestión Colectiva. Un ambiente político hostil puede representar en los casos más extremos, cambios severos en la legislación aplicable y consecuentemente transformaciones desfavorables para los vehículos en Gestión Colectiva.

En el caso de Francia, el sistema presenta como desventaja la alta intervención del gobierno en las finanzas. En la vida política francesa, el proteccionismo es el modelo a seguir, lo que representa un riesgo para las holdings, ya que pierden la libertad ofrecida por un mercado autorregulado.

Con el fin de ilustrar este riesgo, se expondrá brevemente el reciente caso de Alstom: En este caso, el Estado Francés intervino con el fin de hacer que la empresa Alstom quedara mayoritariamente francesa frente a las ofertas de compra lanzadas por las compañías extranjeras General Electric (Estadounidense) y Siemens (Alemana).

Este proteccionismo se tradujo jurídicamente en “el Decreto “relativo a las inversiones extranjeras sujetas a autorización previa”, el cual permite al Estado oponerse a la toma de control de casi cualquier empresa francesa, un decreto destinado a proteger Alstom del apetito estadounidense”⁹⁸. Otras medidas acompañaron la intervención del Estado, como la imposición de obligaciones tendientes al mantenimiento o crecimiento de los empleos al interior de Alstom. Se evidencia entonces el riesgo que este ambiente político puede representar para los vehículos de Gestión Colectiva, en especial la inseguridad jurídica que ataña.

⁹⁸ V. Damgé, Mathilde. « Le rachat d’Alstom, une affaire d’État ». Le monde. 23 Juin 2014

Otro riesgo que el ambiente político de un Estado presenta para el ejercicio de la Gestión Colectiva es la corrupción. Este fenómeno contiene una economía paralela o no oficial debido a la débil adaptación de la ley y de las instituciones de un Estado para impulsar de forma eficiente las actividades de los diferentes mercados.⁹⁹ De esta forma, los vacíos en la normatividad y la ineficiencia desatan costos adicionales para las empresas que quieran ejercer ciertas actividades.

Es el caso de Colombia, los altos índices de percepción de la corrupción y las noticias muestran que el ambiente político genera una economía paralela, creando mayores costos para las holdings. Según el índice de percepción de la corrupción de Transparencia Internacional, Colombia tiene un índice de 37 y está en la posición número 83 del ranking mundial¹⁰⁰.

De esta forma, una holding que quiera establecer un vehículo de Gestión Colectiva en Colombia, debe tomar en cuenta que debe provisionar un porcentaje de su presupuesto a los costos adicionales asociados a la corrupción y así poder desarrollar sus actividades y mantener su competitividad en el mercado.

No es un secreto que en la práctica, la mayoría de las multinacionales incluyen en su presupuesto un gran porcentaje a los costos de la corrupción para poder desarrollar sus actividades en países poco desarrollados o en vía de desarrollo. De ahí la noción de economía paralela que la corrupción involucra.

⁹⁹ V. Pil Choi, Jay and Marcel Thrum. « Corruption and the shadow economy ». *International Economic Review*. Vol. 46, No 3, August 2005.

¹⁰⁰ V. Corruption perceptions index 2015. Transparency International.

IV. La Optimalidad de Pareto y el Juego de Suma Cero

Finalmente, teniendo como referencia las diversas ventajas y desventajas de la Gestión Colectiva para las holdings, a continuación se procederá a aplicar las teorías del AED, con el fin de medir la pertinencia de utilizar la Gestión Colectiva como estrategia para una holding.

En lo que concierne a la Teoría de Juegos, particularmente el Juego de Suma Cero, las ganancias para las holdings serán las ventajas y las pérdidas serán las desventajas. A continuación, se realizará el análisis de la pertinencia de la Gestión Colectiva, utilizando por un lado, la estrategia dominante según la cual hipotéticamente se considera solo el punto de vista de una holding, sin tomar en cuenta las posibles consideraciones que la competencia podría aportar. Y, por otro lado, se buscará entonces maximizar las ganancias y minimizar las pérdidas de la holding frente a la decisión de implementar o no la Gestión Colectiva (Estrategia del Minimax).

En primer lugar, es oportuno señalar los aspectos principales evidenciados a lo largo del presente estudio, los cuales servirán como variables para la aplicación de la Teoría del AED. Una tabla recapitulativa es pertinente para una mejor legibilidad:

Ventajas	Desventajas
<u>En general</u>	<u>En general</u>
• Fuente de financiamiento para el crecimiento externo e interno de la holding. Sin tener que recurrir a un crédito o adquirir deudas. (3) • Dinamismo: acceso a un mayor número de inversionistas. (2) • Liquidez de los títulos. (1) • Reducción de riesgos a través de la diversificación de inversionistas, sin modificar la estructura de control. (2) • Nicho de negocios. (1) • Facilidad de Comercialización.(1) • Responsabilidad asumida reducida. (2) • Reducción de costos a través de la externalización de tareas o especialización. (2) (14)	• Costos adicionales generados por la puesta en marcha y mantenimiento de la Gestión Colectiva.(3) • Riesgos de liquidez, de mercado, de crédito y operativos. (1) (4)

<u>En Francia</u>	<u>En Francia</u>
• Economía fuerte, calificación de alta calidad.(2) • Simplicidad en la comercialización gracias al nivel de protección financiera de los inversionistas. (1) • Menos gastos adicionales para los OPC de una misma familia.(1) • Niveles bajos de corrupción.(2) (6)	• Mayor tiempo consagrado al estudio y comprensión del sistema francés. (1) • Mayor responsabilidad financiera y mayores obligaciones de protección al inversionista (capacidad financiera). (2) • Alto proteccionismo por parte del Estado. (2) (5)
<u>En Colombia</u>	<u>En Colombia</u>
• Buena salud de la economía, economía en crecimiento y potencialidad de la industria de la Gestión Colectiva. (3) • Menos tiempo empleado en el estudio y comprensión del sistema. (1) • Mayor eficiencia de la administración vía la figura del Gerente.(1) • Exoneración de la obligación de autorización para las familias de fondos. (1) • Interés del legislador por impulsar la industria. (1) • Independencia del sector financiero.(2) (9)	• Industria de la Gestión Colectiva menos desarrollada.(1) • Mayor tiempo consagrado a la preparación de documentos de entrega al inversionista y al consejo especializado. (1) • Mayores costos asociados a la corrupción. (2) • Debilidad de la figura del custodio de títulos, aporta menor seguridad a los inversionistas. (1) (5)
Total: 29	Total: 14

Los valores numéricos asignados a cada ventaja y a cada desventaja en la tabla recapitulativa, permiten tener una apreciación matemática sobre el valor de cada uno de ellos. Los números al lado de cada ítem, representan la importancia de cada uno de ellos en términos de costos asumidos o ganados para la holding, considerando que 1 representa el menor valor y 3 el mayor. Así, se encuentra que la suma total de las ventajas es de 29, mientras que las desventajas son de 14, en consecuencia, las ganancias son mayores que las pérdidas.

A lo largo del presente estudio, se constató que la Gestión Colectiva presenta numerosas ganancias para las holdings, pero también varias pérdidas. Como se pudo apreciar en la anterior tabla recapitulativa, la Gestión Colectiva aporta más ganancias que pérdidas y por tanto, podría constituir una estrategia favorable para las holdings.

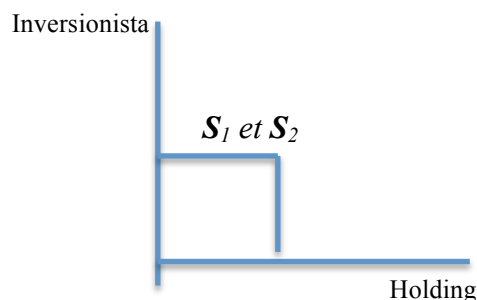
Específicamente, en cada legislación se encuentra lo siguiente: En Francia hay 6 ganancias contra 5 pérdidas y, en Colombia hay 9 ganancias y 5 pérdidas. Por tanto, aunque la legislación francesa no pierde su atractivo, la legislación colombiana se muestra más atractiva en el sentido que ofrece mayores ganancias.

Es preciso constatar que es preferible para una holding asumir los costos que la Gestión Colectiva atañe, en lugar de recurrir a un crédito o adquirir una deuda, pues la Gestión Colectiva como servicio aporta nuevos recursos al tiempo que la holding puede reunir capital.

En resumen, según el juego de suma cero, la Gestión Colectiva es en efecto una estrategia favorable para las holdings, puesto que ofrece más ganancias que pérdidas. Mientras que la parte de ganancias aumentan, la parte de pérdidas disminuye automáticamente, maximizando así las ganancias y minimizando las pérdidas.

Teniendo en cuenta que la Gestión Colectiva puede potencialmente constituir una estrategia favorable para la holding, es pertinente ahora definir la eficacia de las legislaciones para la implementación de vehículos de Gestión Colectiva para las holdings. Para esto, se utilizará nuevamente y como se ha venido haciendo a lo largo del presente estudio, la Teoría de la Optimalidad de Pareto:

El problema de optimización P consiste en la eficacia de las legislaciones en Gestión Colectiva para las holdings. Las soluciones propuestas son cada legislación (S_1 y S_2) y las personas afectadas son las holdings (Persona 1) y los inversionistas (persona 2). En ese sentido, se encuentra que en general las dos legislaciones son Pareto-optimas considerando que ningún cambio podría hipotéticamente mejorar el bienestar de los inversionistas sin deteriorar al mismo tiempo el bienestar de las holdings, pues como se ha evidenciado, todo cambio en la legislación a favor de los inversionistas genera mayores obligaciones para las holdings, o al contrario, todo cambio a favor de las holdings genera mayor desprotección para los inversionistas.



P : Eficacia de las legislaciones.

Sin embargo, de forma particular se puede encontrar que algunos cambios podrían hacerse, con el fin de incrementar la eficacia de las legislaciones: Los cambios respecto al acceso y a la comprensión de la legislación por parte de las holdings, serían en efecto pertinentes en la legislación francesa, pues estos no tendrían un impacto importante en los intereses de los inversionistas y si representarían un beneficio para las holdings quienes conocerían más fácilmente el sistema.

CONCLUSIONES

A lo largo del presente estudio se analizó la Gestión Colectiva como estrategia para las holdings, a partir de marcos jurídicos provenientes de países con diferentes niveles de desarrollo. En una primera parte, se realizó un estudio comparativo de las legislaciones de Francia y Colombia a través de sus marcos normativos, los vehículos de Gestión Colectiva existentes y las reglas de constitución y funcionamiento aplicables.

La Teoría de la Optimalidad de Pareto sirvió como base para determinar la eficacia de las legislaciones en cada una de sus variables, lo cual suministró las herramientas necesarias para orientar la apreciación final de la pertinencia de la Gestión Colectiva como una estrategia para las holdings.

En la segunda parte, se estudió el rol de la Gestión Colectiva en las holdings, analizando en un primer tiempo la holding como un instrumento de gestión, para enseguida definir sus ventajas y desventajas, procurando por mantener un análisis estratégico. Es por esto que se incluyeron todos los factores y variables posibles que potencialmente podrían afectar las decisiones de una holding respecto a este tema. Las variables propias a las economías, al sector financiero y a la vida de los negocios de los países bajo estudio, fueron tenidas en cuenta.

Se realizó un estudio general con el fin que las empresas puedan tener un fácil acercamiento a los sistemas de Gestión Colectiva. Las especificidades de los tipos de fondos, así como las minuciosidades de las legislaciones fueron excluidas del presente estudio, ya que pueden generar confusión y no son relevantes para un primer acercamiento al tema.

Igualmente, se utilizaron los instrumentos propios de los sistemas considerados como apropiados para realizar el análisis de la pertinencia de la Gestión Colectiva como estrategia para las holdings. Es por esto que se realizaron utilidades parciales. Por ejemplo, teniendo en cuenta el campo de aplicación de la Directiva AIFM, el mismo escapa al presente estudio puesto que expresamente excluye las holdings. Sin embargo, teniendo por meta realizar una comparación apropiada de las legislaciones en Gestión Colectiva, la Directiva fue incluida en la primera parte.

Asimismo, el presente estudio aborda el tema de una forma diferente, pues la mayoría de análisis sobre la Gestión Colectiva se hacen desde el punto de vista de los

inversionistas y su protección, mientras que aquí se estudió desde el punto de vista de las empresas interesadas en prestar este tipo de servicios. Específicamente, se utilizó la holding puesto que es una figura que cuenta con varias herramientas favorables a la toma de decisiones financieras al interior de los grupos de sociedades.

Los casos de Madoff, Lehman Brothers, DMG y Alstom, ayudaron a ilustrar las ventajas y desventajas de la Gestión Colectiva. Dichas ventajas y desventajas constituyen la tesis y antítesis compuestas por numerosas variables, que hacen del presente estudio un análisis multidisciplinario que toma herramientas propias de las ciencias jurídicas, la economía, las finanzas y la política.

Finalmente, el presente análisis condujo a concluir que la Gestión Colectiva es una estrategia favorable para las holdings, pues se encontró que constituye una estrategia corporativa muy atractiva que aporta no solamente eficacia reuniendo capitales de un mercado dinámico, sino que también contiene varios beneficios adicionales. A diferencia de otras industrias, la Gestión Colectiva cuenta con cierta uniformidad a nivel internacional, lo cual hace que hayan variaciones mínimas entre las diferentes legislaciones. Sin embargo, es altamente recomendable que las holdings tomen en cuenta en su proceso de toma de decisiones los aspectos económicos y políticos de cada país, los cuales pueden tener impacto en la industria de la Gestión Colectiva.

BIBLIOGRAFIA

OBRAS

Beetschen, Ariane & alii. « Les holdings, guide juridique et fiscal ». Francis Lefebvre, 2013

Conso, Pierre et Farouk Hemici. « Gestion Financière de l'entreprise » 11eme edition.
Editions Dunod.

Couret, Alain. « Droit Financier » Dalloz, 2eme édition. 2012

Grosclaude, Laurent et Jean-Michel Do Carmo Silva. « Gestion Juridique, fiscale et sociale 2012/2013 ». editions Francis Lefebvre.

Mémento pratique, Francis Lefebvre. Groupes de sociétés. 2009-2010

Rousseau, Stéphane et Ejan Mackaay. « Analyse économique du droit » Ed. Dalloz. 2eme edition 2008.

Sen, Amartya. « The concept of development » in Handbook of development economics, volume I, Edited by H. Chenery and T.N. Srinivasan. 1988. Amsterdam, Holland.

Sola, Juan Vicente. « Constitución y Economía ». LexisNexis. Buenos Aires.

Stiglitz, Joseph E. « Capítulo 1. El Automóvil y la economía ». Economía. Editorial Ariel, (1994), P. 19-44

Polinsky, A. Mitchell and Steven Shavell. « Handbook of Law & Economics » Volume I and II. Elsevier. 2007

Pindyck, Robert S. y Daniel L. Rubinfeld. « Capítulo 13. Teoría de Juegos y estrategia competitiva ». Microeconomía. Ed. Pearson. P.527-570

Varón Palomino, Juan Carlos. « Portafolios de inversión : la norma y el negocio » Ed. Temis. 2008

ARTICULOS ACADÉMICOS

Hiid, Morten. « Games lawyers play ? ». Oxford Journal of legal studies, Vol 17, No.4. 1997. P. 705 - 725

Hollander, Maxime. « Les intérêts de la holding professionnelle, Actes pratiques et stratégie patrimoniale ». Revue trimestrielle Lexis Nexis Jurisclasseur Juillet-Aout-Septembre 2013. P. 4 - 9

Pil Choi, Jay and Marcel Thrum. « Corruption and the shadow economy ». International Economic Review. Vol 46, No 3, August 2005.

Ramírez Córdoba, Gloria Lucía. « La inversión colectiva en Colombia : caracterización y análisis ». Revista soluciones de Postgrado EIA, Número 9. P. 13-37. Medellín, Julio – Diciembre de 2012.

Riassetto, Isabelle. « Admission aux négociations des OPC ». Revue de droit bancaire et financier, LEXIS NEXIS, les revues Jurisclasseur. No. 2 Mars-Avril 2014. P. 77.

Riassetto, Isabelle. « Les conséquences de l'appartenance d'une société de gestion de portefeuille à un groupe sur l'exécution de ses obligations professionnelles ». Bulletin Joly Bourse, Mars 2014 - No. 3. P. 137 – 140

Storck, Michel. « Gestion de fonds propres dans le cadre d'une gestion centralisée de trésorerie au sein d'un groupe ». Bulletin Joly Bourse, Mars 2014 - No. 3. P. 134 – 136.

Storck, Michel. « La nouvelle classification des Fonds d'investissement alternatif dans le règlement général de l'AMF (Livre IV) » Revue de droit bancaire et financier, LEXIS NEXIS, les revues Jurisclasseur. No. 2 Mars-Avril 2014. P. 78 - 80.

Tadjeddine, Yamina et Jean-Cristophe Cotta. « La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous ». Revue d'économie industrielle, Editions techniques et économiques. No. 134 (2^e trimestre 2011). P. 159 -176

PAGINAS WEB

Corruption Perceptions Index 2015. Transparency International.

<https://www.transparency.org/cpi2015/results>

Consultado el 1 de Diciembre de 2015 a las 10:00 am

PIB por habitante (\$US). World Bank Data.

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.PCAP.CD>

Consultado el 20 de Mayo a las 11:30a.m.

IDH 2015. PNUD Data.

<http://hdr.undp.org/en/content/table-1-human-development-index-and-its-components>

Consultado el 20 de Mayo a las 11:30a.m.

World development indicators: structure of demand. Gross savings. 2014. World Bank Data. <http://wdi.worldbank.org/table/4.8>

Consultado el 20 de Mayo a las 11:30a.m.

OTROS DOCUMENTOS

Acosta, Sebastián. “Fondos de inversión colectiva, opción menos riesgosa”, La Republica. 16 Janvier 2014.

Apuntes de la materia Droit Financier. Master II Droit Bancaire et financier. 2013 – 2014

Apuntes de la materia Groupes de Sociétés. Master II Droit Bancaire et financier. 2013 – 2014

Damgé, Mathilde. « Le rachat d'Alstom, une affaire d'État ». Le monde. 23 Juin 2014

« Decretos de Fondos de Inversión colectiva buscan mayor seguridad y desarrollo del mercado de valores ». Ministerio de Hacienda. Junio 2013

<http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/saladeprensa/Historico/Decretos-de-Fondos-de-Inversion-Colectiva-buscan-mayor-seguridad-y-desarrollo-del-mercado-de-valores>

Desempeño fiscal de los departamentos y municipios 2011. Informe del Departamento Nacional de Planeación DNP.

Global credit research. « Rating Action : Moody's upgrades Colombia's rating to Baa2 from Baa3 ; Outlook stable ». 28 Jul 2014. https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Colombias-rating-to-Baa2-from-Baa3-outlook-stable--PR_304637

« Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación ». Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Julio 2009

Le Figaro. « S&P confirme la note de la France mais trouve le gouvernement trop optimiste » 25 Avril 2014

Maiguashca, Ana Fernanda. « El nuevo mercado de FICs en Colombia ». Febrero 2014

Recarte, Janette. « Asofiduciaria valora las últimas indicaciones de la Superfinanciera sobre la actividad de la custodia de las FICs ». Latam Funds People. Julio 7 2014

Redacción Portafolio. « El FMI destaca la buena salud de la economía colombiana ». 19 Mayo 2014.

Restrepo, Andrés. « Nueva regulación en materia de Fondos de Inversión Colectiva ». Agosto 2013

Salamanca, David. « Las motivaciones y orígenes de la nueva normativa de FICs ». Febrero 2014

“!Todo lo que un inversionista debe saber sobre los Fondos de Inversión Colectiva!”. Autorregulador del mercado de valores de Colombia. 2013

Wolff, Richard. « Lehman Brothers : financially and morally bankrupt ». The Guardian. 12 December 2011

TESIS

Madmoun, Fatiha. « Le Contrôle au sein des OPCVM : Étude comparative entre le droit français et marocain » Université de Starsbourg. 2011

Villablanca, Lusitania, sous la direction de Thierry Bonneau. « Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Étude de droit comparé » Université Panthéon-Assas. 2013