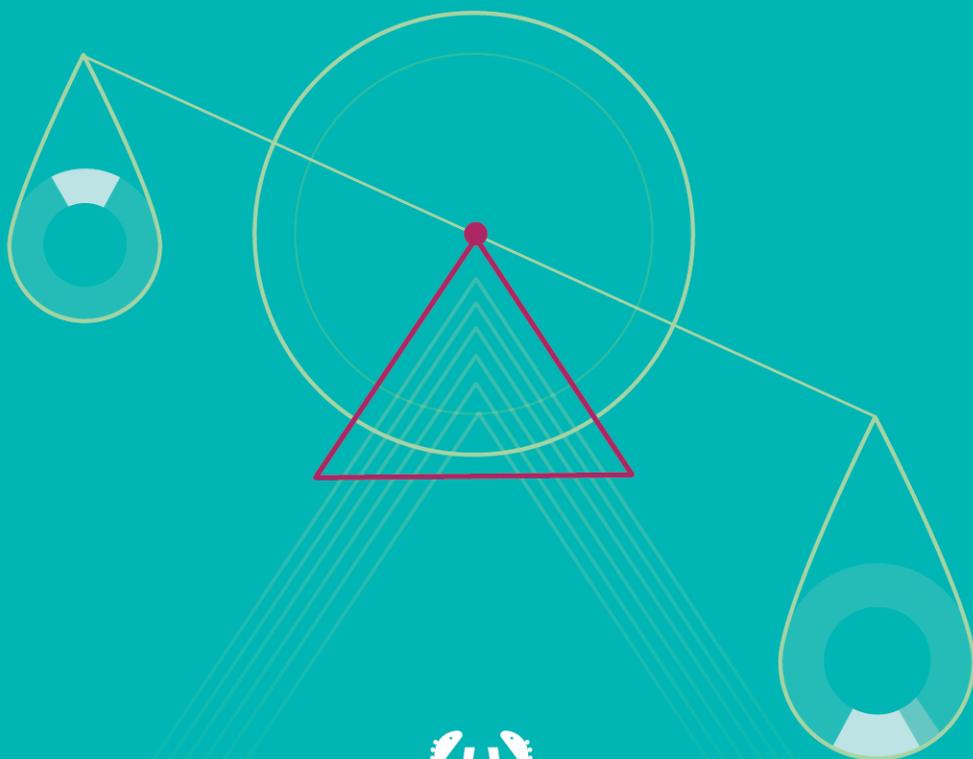


Estudios sobre el mercado de valores

Fredy Andrei Herrera Osorio y
José Yesid Benjumea Betancur (Comp.)



UNIVERSIDAD
EL BOSQUE

Facultad de Ciencias
Jurídicas y Políticas

Estudios sobre el mercado de valores

Estudios sobre el mercado de valores

Autores Compiladores

Fredy Andrei Herrera Osorio - José Yésid Benjumea Betancur



UNIVERSIDAD
EL BOSQUE

Facultad de Ciencias
Jurídicas y Políticas

332.06

Herrera Osorio, Fredy Andrei

Estudio sobre el mercado de valores / Autores y compiladores : Fredy Andrei Herrera Osorio, José Yesid Benjumea Betancur.
-- Bogotá : Universidad El Bosque, Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas, 2017.

484 p.

ISBN 978-958-739-083-4 (Impreso)

ISBN 978-958-739-085-8 (Digital)

1. Bolsa de valores 2. Mercado de capitales 3. Mercado financiero 4. Análisis de Inversiones 5. Sociedades de inversiones I.
Benjumea Betancur, José Yesid.

Fuente. SCDD 23ª ed. -- Universidad El Bosque. Biblioteca Juan Roa Vásquez (Febrero de 2017).



Estudios sobre el mercado de valores

Queda rigurosamente prohibida, sin la autorización escrita de los titulares del copyright, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, y la distribución de ejemplares mediante alquiler o préstamo públicos.

ISBN: 978-958-739-083-4 (Impreso)

ISBN: 978-958-739-085-8 (Digital)

© Universidad El Bosque

Editorial Universidad El Bosque
Fredy Andrei Herrera Osorio
José Yesid Benjumea Betancur

Rector: Rafael Sánchez París
Vicerrectora Académica: María Clara Rangel Galvis
Vicerrector de Investigaciones: Miguel Otero Cadena
Vicerrector Administrativo: Francisco Falla Carrasco

Decano Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas
Carlos Escobar Uribe

Editorial Universidad El Bosque
Dirección: Av. Cra 9 n.º 131A-02, Torre D, 4.º piso
Teléfono: +57 (1) 648 9000, ext. 1395
Correo electrónico: editorial@unbosque.edu.co
Sitio web: www.uelbosque.edu.co/editorial
Editor: Gustavo Zuluaga Hoyos
Caratula y diseño: Sergio Cabrera
Corrección de estilo: Mabel Paola López Jerez

Impresión

LB IMPRESOS S.A.S.
Impreso en Colombia
Abril de 2017

Contenido

Introducción	13
--------------	----

Inversionistas y mercado de valores: una relación fundamental	17
--	-----------

Fredy Andrei Herrera Osorio

Introducción	17
Ubicación del mercado de valores en el contexto del mercado de capitales.....	18
Los inversionistas, principales agentes del mercado	31
Clasificación de los inversionistas	35
Mecanismos de protección de los inversionistas.....	39
Inversionistas institucionales y su supervisión.....	48
Sociedades fiduciarias.....	50
Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFPYC).....	57
Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantías (SAFC)	63
Fondos de cesantías.....	65
Sociedades administradoras de fondos de pensiones (SAFP)	68
Fondos de pensiones	70
Portafolios de inversión: la superación del concepto clásico de persona jurídica.....	77
Conclusiones	90
Referencias.....	92

Relación entre la legalidad de las medidas anti-OPA y los deberes fiduciarios de los administradores de la sociedad opada:

Perspectiva normativa de la Unión Europea, España y comentarios al régimen colombiano	97
--	-----------

Deyanira del Pilar Ospina Ariza

Introducción	97
Normativa. Perspectiva Unión Europea-España	103
Directiva 2004/25/CE.....	105

Límites a las facultades de los administradores en la sociedad opada o target.....	129
Normativa Colombia. Comentarios a su régimen.....	145
Conclusiones	161
Referencias.....	166

Uso de información privilegiada en el mercado de valores **169**

Jorge Oviedo Albán

Introducción	169
Regulación de la información privilegiada en Colombia.....	170
El concepto información privilegiada y su fundamento.....	173
Conductas, deberes y prohibiciones.....	187
Prohibición general de realizar operaciones.....	187
Suministrar información privilegiada a terceros.....	188
Aconsejar la adquisición o venta de valores en el mercado	191
La obligación de revelar información por parte de los emisores	192
Entidades, procedimientos y sanciones.....	193
Los casos de información privilegiada en Colombia	195
Conclusiones	201
Referencias.....	202

Fondos de inversión colectiva y mutifondos **205**

Fredy Andrei Herrera Osorio

Introducción	205
Fondos de inversión colectiva: actividad e inversor, al mismo tiempo	205
Fondos de inversión colectiva: la inversión colectiva de recursos.....	221
Inicio de operaciones de los fondos de inversión colectiva.....	242
Política de inversión y decisiones de inversión.....	246
Rentabilidad de los fondos de inversión colectiva.....	252
Gobierno corporativo	258

Multi-fondos y multi-portafolio	263
Conclusiones	269
Rererencias.....	270

Inversionistas institucionales en inversiones alternativas y el desarrollo del mercado público de valores 275

Sebastián Zapata Veira

Introducción	275
El rol de los inversionistas institucionales	278
Fondos de Inversión Colectiva (FIC).....	282
<i>Mutual funds</i> e UCIT funds.....	282
Principales características de los <i>mutual funds</i>	283
Inversiones alternativas	285
Dimensiones del mercado.....	287
Los fondos de capital privado.....	289
Principales características de los FCP	290
Clasificación de las principales estrategias de inversión de los FCP	296
Beneficios de los FCP.....	304
Regulación de los FCP	308
Preocupaciones sobre la liquidez de la inversión subyacente, la liquidez de la inversión en FCP y la valoración	313
Preocupaciones sobre los problemas de agencia en la inversión subyacente	318
Aspectos del <i>Due Diligence</i> , términos contractuales y de la estructura del fondo que merecen especial atención de los inversionistas	319
Los <i>hedge funds</i>	323
Principales características de los <i>hedge funds</i>	324
Clasificación de las principales estrategias de inversión de los <i>hedge funds</i>	326
Principios para la regulación de <i>hedge funds</i>	334
Control por medio de Indirect Supervision y autorregulación	334
<i>Hedge funds</i> en Latinoamérica y Colombia.....	338
Propuesta regulatoria para que los <i>hedge funds</i> sean un mecanismo que impulse el desarrollo del mercado público de valores colombiano	344
Los <i>hedge funds</i> pueden ser inversiones seguras	366

Convergencia entre los <i>hedge funds</i> y los FCP.....	367
Bibliografía	378

Reflexiones sobre los fondos de capital privado en Colombia **387**

Jorge Armando Corredor Higuera

Introducción	387
Contexto de los fondos de capital privado	388
Monitoreo de la inversión	399
Estrategia de salida o desinversión en los fondos de capital privado.....	402
Antecedentes internacionales en materia de fondos de capital privado	405
Estándares internacionales.....	407
Situación de los fondos de capital privado en Colombia.....	411
Los fondos de capital privado a la luz del Decreto 1242 de 2013	413
Estructura de los fondos de capital privado	424
Reglamento del Fondo de Capital Privado	427
Datos relevantes de la implementación de los fondos de capital privado en Colombia	430
Conclusiones	436
Referencias.....	438

Régimen disciplinario del mercado de valores **443**

José Yésid Benjumea Betancur

La actividad disciplinaria, una de las maneras de asegurar el cumplimiento normativo en el mercado de valores.....	443
La potestad sancionatoria estatal. Intervencionismo de Estado y poder de policía económica	449
Régimen sancionatorio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Reseña general.....	453
El debido proceso y algunos otros principios e instituciones en la actividad administrativa sancionatoria del mercado de valores	458
Las atribuciones disciplinarias privadas en el campo de la intermediación de valores.....	471

La actividad disciplinaria privada frente a la transgresión de principios orientadores del mercado	474
Descripción somera del procedimiento y la conceptualización general de la función disciplinaria de los organismos de autorregulación. Carácter autocontenido de sus reglamentos y debido proceso	477
Complementariedad de las atribuciones disciplinarias privadas con la potestad sancionatoria estatal en materia de intermediación de valores.....	481
Algunas ideas sobre la orientación futura de la actividad disciplinaria del Autorregulador del Mercado de Valores en Colombia	483
Referencias.....	486

Introducción

Este libro ha sido un esfuerzo conjunto de varios amigos interesados en el estudio del mercado de capitales, quienes presentan algunas reflexiones sobre temas actuales de la actividad bursátil considerando las áreas relacionadas que tienen mayor proyección en el mediano plazo.

Se trata de una obra descriptiva y crítica alrededor de varias instituciones del derecho bursátil que busca presentarlas mediante reflexiones de derecho comparado para llegar a conclusiones de *lege lata* y, eventualmente, de *lege ferenda*. El contenido sistematizador es predominante en los diferentes capítulos, aunque con revisiones críticas y reflexivas que propenden por el mejoramiento del régimen existente.

Cada uno de los autores hizo una selección temática por afinidad, incluyendo aspectos relacionados con los procesos de emisión, los fondos de inversión colectiva, los inversionistas institucionales y el régimen sancionatorio dual. No se pretende construir un manual sobre el mercado de capitales o revisar todas las instituciones del mismo, sino abordar temas de coyuntura o relevantes.

En el primero de los capítulos, denominado “Inversionistas y mercado de valores: una relación fundamental”, de Fredy Andrei Herrera Osorio, se hace un análisis general del mercado de valores en el contexto del mercado de capitales. La parte medular del capítulo es el concepto inversionistas, quienes son considerados los principales actores del mercado, pues gracias a la disponibilidad de sus recursos es que se explica el proceso de emisión y negociación.

Para resaltar a los inversionistas como los principales agentes del mercado, el autor los conceptualiza, clasifica e identifica los mecanismos para protegerlos. Así mismo, se detiene en el análisis del concepto *inversionistas* institucionales y en su supervisión, y desarrolla la noción de los portafolios de *inversión*, destacando su clasificación y su innegable importancia como vehículos de movilización masiva de recursos en los mercados de capitales.

En el capítulo de Pilar Ospina Ariza, “Relación entre la legalidad de las medidas anti-opa y los deberes fiduciarios de los administradores de la sociedad opada. Perspectiva normativa Unión Europea, España

y comentarios al régimen colombiano”, la autora analiza, desde la perspectiva normativa, los diferentes panoramas que enfrentan los administradores frente a las operaciones públicas de adquisición de acciones (OPA) en su modalidad de “hostiles”, en el marco del control societario y bajo las reglas de los deberes fiduciarios de los administradores (particularmente el de lealtad y diligencia).

Para ese propósito, aborda la evolución de la normativa vigente para las OPA, tanto en el ámbito comunitario europeo, como en el español. Seguidamente, estudia puntualmente las medidas de defensa anti-opa reconocidas legalmente en ese mismo sistema normativo. Finalmente, formula algunos comentarios en la materia desde el régimen colombiano.

El autor Jorge Oviedo Albán, con el capítulo denominado “Uso de información privilegiada en el mercado de valores”, estudia la forma en que se regula el uso de información privilegiada en el derecho colombiano, tanto desde el punto de vista financiero como penal, y en la autorregulación del mercado de valores. Ello con el fin de establecer cuáles son los fundamentos sobre los que descansa la normatividad colombiana sobre la materia; los sujetos destinatarios de las normas; las conductas, deberes y prohibiciones; los tipos de sanciones y entidades encargadas de la aplicación del régimen sobre información privilegiada.

Oviedo presenta, además, los casos sobre uso indebido de información privilegiada que han sido fallados por las entidades respectivas, con el fin de establecer algunas consideraciones personales sobre las formas como se ha venido construyendo y se ha aplicado dicho régimen en Colombia, de modo que se pueda hacer una valoración sobre los logros, debilidades y retos que se plantean.

Así, a partir de algunos elementos conceptuales aportados por la doctrina extranjera, sugiere una revisión de las normas que definen y sancionan el uso de información privilegiada en el derecho colombiano y propone una revisión y unificación de criterios entre las reglas societarias, financieras, penales y el sistema de autorregulación.

Posteriormente, Fredy Andrei Herrera Osorio, en el capítulo “Fondos de inversión colectiva y multifondos”, hace un acercamiento a los fondos de inversión colectiva (FIC), antes denominados carteras colectivas. Para ello, formula una conceptualización de estos instrumentos de

inversión como actividades que desarrollan algunos intermediarios del mercado y los analiza además como inversionista institucional. Después aborda los fondos de inversión colectiva a partir de su tipología, funcionamiento, gastos, política de inversión, gobierno corporativo, proceso liquidatorio, entre otros aspectos y rasgos distintivos. Finalmente, estudia el concepto de multifondos y multiportafolios, según los mandatos del Decreto 1242 de 2013.

Jorge Armando Corredor, en el capítulo denominado “Reflexiones sobre los fondos de capital privado en Colombia”, se adentra en el análisis de los fondos de capital privado, de acuerdo con la regulación vigente en Colombia, y muestra rasgos distintivos, no sin antes contextualizar su existencia dentro de los conceptos *private equity*, *venture capital* y *debtout funds*. Se hace una revisión detallada de sus mecanismos de inversión y desinversión, indicando las principales estrategias de gestión, todas orientadas a financiar ideas productivas o empresas en marcha con intenciones de expansión o dificultades económicas, como se reconoce en la comunidad europea, Latinoamérica o en Estados Unidos. Por último, el autor hace una descripción de las características, estructura, reglamento, mecanismos de suministro de información y funcionamiento de los fondos de capital privado.

Sebastián Zapata Veira, en el capítulo “Inversionistas institucionales en inversiones alternativas y el desarrollo del mercado público de valores” hace una revisión de la figura de los fondos de capital privado, para lo cual realiza un paralelo con los *mutual funds* y los *hedge funds*, bajo la idea de que existen similitudes y diferencias esenciales entre ellos, que en todo caso les conceden una identidad a cada uno.

Con los elementos así descritos, el autor plantea la forma en que los fondos de capital privado pueden contribuir al desarrollo del país, pues las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías —en el marco de su actividad— pueden realizar inversiones en estos tipos de instrumentos como mecanismo para exponerse a otro tipo de riesgos, en aras de alcanzar una mejor rentabilidad.

Por último, José Yesid Benjumea Betancur analiza la potestad sancionatoria del Estado en el mercado de valores, considerada como una forma de intervención estatal para salvaguardar la adecuada captación de recursos del público en nuestro mercado, de lo cual da cuenta el capítulo intitulado “Régimen disciplinario del mercado de valores”.

El autor presenta la falta disciplinaria y la sanción, considerando principios como el de proporcionalidad, disuasorio de la sanción, revelación dirigida y contradicción, así como el de celeridad, eficacia, imparcialidad y debido proceso. También verifica nociones como *normas en blanco* y *tipos jurídicos indeterminados*, *responsabilidad objetiva* y *subjetiva*, y *carácter autocontenido de los reglamentos*.

Esperamos que este libro sea el primero de varios que permitan la construcción de un tratado sobre el mercado de valores colombiano, que se hace necesario para promover el estudio de esta apasionante temática en la que el país se juega una de sus principales formas de financiación y desarrollo económico.

*Fredy Andrei Herrera Osorio
y José Yesid Benjumea Betancur*

Estudios sobre el mercado de valores

Fue editado y publicado por la Editorial
Universidad El Bosque.
Abril de 2017, Bogotá D. C., Colombia

Estudios sobre el mercado de valores es una obra descriptiva y crítica que trata de varias instituciones del derecho bursátil y busca presentarlas mediante reflexiones de derecho comparado para llegar a conclusiones de *lege lata* y, eventualmente, de *lege ferenda*. El contenido sistematizador es predominante en los diferentes apartados, aunque con revisiones críticas y reflexivas que propenden por el mejoramiento del régimen existente.

En cada capítulo se abordan aspectos relacionados con los procesos de emisión, los fondos de inversión colectiva, los inversionistas institucionales y el régimen sancionatorio dual. Sin embargo, no se pretende construir un manual sobre el mercado de capitales o revisar todas las instituciones del mismo, sino abordar temas de coyuntura o relevantes.



Vicerrectoría de Investigaciones
Editorial

