

Bogotá D.C., febrero 17 de 2014

Doctora
STELLA VILLEGAS DE OSORIO
Presidente
Asociación de Fiduciarias
Ciudad



Respetada Doctora Villegas,

Con toda atención presento nuestro concepto jurídico, en atención de la solicitud elevada por la Asociación para determinar ***“Los efectos de las pérdidas de rendimiento y de capital en la administración de portafolios de recursos privados y públicos, estos últimos relacionados con el concepto de detrimento patrimonial.”***

Para la preparación de este concepto recibí el documento de carácter financiero que me remitió la Asociación de Fiduciarias el día 9 de agosto, del cual he tomado los ejemplos que contiene esta opinión, y he incorporado los comentarios de la Asociación al texto preliminar que remití en 2013.

El análisis se refiere en forma particular a los portafolios de recursos de entidades estatales, sin perjuicio de desarrollar los elementos generales frente a los portafolios privados, que están expuestos a los riesgos de mercado, y donde la responsabilidad de las sociedades fiduciarias no difiere, en los aspectos de derecho privado, de la que tienen frente a los recursos públicos, descontando por supuesto la responsabilidad fiscal, figura propia de la gestión de recursos públicos.

1. LOS CONTRATOS FIDUCIARIOS COMO INSTRUMENTO DE GESTIÓN FINANCIERA EN LAS ENTIDADES ESTATALES

El sector público emplea los contratos fiduciarios como instrumento de ejecución presupuestal desde hace décadas para administrar los recursos líquidos en forma profesional, así como para suplir las falencias tanto de capacidad técnica, como de conocimientos en materia de inversión.

Los contratos fiduciarios mantienen su vigencia en la contratación de las entidades estatales por múltiples razones. Así por ejemplo, está la necesidad de contar con un mecanismo que facilite el control y la transparencia en el manejo de los anticipos de recursos públicos entregados a los contratistas; de otra parte está la necesidad de administrar en forma adecuada y transparente los recursos generados en proyectos de infraestructura pública desarrollados por los agentes privados, y

Página 1 de 33

así mismo se emplean los contratos fiduciarios para administrar de forma eficiente los recursos destinados a la salud y la educación.

La Ley 80 de 1993 consagró en el numeral 5 del artículo 32 una regulación específica de los encargos fiduciarios y estableció el tipo contractual de la fiducia pública para la administración y manejo de recursos vinculados a contratos de las entidades estatales. Para todos los contratos fiduciarios ordenó que se seleccionara la sociedad fiduciaria a través de licitación, inclusive cuando el contrato se celebrara con sociedades fiduciarias públicas.

La estructuración de las concesiones estatales y otros contratos que involucran la administración de recursos públicos se ha realizado a través de contratos fiduciarios¹; así mismo, la gestión fiduciaria resultó ser un elemento fundamental para permitir la *bancabilidad* de los proyectos; fue así como la Ley 1508 de 2012 – ley de Asociaciones Público Privadas- en su artículo 24 determinó que “[l]os recursos públicos y todos los recursos que se manejen en el proyecto deberán ser administrados a través de un patrimonio autónomo constituido por el contratista, integrado por todos los activos y pasivos presentes y futuros vinculados al proyecto(...)”.

Así mismo, es común en los pliegos de condiciones de licitaciones de entidades estatales encontrar regulada la materia. Por ejemplo, la Agencia Nacional de Infraestructura, dentro de los proyectos de contrato para el desarrollo de la Cuarta Generación de Infraestructura², en la cláusula 3.13 señala:

“La transferencia de los recursos de la Cuenta ANI y de cada una de las Subcuentas en que ésta se divide solo podrá hacerse mediante instrucciones de la ANI a la Fiduciaria, sin perjuicio de lo previsto en la Sección 3.1 (g) de esta Parte General. Los recursos de estas Subcuentas podrán invertirse en las inversiones permitidas por el Decreto 1525 de 2008, según se modifique o adicione. En ningún caso se podrán invertir en las carteras colectivas administradas por la Fiduciaria”. (Subraya fuera del texto)

De otra parte, el artículo 91 de la Ley 1474 de 2011 ordenó, como medida preventiva para preservar los recursos públicos, que en todo contrato en el que se pacte el pago de anticipo estos recursos se deben administrar mediante un contrato fiduciario. Señala la disposición:

“Artículo 91. Anticipos. En los contratos de obra, concesión, salud, o los que se realicen por licitación pública, el contratista deberá constituir una fiducia o un patrimonio autónomo irrevocable para el manejo de los recursos que reciba a título de anticipo, con el fin de

¹ Decreto 1547 de 1984, artículo 3; Ley 143 de 1994, artículo 21; Decreto Ley 4819 de 2010, Parágrafo 1º Artículo 5º; Ley 1438 de 2011, artículo 31; Ley 1448 de 2011, artículo 112, entre otras normas.

² Agencia Nacional de Infraestructura. Cuarta Generación de Concesiones. Disponible en la web: <http://www.ani.gov.co/proyecto/general/cuarta-generacion-de-concesiones-1068>.

garantizar que dichos recursos se apliquen exclusivamente a la ejecución del contrato correspondiente, salvo que el contrato sea de menor o mínima cuantía."

2. ADMINISTRACIÓN E INVERSIÓN DE LOS RECURSOS PÚBLICOS

Las entidades estatales tienen regulaciones especiales para la administración e inversión de los recursos de tesorería, fundadas en la competencia constitucional conferida al Ejecutivo por el numeral 20 del artículo 18, según el cual corresponde al Presidente "Velar por la estricta recaudación y administración de las rentas y caudales públicos y decretar su inversión, de acuerdo con las leyes." (Se subraya).

La regulación sobre la inversión de los recursos de Tesorería comprende pues todas las entidades estatales, considerando la propiedad de tales recursos, bien pertenezcan a la Nación, o a las entidades territoriales o a entidades descentralizadas del orden nacional o territorial. Desde la óptica de los distintos portafolios en que pueden invertir los excedentes financieros las entidades estatales, se encuentran los fideicomisos que invierten de conformidad con las normas del Decreto 1525 de 2011, los Fondos Especiales con régimen especial de inversión de sus recursos y otros portafolios públicos (como los recursos de seguridad social) que pueden tener normas especiales de inversión⁴.

En el orden nacional, los excedentes financieros de los establecimientos públicos son de propiedad de la Nación⁵; así mismo la Ley dispone que los rendimientos financieros de los establecimientos públicos provenientes de la inversión de los recursos originados en los aportes de la Nación, deben ser consignados en la Dirección del Tesoro Nacional, en la fecha que indiquen los reglamentos, con excepción de aquellos obtenidos con los recursos recibidos por los órganos de previsión y seguridad social, para el pago de prestaciones sociales de carácter económico.⁶ Similares disposiciones contienen las normas orgánicas del presupuesto de las entidades territoriales.

Las entidades estatales que tienen excedentes transitorios de liquidez⁸, deben invertirlos conforme con las normas legales y reglamentarias.

Al respecto, el artículo 102 del Decreto 111 de 1996⁹ establece en relación con los establecimientos públicos lo siguiente:

⁴ Así por ejemplo, los excedentes de liquidez de las contribuciones parafiscales pueden tener regímenes de inversión determinados por la respectiva ley de creación de la contribución.

⁵ Decreto 111 de 1996, artículo 16 parágrafo 1º.

⁶ Ibídem, parágrafo 2º.

⁸ El artículo 55 del Decreto 1525 de 2008 define los excedentes de liquidez como "todos aquellos recursos que de manera inmediata no se destinen al desarrollo de las actividades que constituyen el objeto de las entidades", la norma excluye de esta definición los excedentes de los establecimientos públicos del orden nacional y de las entidades estatales del orden nacional a las cuales se les aplique las disposiciones del orden presupuestal de aquellos.

“ARTÍCULO 102. *Los establecimientos públicos del orden nacional invertirán sus excedentes de liquidez en títulos emitidos por la dirección del tesoro nacional del Ministerio de Hacienda en las condiciones del mercado, o en inversiones autorizadas por ésta.”*

En relación con los excedentes de liquidez de las entidades territoriales, la Ley 819 de 2003 prescribe, lo siguiente:

“COLOCACIÓN DE EXCEDENTES DE LIQUIDEZ. *Las entidades territoriales deberán invertir sus excedentes transitorios de liquidez en Títulos de Deuda Pública Interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio.*

PARÁGRAFO. *Las Entidades Territoriales podrán seguir colocando sus excedentes de liquidez en Institutos de Fomento y Desarrollo mientras estos últimos obtienen la calificación de bajo riesgo crediticio, para lo cual tendrán un plazo de un (1) año a partir de la vigencia de la presente ley.”*

En cuanto a los excedentes de liquidez de los establecimientos públicos, el Decreto 359 de 1995 en su artículo 29 establece que *“(l)os excedentes de liquidez generados por los ingresos de los establecimientos públicos, no podrán mantenerse en depósitos en cuenta corriente por más de cinco días hábiles, sin perjuicio de aquellos recursos correspondientes a cheques entregados al beneficiario y no cobrados, pasados los cuales deberán invertirse de conformidad con lo establecido por el artículo 48 de la Ley 179 de 1994”* (artículo 102 del Decreto 111 de 1996).

El Gobierno reglamentó la inversión de los recursos de las entidades estatales del orden nacional y territorial a través del Decreto 1525 de 2008¹⁰, cuyas normas no son aplicables a las entidades públicas cuya actividad principal es financiera¹¹, a los fondos especiales que tengan un régimen especial de inversión¹² (Fondos de Inversión, antes conocidas como carteras colectivas) y los portafolios de inversión de con régimen especial como aquellos conformados con los recursos de la seguridad social¹³, rentas parafiscales, y otros regímenes legales, excepciones que tienen fundamento en la naturaleza de las entidades, y en el caso de los recursos de la seguridad social, en que tales recursos deben invertirse a largo plazo y no como meros excedentes de liquidez. Se tienen pues

⁹ Este texto proviene del artículo 48 de la Ley 179 de 1994.

¹⁰ El Decreto 1525 ha sido modificado en relación con las inversiones de las entidades territoriales por los decretos 4471 de 2008, los Decretos 4866 de 2011 y 600 de 2013 y el Decreto 117 de 2013.

¹¹ Decreto 1525 de 2008, artículo 13.

¹² Decreto 1525 de 2008, artículo 1, parágrafo 1.

¹³ Decreto 1525 de 2008, artículo 62.

portafolios que tienen regulación de conformidad con las normas del Decreto 1525 de 2011, así como otros portafolios con régimen especial de inversión de sus recursos.

El Decreto 1525 regula la inversión temporal de los excedentes de liquidez de varios tipos de entidades estatales, así como de portafolios individuales y colectivos, a saber:

- a. Los establecimientos públicos del orden nacional y las entidades estatales del orden nacional a las cuales se les apliquen las disposiciones de orden presupuestal de aquellos¹⁴.
- b. Las Empresas Industriales y Comerciales del Estado del orden nacional, las Sociedades de Economía Mixta sujetas al régimen de aquellas, dedicadas a actividades no financieras, las empresas sociales del Estado y las empresas de servicios públicos en las que la participación del Estado sea superior al noventa por ciento (90%) de su capital.
- c. Las Sociedades de Economía Mixta con participación pública inferior al noventa por ciento (90%) de su capital; las empresas de servicios públicos domiciliarios mixtas y aquellas con participación directa o indirecta del Estado superior al cincuenta por ciento de su capital social del orden nacional, la Comisión Nacional de Televisión, las Corporaciones Autónomas Regionales y los entes universitarios autónomos.
- d. Las entidades territoriales y las entidades descentralizadas del orden territorial con participación pública superior al cincuenta por ciento.

Los establecimientos públicos del orden nacional y las entidades estatales del orden nacional a las cuales se les apliquen las disposiciones de orden presupuestal de aquellos, deben invertir los excedentes de liquidez en TES; las empresas industriales y comerciales del Estado del orden nacional y las Sociedades de Economía Mixta sujetas al régimen de aquellas, dedicadas a actividades no financieras, así como a las empresas sociales del Estado y las empresas de servicios públicos en las que la participación del Estado sea superior al noventa por ciento (90%) de su capital deben ofrecer al Ministerio de Hacienda todos sus excedentes de liquidez y si no fuera aceptado su ofrecimiento tienen libertad para invertirlos, con un régimen más flexible que permite efectuar inversiones financieras a través de intermediarios vigilados por la Superintendencia Financiera, conforme con el reglamento, considerando cada entidad estatal un sistema de administración de riesgos a cargo de la respectiva entidad, que no puede ser trasladado contractualmente a las sociedades fiduciarias¹⁵.

Las entidades territoriales pueden invertir sus excedentes en TES Clase B, o en CDT, cuenta corriente de ahorros o a término en condiciones de mercado en establecimientos bancarios vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia o en entidades con regímenes especiales contempladas en la parte décima del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

¹⁴ Como las Superintendencias y Departamentos Administrativos.

¹⁵ Artículos 31 y siguientes del Decreto 1525 de 2011.

El Parágrafo 3° del artículo 49 del Decreto 1525 establece en relación con la administración fiduciaria de recursos públicos vinculados a contratos estatales y/o excedentes de liquidez de las entidades territoriales y sus descentralizadas, que deben sujetarse a lo previsto en el inciso único y los parágrafos 1° y 2° del mismo artículo¹⁶.

Establece el parágrafo en mención que cuando dichas sociedades administren excedentes de liquidez de las entidades territoriales y sus descentralizadas deberá además contar con la máxima calificación vigente en fortaleza o calidad en la administración de portafolio según la escala de la sociedad calificadora que la otorga y que la misma esté vigente.

También permite que las entidades territoriales y sus descentralizadas, inviertan los recursos temporales, en carteras colectivas¹⁷ del mercado monetario o abiertas sin pacto de permanencia, en ambos casos siempre y cuando la sociedad fiduciaria administradora de las mismas, cuente con la calificación prevista en ese parágrafo y cumpla, como administrador de la cartera colectiva con el régimen de inversión en TES, Clase "B", tasa fija o indexados a la UVR, del mercado primario directamente ante la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional, o en el mercado secundario en condiciones de mercado, y en certificados de depósitos a término, depósitos en cuenta corriente, de ahorros o a término en condiciones de mercado en establecimientos bancarios vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia o en entidades con regímenes especiales contempladas en la parte décima del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

¹⁶ "Parágrafo 1°. Para efectos de las inversiones a que hace referencia el numeral ii) en lo concerniente a los establecimientos bancarios, dichos establecimientos deberán contar con la siguiente calificación de riesgo, según el plazo de la inversión, así:

- a) Para inversiones con plazo igual o inferior a un (1) año, el establecimiento bancario deberá contar con una calificación vigente correspondiente a la máxima categoría para el corto plazo de acuerdo con las escalas usadas por las sociedades calificadoras que la otorgan y contar como mínimo con la segunda mejor calificación vigente para el largo plazo utilizada por las respectivas sociedades;
- b) Para inversiones con plazo superior a un (1) año, el establecimiento bancario deberá contar con la máxima calificación vigente para el largo plazo según la escala utilizada por las sociedades calificadoras y la máxima calificación para el corto plazo de acuerdo con la escala utilizada para este plazo.

Parágrafo 2°. Respecto a los actos y contratos que impliquen de cualquier manera el depósito, la disposición, adquisición, manejo, custodia, administración de dinero, de títulos y en general de valores celebrados por las entidades territoriales y sus descentralizadas, se aplicarán como mínimo los parámetros establecidos en el artículo 15 del presente decreto". (este artículo se refiere a las políticas, reglas, procedimientos para la administración de recursos)".

¹⁷ Ver el Decreto 1242 de 2013 que sustituye la parte 3 del Libro 1 del Título 2 del Decreto Único 2555 de 2010.

En conclusión la facultad de las entidades estatales y de las sociedades fiduciarias para invertir los excedentes de tesorería está regulada; el poder de decisión de estas instituciones en tal materia es restringido y habrá de juzgarse la responsabilidad fiduciaria con base en la gestión fiduciaria, considerando el marco de acción establecido por las normas y por el contrato fiduciario.

3. LA RESPONSABILIDAD ESPECIAL DE LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS EN CONTRATOS FIDUCIARIOS QUE ADMINISTREN RECURSOS PÚBLICOS

El artículo 1234 del Código de Comercio, impone al fiduciario la obligación de realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad de la fiducia, respondiendo hasta por la culpa leve.

Así mismo, le impone la obligación a la sociedad fiduciaria de procurar el mayor rendimiento de los bienes objeto del negocio fiduciario, salvo determinación contraria del acto constitutivo, norma que puede tener particular relevancia en el caso de bienes estatales.

Sobre el particular ha señalado la Superintendencia Financiera:

“Así las cosas, resulta claro que la fiduciaria está obligada a actuar en forma diligente y prudente buscando siempre cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo, siendo preciso para alcanzar dicho objetivo el observar los deberes indelegables que le imponen tanto la ley como el contrato fiduciario, gestión que debe corresponder a la requerida a todo profesional con ocasión de la administración de negocios ajenos respondiendo hasta de la culpa leve en el cumplimiento de la misma, según lo establece el artículo 1243 del Código de Comercio.” (Subraya fuera del texto)¹⁹

De otra parte, el estatuto anticorrupción (ley 1474 de 2011) estableció la responsabilidad disciplinaria de las sociedades fiduciarias y de sus empleados cuando administren recursos públicos u oficiales, en los siguientes términos:

“ARTÍCULO 44. SUJETOS DISCIPLINABLES. El artículo 53 de la Ley 734 de 2002, quedará así:

El presente régimen se aplica a los particulares que cumplan labores de interventoría o supervisión en los contratos estatales; también a quienes ejerzan funciones públicas, de manera permanente o transitoria, en lo que tienen que ver con estas, y a quienes administren recursos públicos u oficiales.”(...)

“Administran recursos públicos aquellos particulares que recaudan, custodian, liquidan o disponen el uso de rentas parafiscales, de rentas que hacen parte del presupuesto de

¹⁹Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 23 de mayo de 2012. Disponible en la web: <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2003/fiduciamentil042.htm>.

las entidades públicas o que estas últimas han destinado para su utilización con fines específicos.”

De acuerdo con la disposición anterior, los agentes fiduciarios son sujetos de la acción disciplinaria de la Procuraduría.

Así mismo, la administración de los recursos públicos somete a la sociedad fiduciaria y en particular a su representante legal al control fiscal de la Contraloría General de la República, de conformidad con la Ley 42 de 1993. Sobre el particular señala el artículo segundo de la norma mencionada lo siguiente:

“Artículo 2º.- Son sujetos de control fiscal los órganos que integran las ramas legislativa y judicial, los órganos autónomos e independientes como los de control y electorales, los organismos que hacen parte de la estructura de la administración nacional y demás entidades nacionales, los organismos creados por la Constitución Nacional y la ley que tienen régimen especial, las sociedades de economía mixta, las empresas industriales y comerciales del Estado, los particulares que manejen fondos o bienes del Estado, las personas jurídicas y cualquier otro tipo de organización o sociedad que maneje recursos del Estado en lo relacionado con éstos y el Banco de la República.

Se entiende por administración nacional, para efectos de la presente Ley, las entidades enumeradas en este artículo.

Esta capacidad de la Contraloría se reitera en el artículo 49 de la Ley 42 de 1993 en los siguientes términos:

“Artículo 49º.- La Contraloría General de la República vigila la gestión fiscal de la administración y de los particulares o entidades que manejen fondos o bienes de la Nación”...

La competencia de la Contraloría General de la República es la de vigilar la gestión fiscal de aquellos que administran recursos públicos y determina los casos en los cuales se presenta daño antijurídico a los intereses patrimoniales del Estado (detrimento patrimonial de los recursos públicos), asunto sobre el cual volveré adelante.

La diligencia a cargo de la sociedad fiduciaria es su deber fundamental, es el elemento esencial de la fiducia, la confianza en el buen administrador, en la medida en que el fiduciario es un gestor profesional de negocios ajenos y por lo tanto debe actuar de manera diligente y profesional como “un buen hombre de negocios”, so pena de responder hasta la culpa leve por su gestión.

Al respecto, el doctrinante Dr. Sergio Rodríguez Azuero, señala además que el deber de prudencia, es la conducta principal que debe seguir el fiduciario, la cual supone “la diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios” – artículo 63 de Código de Comercio-. Así,

supone la realización en forma diligente y cauta de todos los actos necesarios para la debida consecución de la finalidad de la fiducia, teniendo en cuenta su condición de gestor profesional.

Nuevamente recabo que habrá que tenerse en cuenta en la administración de los recursos públicos, además de lo anterior, los términos de los contratos fiduciarios, las normas de inversión, así como las políticas, reglas y procedimientos a que se refiere el Decreto 1525 de 2008, incluyendo en su caso la obligación de definir y aplicar políticas relacionadas con la planeación financiera, y el sistema de administración de riesgos por parte de las entidades reguladas por el capítulo II del Decreto 1525 para la realización de las operaciones reguladas en ese capítulo.

4. LA RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA ANTE LOS RIESGOS DE MERCADO

Las disposiciones legales establecen que la obligación fiduciaria es de medio, así como establece la separación de los activos fideicomitidos, de los propios de la sociedad fiduciaria²⁰, de manera que los riesgos de la entidad no afecten los recursos administrados; por igual razón no deben ser de cargo de la sociedad fiduciaria las utilidades o pérdidas que arroje la adecuada administración de los recursos, cuando se han realizado las inversiones de conformidad con el contrato y las normas legales²¹.

Ahora bien, toda inversión conlleva un riesgo de mercado; el artículo 41 del Decreto 1525 de 2008 establece al respecto lo siguiente: *“El riesgo de mercado se entiende como la contingencia de pérdida o ganancia, por la variación del valor de mercado frente al valor registrado de la inversión, producto del cambio en las condiciones de mercado, incluida la variación en las tasas de interés o de cambio”*.

Lo primero que se advierte es que la gestión de un portafolio de inversión no puede analizarse desde la óptica de una inversión individual, sino de un portafolio de valores que en conjunto son administrados como lo establece la ley “para procurar el mayor rendimiento de los bienes objeto del negocio fiduciario”

Es necesario determinar qué sucede cuando por hechos de mercado generalizados, que afectan por igual a todos los agentes del mercado, se produce la pérdida en las inversiones realizadas con recursos públicos en los títulos que permite el reglamento, incluyendo Fondos Comunes Ordinarios, hoy denominados Fondos de Inversión Colectiva, o en los otros vehículos de inversión legalmente autorizados.

Para ello, resulta necesario analizar cómo se valoran los portafolios de inversiones “a precios de mercado” de conformidad con la regulación de la Superintendencia Financiera, y cómo las condiciones cambiantes de los mercados inciden directamente en los precios de los valores que conforman los portafolios.

²⁰ Código de Comercio, artículo 1234, numeral 2.

²¹ Código de Comercio, artículo 1234, numeral 3.

De conformidad con el Capítulo I de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995) de la Superintendencia Financiera, se define el objetivo y periodicidad de la valoración de las inversiones, de la siguiente manera:

“La valoración de las inversiones tiene como objetivo fundamental el cálculo, el registro contable y la revelación al mercado del valor o precio justo de intercambio al cual un valor, podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en dicha fecha.

Para los efectos propios de la presente norma, el precio justo de intercambio que se establezca debe corresponder a aquel por el cual un comprador y un vendedor, suficientemente informados, están dispuestos a transar el correspondiente valor^{1”}.

Se considera precio justo de intercambio:

- *El que sea determinado por los proveedores de precios empleando aquellas metodologías que cumplan con los requisitos contenidos en el capítulo XVI del Título I de la Circular Básica jurídica.²³*
- *El que se determine mediante otros métodos establecidos en la presente circular^{24”}*

La normativa de valoración de portafolios establece el período de su valoración en los siguientes términos:

“La valoración de las inversiones se debe efectuar diariamente, a menos que en la presente norma o en otras disposiciones se indique una frecuencia diferente. Así mismo, los registros contables necesarios para el reconocimiento de la valoración de las inversiones se deben efectuar con la misma frecuencia prevista para la valoración^{1”}.

Los activos de un portafolio, sean de renta fija o de renta variable, con independencia de la regulación aplicable, pueden tener variaciones en precio y en la rentabilidad durante el término de la inversión por las variaciones de los mercados y por los elementos financieros de la inversión, considerando el plazo al vencimiento, los pagos de intereses y la tasa de indexación, en los casos que aplica; dada la obligación de valorar a precios de mercado los activos que componen el portafolio; todos ellos generalmente tienen un precio y una rentabilidad diferente a la inicialmente prevista, con independencia de la diligencia de su administrador.

²³ Los proveedores de precios están regulados por el el libro 16 del Decreto 2555 de 2010 (artículo 2.16 del Decreto mencionado).

²⁴ Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995).

La asociación de Fiduciarias nos proporcionó el siguiente ejemplo en que se detallan los valores de mercado de un bono teórico al descuento en diferentes fechas de su vida (el cual solo tiene un flujo final), utilizando la fórmula de valor presente:

$$VP = VF / ((1 + i)^{(n/365)})$$

VP= Es el valor de mercado que se registra el día en que se realiza la valoración

VF= Es el valor de la inversión al momento de su redención. Dado que es un título con tasa fija, desde el inicio se conoce el valor de los intereses y el valor total a pagar por el emisor.

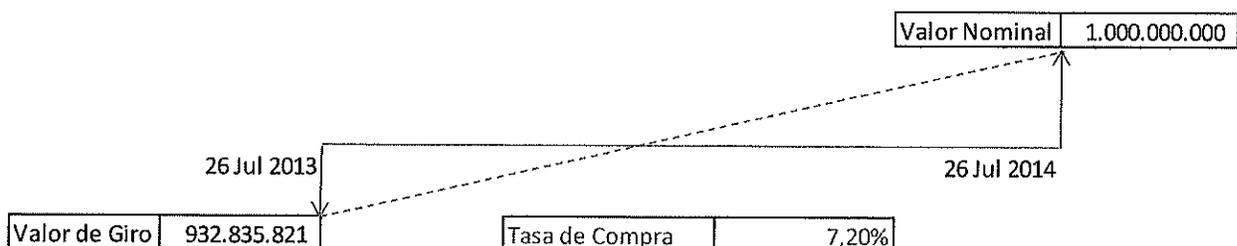
I= Corresponde a la tasa de mercado del día de valoración y que es dada por el proveedor de precios

n = Corresponde a los días al vencimiento de la inversión calculados el día que se realiza la valoración

Las condiciones de la inversión y los valores de mercado presentados son:

Datos Generales	
Valor nominal	1.000.000.000
Tasa de interés	7,20%
Modalidad de pago	PV
Fecha de emisión	26 Jul 2013
Fecha de vencimiento	26 Jul 2014

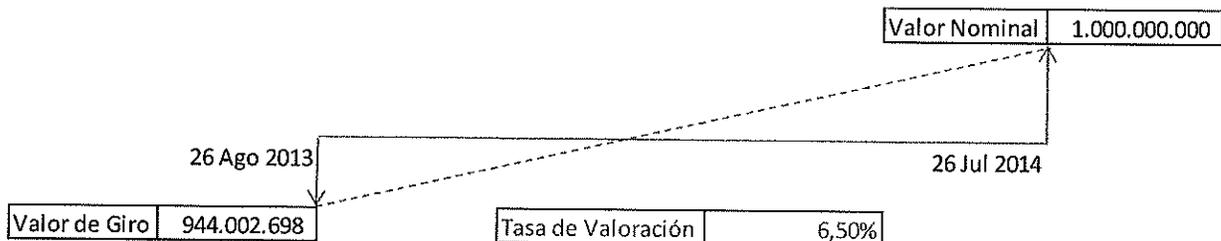
Teniendo en cuenta los anteriores datos, la valoración del título en la fecha de emisión permite calcular un precio de 93.28, lo que da un valor de compra de \$932.835.821, como se muestra en el siguiente gráfico:



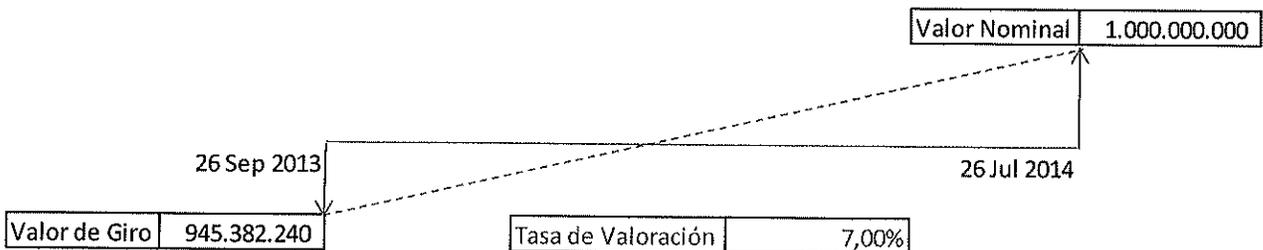
En la siguiente tabla se calcula la valoración para algunos días posteriores a la compra, con el fin de mostrar de forma matemática el comportamiento de los precios, generado por efecto de cambios en la tasa del título. Se destaca que en la medida que la tasa disminuye del 7,20% al 6,50% el precio del título pasa del 93,28 al 94,40, evidenciando una relación inversa entre la tasa y el precio.

Fecha	Flujo	No. de días	Tasa	Precio	VP flujo
26/07/2013	1.000.000.000	365	7,20%	93,28	932.835.821
26/08/2013	1.000.000.000	334	6,50%	94,40	944.002.698
26/09/2013	1.000.000.000	303	7,00%	94,54	945.382.240

Valoración al 26 de agosto de 2013:



Valoración al 26 de septiembre de 2013:



Como se puede observar, en este caso, la tasa de valoración varía cada día de acuerdo con las condiciones de mercado y, por ende, dadas las condiciones financieras del título, y en consecuencia el precio del mismo también se modifica en las mismas fechas.

En la valoración de las inversiones de renta fija, existe una relación inversa entre la tasa de mercado y el precio del activo. En los títulos de renta fija cuando la tasa de mercado aumenta, los precios de los activos disminuyen, lo que se denomina “desvalorización del activo”, como se explica a continuación en el ejemplo que nos proporcionó la Asociación de Fiduciarias:

El precio de un título de renta fija está dado por la siguiente fórmula:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1 + TIR)^T}$$

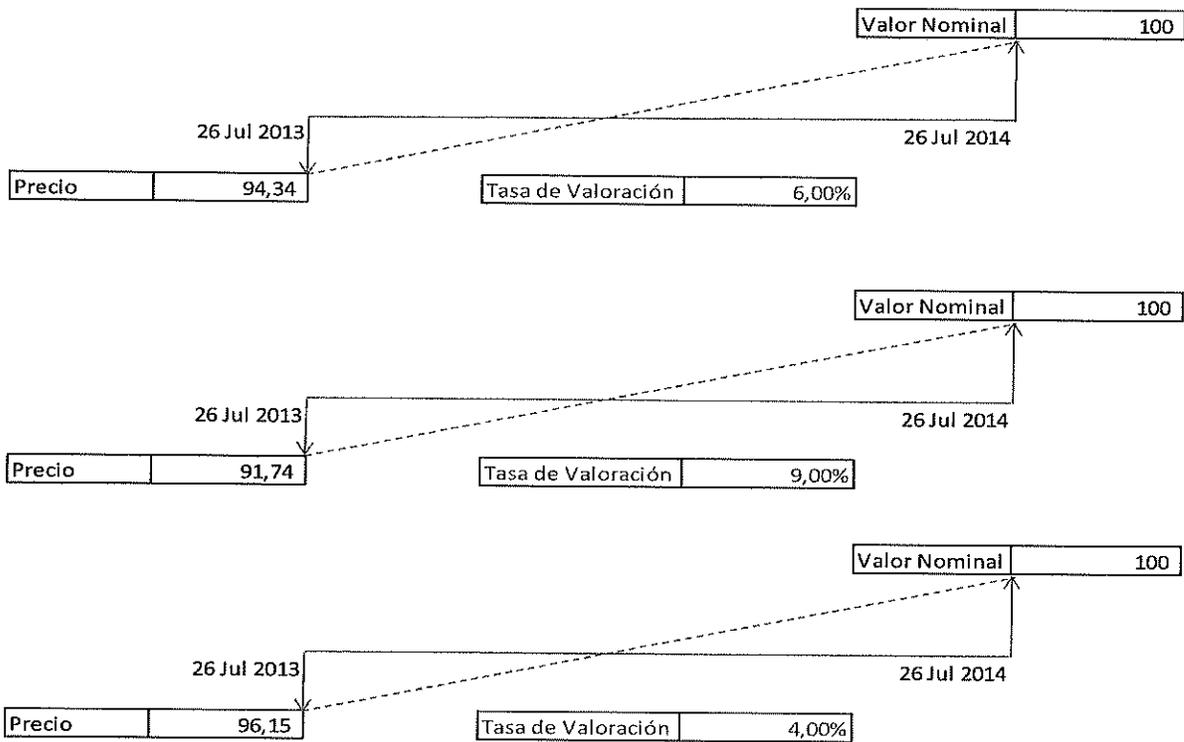
En donde:

- P: Precio del bono
- F: Flujos de caja
- TIR: Tasa interna de rentabilidad
- T: Tiempo

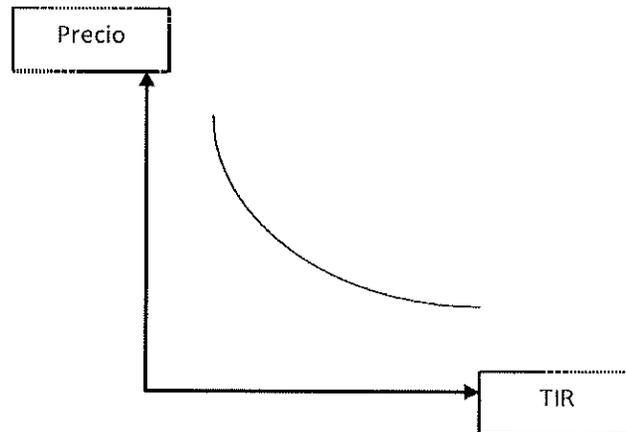
El precio y la TIR tienen una relación inversa. Si la TIR sube, el precio disminuye y cuando la TIR baja, el precio aumenta.

Así se tiene que un bono a un año de vencimiento con una TIR inicial de 6%, aumenta hasta el 9%, en este caso el precio registra una caída. Es decir, el tenedor del título, comprado inicialmente al 6%, tendría que entregarle al nuevo comprador una tasa de rentabilidad superior en 300pb, lo que implica necesariamente una disminución en el valor del título que permita al comprador ganarse la rentabilidad del 9%. Si, por el contrario, la TIR disminuye hasta el 4%, el precio del título se incrementa ya que el tenedor del título entregará al comprador una tasa de rentabilidad inferior a la de su tasa de compra, es decir, se gana la diferencia entre el 6% y el 4%.

Fecha	Tasa	Precio
26/07/2013	6,00%	94,34
26/07/2013	9,00%	91,74
26/07/2013	4,00%	96,15



Entonces, en términos gráficos, la relación entre el precio y la TIR (o tasa de negociación o valoración) de un instrumento de renta fija sería así:



Lo que se colige es que no toda valoración negativa implica una pérdida, y que aún con la mayor prudencia y diligencia se pueden generar pérdidas por riesgos de mercado ya que los precios de los valores pueden afectarse por factores macroeconómicos y técnicos, así como por el comportamiento anterior de las variables, y por las expectativas que se tengan sobre todos ellos.

Entre estos factores están las siguientes variables macroeconómicas, que afectan el desempeño de los mercados:

- Inflación
- Desempleo
- Producto Interno Bruto - PIB
- Tasas de interés
- Términos de intercambio

También son considerados en la valoración los siguientes factores:

- Cambios en la calificación de riesgo país
- Cambios en la calificación del emisor del título
- Condiciones financieras y proyecciones de los emisores, bien sean empresa o gobierno.
- Coyuntura económica global.
- Entorno político.
- Políticas fiscales.

Los portafolios están conformados por un número plural de títulos, por lo cual no deben ser analizados de manera individual, tal y como lo propone la teoría de portafolios creada por Harry Markowitz. De acuerdo con esta teoría, el inversor debe abordar el portafolio como un todo,

estudiando las características de riesgo y retorno global, en lugar de escoger activos individuales en virtud del retorno esperado de cada título en particular²⁵.

En atención a lo anterior, la administración de portafolios implica la gestión activa de todos los recursos que conforman el portafolio de inversión. En este sentido la decisión de tener un porcentaje del portafolio en liquidez, también responde a una estrategia global del portafolio, independientemente de las normas de registro contable aplicables en Colombia.

La gestión activa es ejecutada por profesionales que se esfuerzan por superar los objetivos específicos. Es decir, generar retornos adicionales que provengan del *security selection* y/o del *alpha* generado por el administrador del portafolio.

Así, las decisiones se toman con la información disponible en el momento y, pueden ser decisiones acertadas de inversión, sin embargo, con el paso del tiempo y con las expectativas de mercado, se hace necesario volver a sopesar todas las variables para volver a tomar decisiones de inversión o desinversión. Lo anterior se enmarca siempre dentro del contexto de una gestión global del portafolio.

También se da la gestión pasiva del portafolio, que intenta replicar el patrón de cambio de un determinado índice. (por ejemplo, ETFs, fondos indexados).

Los portafolios pueden presentar en un momento una valoración negativa (pérdida contable) cuando el valor (precio) de venta de la inversión es menor al valor (precio) de valoración de la inversión del día anterior, como se aprecia en los siguientes ejemplos, preparados por la Asociación de Fiduciarias:

Pérdida contable por valoración

Ejemplo 1

Precio de compra día 1: 100

Precio de valoración día 2: 103

Precio de venta día 3: 101

Suponiendo que no hay flujos intermedios, la operación genera una ganancia neta de 1, dada por la diferencia entre el precio de venta y el de compra, aunque en el día de realización de la venta se haya

²⁵ Markowitz, H.M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*

reflejado un asiento contable de -2, debido a la diferencia entre el precio de venta y el precio de valoración del día anterior, por lo cual no debería considerarse una pérdida en venta real, sino contable.

Ejemplo 2

Fecha de Compra	Valor de compra
17/02/2013	2,000,000,000

Valoración en diferentes fechas		
Fecha Valoración	Valoración	Valorización o desvalorización
17/02/2013	2,000,200,000	200,000
18/02/2013	2,000,400,000	200,000
19/02/2013	2,000,500,000	100,000
20/02/2013	2,000,300,000	(200,000)

Fecha de Venta	Valor de venta	Utilidad en venta
21/02/2013	2,000,200,000	(100,000)

De acuerdo con la normatividad ya mencionada de la Superintendencia Financiera, para el caso del ejemplo 2, entre febrero 17 y febrero 20 se registran valorizaciones y desvalorizaciones contables, por efecto de las condiciones del mercado. Ahora bien, si el título se vende el 21 de febrero, la contabilidad registra la diferencia entre la venta y el valor de mercado del día anterior como una pérdida de \$100.000.

Resumen Contable del Ejemplo 2:

CONCEPTO	DEBITO	CREDITO
Compra de título		2.000.000.000
Utilidad por valoración		500.000
Pérdida en valoración	200.000	
Pérdida en venta	100.000	
Venta de título	2.000.200.000	
Sumas Iguales	2.000.500.000	2.000.500.000

Dinámica Contable del Ejemplo 2:

Fecha : 17/02/2013

Cuenta	DEBITO	CREDITO
713XXXINVERSIONES	2,000,000,000	
711XXXBANCOS		2,000,000,000
713XXXINVERSIONES	200,000.00	
741XXXINGRESOS POR INCREMENTO EN VR DE MERCADO		200,000.00

Fecha : 18/02/2013

Cuenta	DEBITO	CREDITO
713XXXINVERSIONES	200,000	
741XXXDISMINUCIÓN EN VR DE MERCADO		200,000

Fecha : 19/02/2013

Cuenta	DEBITO	CREDITO
713XXXINVERSIONES	100,000	
741XXXINGRESOS POR INCREMENTO EN VR DE MERCADO		100,000

Fecha : 20/02/2013

Cuenta	DEBITO	CREDITO
713XXXINVERSIONES		200,000
741XXXINGRESOS POR INCREMENTO EN VR DE MERCADO	200,000	

Fecha : 21/02/2013

Cuenta	DEBITO	CREDITO
711XXXBANCOS	2,000,200,000	
713XXXINVERSIONES		2,000,300,000
75125XXXPÉRDIDA POR VENTA DE INVERSIONES	100,000	

Valoración ganada en la operación	300.000
Pérdida en venta	100.000
Utilidad neta contable	200.000

El administrador de portafolio puede definir que la mejor estrategia es enajenar o vender inversiones, sin embargo, puede darse la situación que el precio de venta sea menor al precio de valoración, generándose una pérdida contable respecto al día anterior, más no sobre el valor de compra.

En un escenario como el presentado, para definir que existe una pérdida o detrimento patrimonial, se estaría teniendo en cuenta solo una operación y no el portafolio en su conjunto, lo que financieramente no es correcto, y conduce a limitar la administración activa del portafolio y llevaría al

absurdo que solo se podrán realizar recomposiciones de portafolio cuando el precio de valoración de la inversión sea inferior al posible precio de venta.

Así mismo, cuando las expectativas sean de desvalorización de una inversión específica, esta restricción no permitirá vender dicha inversión con el fin de cambiarla por títulos con proyecciones de ganancia. Estas pérdidas de valoración no corresponden con el concepto de detrimento patrimonial al cual nos referimos adelante.

Pérdida por Tir (tasa) de compra

En el caso de inversiones de renta fija, pueden presentarse pérdidas por tasa de compra, cuando la tasa de venta del título de renta fija es mayor a la tasa de compra, por la relación inversa existente entre tasa y precio del título, a la cual nos referimos antes.

Cuando la tasa de venta es mayor a la tasa de compra podría reflejarse una pérdida si no se tienen en cuenta los flujos intermedios o pagos de intereses y/o capital; sin embargo, si se calcula la Tasa Interna de Retorno de Tenencia del título, (es decir la tasa que tiene en cuenta los pagos intermedios, bien sea amortizaciones de capital o cobros de intereses de la inversión desde su compra hasta su venta) puede que sea positiva, reflejando que no hubo dicha pérdida. Este caso no se puede considerar como detrimento patrimonial.

Existe también la posibilidad de que la Tir de tenencia siendo negativa no se considere como detrimento patrimonial, si lo que busca el administrador es salvaguardar los intereses del inversionista, frente a riesgos futuros que requieran mitigarse.

Ejemplo sin flujos intermedios:

Tir de compra día 1= 7%

Tir de venta día 30= 8%

Diferencia= 1%

Cuando un título de renta fija a tasa fija es vendido a una tasa superior a la tasa de compra, la rentabilidad efectiva del título será menor a la rentabilidad esperada de la inversión. La rentabilidad esperada es la TIR de compra. En este caso deben tenerse en cuenta los flujos intermedios pues la sola diferencia entre la tasa de compra y la tasa de venta no significa que la rentabilidad de la operación desde su compra sea negativa.

Si el juicio de valor sobre la pérdida se mantuviera en el simple criterio del “menor valor” sin considerar los otros factores de rentas intermedias, o rentabilidad previa, obtenida por el titular del portafolio, si se obligará a mantener la posición durante la tendencia alcista de las tasas y, el título continuará perdiendo valor.

Bajo este escenario, se asume un costo de oportunidad, dado que si el administrador no estuviera limitado para vender, podría bajo su buen juicio profesional, responsable y diligente, utilizar los recursos de dicha venta para comprar otros activos que conforme a sus expectativas tengan potencial de valorización, de forma que se logre un resultado integral del portafolio y no de cada uno de sus títulos de forma independiente.

Pérdida por valor de compra

Otra situación que ilustra las variaciones por riesgo de mercado, que no implica un detrimento patrimonial, se presenta cuando el valor de venta de la inversión es menor al valor de compra de la inversión. El siguiente ejemplo, proporcionado por Asofiduciarias, representa la entrada y salida de efectivo del título, sin tener en cuenta su valoración.

Ejemplo:

Concepto	Fecha	Monto
Compra	02/05/2009	(1.000.000.000)
Intereses	02/05/2010	80.000.000
Intereses	02/05/2011	80.000.000
Intereses	02/05/2012	80.000.000
Venta	20/05/2013	980.000.000
	Rendimientos	220.000.000
	TIR	5,64%

En este caso, aunque el valor de venta es menor al de compra, el rendimiento efectivo es positivo. Por lo anterior no podría considerarse la existencia de un detrimento patrimonial.

Estimar que en este caso considerar en forma errónea se puede presentar un detrimento patrimonial, generaría rigidez en la administración del portafolio, en particular en mercados con precios a la baja, que puede afectar negativamente y de manera continua al portafolio.

Así, en caso de una tendencia marcada de precios a la baja, si se imponen restricciones sobre el valor de venta, se obligará a mantener la posición durante la tendencia negativa de precios y, el título continuará perdiendo valor.

En estos casos, aunque se presente el caso de un rendimiento efectivo negativo, se asume un costo de oportunidad, dado que si el administrador puede vender, podría utilizar los recursos de dicha venta para comprar otros activos que, conforme a sus expectativas tengan potencial de valorización.

TIR de Tenencia

Otro caso que se puede presentar en la administración de portafolios es la posibilidad de que la TIR de tenencia sea inferior a cero, en otras palabras, que el retorno de un título entre el momento de compra y el de venta sea negativo, al considerar los flujos recibidos y pagados durante el periodo.

El administrador del portafolio no puede legalmente garantizar que el retorno total de la inversión sea positivo, es decir que la suma de valores positivos sea superior a los pagados, asegurando la preservación de capital, dado que los ingresos siempre serán mayores o iguales que los egresos, sin embargo, no tienen en cuenta las tasas de oportunidad.

Bajo este escenario, se asume un costo de oportunidad, dado que si el administrador no estuviera limitado para vender, podría utilizar los recursos de dicha venta para comprar otros activos que conforme a sus expectativas tengan potencial de valorización, y pueda realizar las recomposiciones del portafolio que estén encaminadas a generar retornos esperados superiores ajustados a los niveles de riesgo.

Comparación con un indicador

Otro caso en el cual no se puede predicar un detrimento patrimonial es aquél que se presenta al comprar a una tasa por debajo del IPC o DTF, o cualquier otro referente, es decir con una Tasa Real Positiva.

Las tasas de interés de los títulos de renta fija dependen del comportamiento de aspectos tales como la inflación y la tasa de intervención de política monetaria del Banco de la República, así como de los indicadores macroeconómicos y de las condiciones de liquidez de la economía.

Un ejemplo de lo anterior es el efecto que tienen las decisiones sobre la tasa de intervención de política monetaria: *“cuando el Banco de la República altera sus tasas de intervención, afecta las tasas de interés de mercado, la tasa de cambio y el costo del crédito, poniendo en marcha una serie de mecanismos que influyen sobre:*

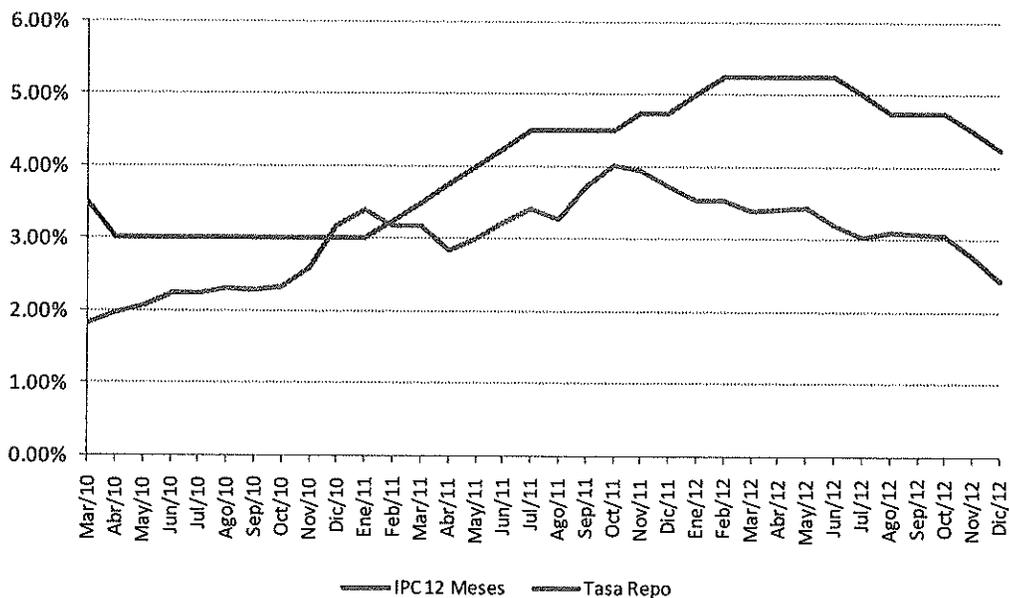
- *Los mercados financieros.*
- *Las decisiones de gasto, producción y empleo de los agentes.*
- *Las expectativas de los agentes económicos, a partir de los anuncios de política.*
- *La tasa de inflación, luego de un rezago de tiempo largo y variable.*

Esta sucesión de mecanismos se conocen con el nombre de Mecanismos de Transmisión. Estos se refieren a los procesos o canales mediante los cuales las decisiones de política monetaria se transmiten al producto y la inflación²⁶”.

²⁶ <http://www.banrep.gov.co/politica-monetaria/index.html>

Vale la pena resaltar que pueden existir periodos de tiempo durante los cuales la tasa de intervención se ubique por debajo del índice de inflación (IPC corrido 12 meses), es decir que la tasa real de intervención sea negativa, tal y como se puede evidenciar en el siguiente grafico para el periodo comprendido entre diciembre del 2010 y enero del 2011:

Gráfico No. 1



Es así como pueden presentarse casos en los que las tasas de interés de mercado de los títulos admisibles para el portafolio sean adquiridos en niveles inferiores al IPC. Por tal motivo, no es procedente afirmar que comprar títulos a tasas inferiores al índice de inflación origina pérdidas reales a los recursos administrados, pues las expectativas de inflaciones futuras también se ven afectadas, comparar con las inflaciones pasadas no puede ser un determinante de detrimento patrimonial.

Venta a pérdida para prevenir una pérdida mayor

También puede darse el caso en que el rendimiento de una inversión particular del portafolio sea negativo, lo cual tampoco debería considerarse como detrimento patrimonial, si lo que busca el

administrador es salvaguardar los intereses del inversionista, frente a riesgos futuros que se quieran prevenir. La decisión de venta debe responder a un análisis ilustrado del total del portafolio.

En síntesis, al momento de evaluar los resultados de la gestión de portafolio es fundamental que se analice el mismo de manera integral en lugar de tomar cada una de sus inversiones individuales; es esencial que se tengan en cuenta siempre los flujos de intereses, amortizaciones, cupones y dividendos recibidos a lo largo de la tenencia de la inversión, pues estos hacen parte de los resultados en la gestión del portafolio y; es determinante tener en cuenta las expectativas y variables que afectan los mercados, así como el costo de oportunidad que se puede generar.

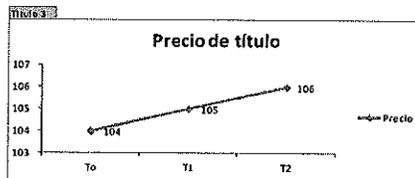
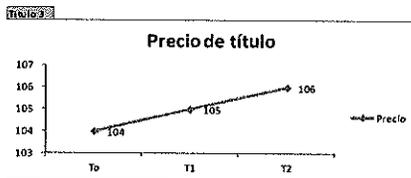
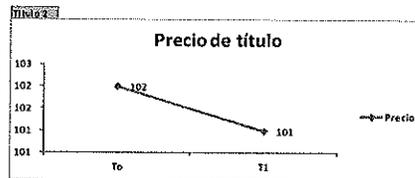
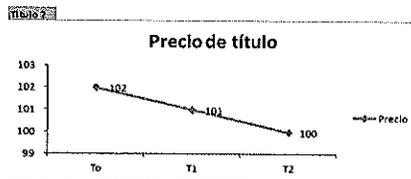
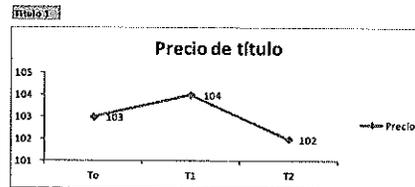
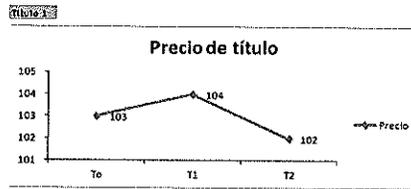
Así lo ilustra el siguiente ejemplo proporcionado por Asofiduciarias:

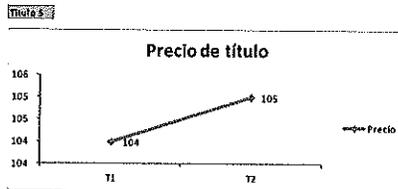
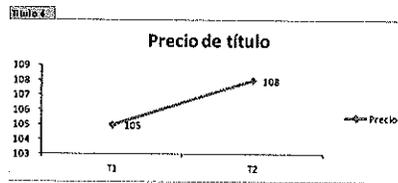
P.1 Portafolio con restricciones por Detrimiento Patrimonial	P.2 Portafolio sin restricciones
Este portafolio recibe un aporte inicial de \$100.000 pesos, con este dinero se compran los títulos 1, 2, y 3. Los cuales fueron comprados con unas buenas expectativas, y cumpliendo con el régimen de inversión vigente para el portafolio.	Este portafolio recibe un aporte inicial de \$100.000 pesos, con este dinero se compran los títulos 1, 2, y 3. Los cuales fueron comprados con unas buenas expectativas, y cumpliendo con el régimen de inversión vigente para el portafolio.
En los títulos 1 y 2 se presentaron caídas en los precios. Las expectativas para estos títulos son negativas	En los títulos 1 y 2 se presentaron caídas en los precios. Las expectativas para estos títulos son negativas
La decisión de vender los títulos 1 y 2 no es válida ya que estos presentarían pérdida contable o pérdida por valor de compra.	Se realizó recomposición del portafolio, con lo cual se toma la decisión de vender los títulos 1 y 2, y comprar los títulos 4 y 5
Se mantienen las pérdidas de los títulos 1 y 2, para no ser sujetos de un señalamiento de Detrimiento Patrimonial	El portafolio se encuentra generando la valorización esperada.
Resultado del Portafolio en el mes = pérdida de \$100	Resultado del Portafolio en el mes = utilidad de valorización \$2.000, menos pérdida en venta de \$500 = utilidad neta de \$1.500
Valor de portafolio a fin de mes = 103.000	Valor de portafolio a fin de mes = 106.300

	Valores nominales del título			Precio			Valor de Mercado			Utilidad/ Pérdida
	To	T1	T2	To	T1	T2	To	T1	T2	
Título 1	30,000	30,000	30,000	103	104	102	30,900	31,200	30,600	(300)
Título 2	30,000	30,000	30,000	102	101	100	30,600	30,300	30,000	(600)
Título 3	40,000	40,000	40,000	104	105	106	41,600	42,000	42,400	800
	100,000	100,000	100,000				103,100	103,500	103,000	(100)

	Valores nominales			Precio			Valor de Mercado			Utilidad/ Pérdida
	To	T1	T2	To	T1	T2	To	T1	T2	
Título 1	30,000	30,000		103	104		30,900	31,200		300
Título 2	30,000	30,000		102	101		30,600	30,300		(300)
Título 3	40,000	40,000	40,000	104	105	106	41,600	42,000	42,400	800
Título 4		30,000	30,000		105	108	-	31,500	32,400	900
Título 5		30,000	30,000		104	105	-	31,200	31,500	300
	100,000	100,000	100,000				103,100	104,700	105,300	2,000

	Valor de Venta	Pérdida en vta
Título 1	31,000	(200)
Título 2	30,000	(300)





En los casos anteriores se presentan riesgos de mercado que no son imputables a las Sociedades Fiduciarias sino a riesgos de mercado generalizados, o a circunstancias de rigidez en la administración de portafolios²⁷ que afectan por igual a todos los agentes del mercado, que pudieron producir pérdida en las inversiones realizadas con recursos públicos, en los títulos que permite el reglamento, incluyendo Fondos de Inversión Colectiva, o portafolios con régimen especial de inversión .

Ante cambios y/o movimientos adversos en los factores de riesgo coyunturales del mercado que resultan impredecibles, originados en hechos de terceros, como fue el caso de la variación del valor en los títulos de renta fija ocurrido durante los meses de mayo y junio del presente año, generados por fenómenos de política económica internacional, y por el anuncio de una norma sobre rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, lo que significó una ausencia marcada de partícipes en los mercados, resulta improcedente pretender adjudicar a la fiduciaria la responsabilidad por las posibles pérdidas que se generen en los portafolios de renta fija, como ya se indicó, por la materialización de riesgos extendidos de mercado.

En esta materia, toda inversión debería contabilizarse a precios de mercado, así que en tiempos de crisis de mercado, todas las inversiones deben tener los mismos factores de riesgo. Las inversiones no se deberían contabilizar por sus precios faciales, sino por los de mercado.

En el caso de portafolios con Títulos de Tesorería TES, Clase "B" , adquiridos directamente en la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se parte de inversiones obligatorias, donde el reglamento ordena que las inversiones de recursos públicos se hagan en TES de conformidad con el Decreto 1525; en consecuencia los riesgos de mercado que puedan afectar esos títulos no pueden ser responsabilidad de la entidad estatal, ni de la Sociedad Fiduciaria administradora, ni siquiera en el grado de culpa leve, en la medida que no se cuenta con la facultad de invertir esos excedentes financieros en otra clase de activos.

²⁷ Artículo 57 del Decreto 1525 de 2008.

Aquí las entidades se encuentran en una casual de exoneración de responsabilidad, tanto patrimonial, como fiscal y disciplinaria, por estar obrando conforme con una norma vigente de aplicación obligatoria. Así pues, no sería posible considerar que al cumplir con obligaciones legales la entidad estatal o su administrador fiduciario incurran en detrimento patrimonial si llegara a ocurrir alguna pérdida en la inversión de los excedentes de liquidez en TES.

Similar situación tendrían otras entidades estatales que hubieran invertido en TES con base en el ofrecimiento de los excedentes de liquidez al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, o cuando de conformidad con las normas propias de administración de los portafolios se generaron pérdidas pese a la aplicación de los mecanismos de administración del riesgo de mercado por parte de los administradores, o cuando hubiera sido preciso liquidar inversiones con pérdidas de capital.

Así mismo, ha de tenerse en cuenta que la pérdida, o el posible detrimento patrimonial, solo se materializa cuando se liquida la inversión; de manera que las pérdidas en valoración de un portafolio o de un título no implican una pérdida patrimonial, sino únicamente reflejan la valoración de las posiciones a precios de liquidación disponibles fácilmente y obtenidos de fuentes independientes.

Estas valoraciones negativas de los portafolios de recursos estatales pueden recuperarse en el tiempo con la reacción de los mercados, y siempre ha de considerarse el administrador si la manera de evitar la pérdida frente al riesgo de mercado consiste en no liquidar la inversión y esperar que recupere su valor.

Cuando se trata de inversiones en fondos de inversión colectiva, la regulación para las entidades estatales no había tenido en cuenta condiciones de valoraciones negativas y pueden generar problemas de interpretación, que ha de ser dilucidadas en regulaciones que consideren el riesgo de mercado de los portafolios. Sólo hasta la expedición del Decreto 1242 del 14 de junio de 2013, expedido casi al final de la crisis de mercado, de reguló la materia, con las siguientes reglas:

“Artículo 3.1.1.1.1 Sociedades autorizadas y ámbito de aplicación. Los fondos de inversión colectiva previstos en esta Parte sólo podrán ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión. Las cuales en lo relativo a fondos de inversión colectiva se denominarán genéricamente sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva. Las sociedades mencionadas, en relación con la administración de fondos de inversión colectiva, únicamente estarán sujetas a lo previsto en esta Parte.

Parágrafo. Las normas de la presente Parte no aplican a los fondos de pensiones y de cesantías, a los fondos de pensiones voluntarias previstos en los artículos 168 y siguientes del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, a los fondos mutuos de inversión, a los fondos de capital extranjero previstos en el Decreto 2080 de 2000, ni a los fondos de

inversión inmobiliaria establecidos en el artículo 41 de la Ley 820 de 2003, reglamentados por el Decreto 1877 de 2004”.

El Decreto, también determina el camino a seguir cuando ocurra un cambio imprevisible en el mercado; al respecto establece:

“Artículo 3.1.1.4.3 Ajustes temporales por cambios en las condiciones de mercado. Cuando circunstancias extraordinarias. Imprevistas o imprevisibles en el mercado hagan imposible el cumplimiento de la política de inversión del respectivo fondo de inversión colectiva o familia de fondos de inversión colectiva, la sociedad administradora o el gestor externo podrán ajustar de manera provisional y conforme a su buen juicio profesional dicha política.

Los cambios efectuados deberán ser informados de manera efectiva e inmediata a los inversionistas, a la sociedad calificadora y a la Superintendencia Financiera de Colombia, detallando las medidas adoptadas y la justificación técnica de las mismas y su duración. La calificación de la imposibilidad deberá ser reconocida como un hecho generalizado en el mercado”. (Subraya fuera del texto)

Entonces, sin perjuicio de las responsabilidades de las entidades estatales a que se refiere el Capítulo II del Decreto 1525, antes mencionadas, será responsabilidad de las sociedades fiduciarias adoptar las metodologías y procedimientos necesarios para el análisis y manejo seguro y eficiente del riesgo de las inversiones que realicen con los recursos de los fondos comunes ordinarios, pero no le son imputables en forma objetiva las pérdidas que puedan generar los portafolios sin considerar las causas y hechos que generaron las pérdidas, que no necesariamente corresponden a un “detrimento patrimonial”, como se indica adelante.

Cuando dichos cambios del mercado se hagan inminentes, la sociedad fiduciaria deberá emprender una política encaminada a mitigar en lo posible, los riesgos de mercado que pudieron llegar a ser causados por fenómenos exógenos, considerando que en estas condiciones se pueden presentar retiros en las carteras, que a su turno pueden generar la necesidad de vender activos, y dada la estrechez del mercado para la venta de los títulos, puede tener efectos en el precio de venta, fuera del control del administrador del portafolio.

En estas condiciones los cambios imprevisibles de mercado que condujeran a perder parte del capital de los recursos públicos invertidos, no se puede generar responsabilidad fiscal, en la medida que tal como lo describe la norma, estas pérdidas son atribuibles a un fenómeno extraordinario e imprevisible.

Observo como el Decreto 1242 de 2013 establece que la obligación del gestor o sociedad fiduciaria es de medio y no de resultado en los siguientes términos:

“Artículo 3.1.3.2.5 Responsabilidad y alcance de las obligaciones del gestor del portafolio del fondo de inversión colectiva. Quien ejerza la actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva adquiere obligaciones de medio y no de resultado, Esto implica una adecuada ejecución de la política de inversión del fondo de inversión colectiva gestionado, Quien ejerza la actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva se abstendrá de garantizar, por cualquier medio, una tasa fija para las participaciones constituidas, así como de asegurar rendimientos por valorización de los activos que integran los fondos de inversión colectiva.

Lo anterior sin perjuicio de que el fondo de inversión colectiva pueda estructurar mecanismos de cobertura que busquen asegurar la recuperación del capital o una rentabilidad mínima determinada, siempre y cuando la sociedad administradora no comprometa su propio patrimonio para el efecto, Quien ejerza la actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva responderá hasta de la culpa leve en el cumplimiento de su gestión, como experto prudente y diligente, y no podrá subcontratar la actividad de gestión.”

En el caso de los fondos de inversión colectiva, la Circular Externa 100 de 1995 de la Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera, establece en el numeral 1.1 del Capítulo XI vigente, que el valor de la cartera se expresa en unidades que miden el valor de los aportes de los inversionistas y representan cuotas partes del valor patrimonial de la respectiva cartera.

De conformidad con esta disposición, los recursos invertidos se miden en un determinado número de unidades, que representan el valor del capital invertido en el momento de la inversión.

Las normas de regulación prudencial respecto de estas carteras implica la valoración diaria de estas unidades, de manera que, en el tiempo, el valor de la inversión puede aumentar o disminuir, aunque no haya retiros de rendimientos o de capital, de forma tal que en cualquier día la unidad puede tener una valor menor de aquella en que tuvo el día de la inversión, generando que la inversión sea valorada por un menor valor del invertido (pérdida de capital)

El asunto es más complejo al considerar que de conformidad con el numeral precitado, *“el mayor valor de la unidad representa los rendimientos que se han obtenido”*. Algunos contratos establecen que periódicamente se deben girar los rendimientos a la entidad estatal beneficiaria de la inversión, por lo cual periódicamente se le entrega al beneficiario el valor de algunas unidades de la inversión, de manera que el número de unidades a partir de la primera entrega de rendimientos siempre será inferior al número de unidades de la inversión inicial, aunque por efectos de la valoración de la cartera el valor de la inversión sea igual al de la inversión inicial.

No obstante, cuando los valores en que se encuentran invertidos los recursos de la cartera tienen una valoración negativa, se afecta el valor de las unidades y necesariamente se mostrará contablemente una pérdida del capital invertido y podría no generarse rendimientos.

Al igual que sucede con las inversiones en otros portafolios, la pérdida real se genera cuando es preciso liquidar la unidad, sin embargo, en la medida que por efectos del giro de rendimientos un inversionista tenga menos unidades (se le hayan liquidado rendimientos), es posible que no pueda recuperar el valor total de la inversión con las unidades que le queden en el corto plazo, lo cual sería en principio efecto de la instrucción del fideicomitente y no una pérdida de capital imputable al administrador del portafolio.

En torno a la responsabilidad de las sociedades fiduciarias, resulta claro en este caso que el riesgo de mercado es del inversionista, siempre que la sociedad fiduciaria haya obrado conforme con los términos del contrato y los reglamentos del fondo, sin que le sean imputables pérdidas por riesgos imprevisibles de mercado, que se producen en forma coyuntural.

Ha de considerarse que algunos fideicomitentes de naturaleza pública exigen que se le giren rendimientos en forma mensual, lo que implica liquidar parte de la inversión con posibles pérdidas que no le serían imputables al administrador fiduciario, sino a la situación del mercado y a la instrucción para liquidar parte del portafolio, ya que la liquidación de la inversión en un mercado a la baja puede materializar la pérdida de la valoración del portafolio.

Sobre el giro de los rendimientos, algunas disposiciones han dispuesto el giro periódico a los fideicomitentes o al Tesoro Nacional; así por ejemplo el Decreto 630 de 1996 establece lo siguiente:

“Los rendimientos de inversiones financieras obtenidos con recursos de la Nación, si se causan pertenecen a ésta y en consecuencia, deberán consignarse dentro de los tres (3) días hábiles siguientes a la fecha de su liquidación, en la Dirección del Tesoro Nacional. De conformidad con lo dispuesto en el parágrafo segundo del artículo 12 de la Ley 38 de 1989, exceptúense los obtenidos con los recursos recibidos por los órganos de previsión y seguridad social, para el pago de prestaciones sociales de carácter económico.”

El Decreto 4730 de 2005 establece al respecto lo siguiente:

“Artículo 33. Rendimientos Financieros. Los rendimientos financieros originados con recursos de la Nación, incluidos los negocios fiduciarios, deben ser consignados en la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional en el mes siguiente de su recaudo. Se exceptúan los rendimientos financieros generados con aportes destinados a la seguridad social.”

“Artículo 40. Convenios. A partir de la vigencia del presente decreto, las entidades de carácter financiero, rendirán un informe trimestral al Ministerio de Hacienda y Crédito Público y al Departamento Nacional de Planeación, sobre la ejecución de los proyectos adelantados con órganos que ejecutan recursos del Presupuesto General de la Nación.

Cuando en desarrollo de tales contratos o convenios se generen rendimientos financieros que correspondan al órgano contratante, la entidad de carácter financiero los consignará a más tardar el 28 de febrero de cada año en la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional, y/o en las tesorerías de los órganos del Presupuesto General de la Nación cuando correspondan a recursos propios.”

Estas disposiciones implican liquidar parte de las inversiones con el propósito de entregar los rendimientos, liquidaciones que en condiciones adversas de mercado pueden generar pérdidas en el portafolio, que no generan por sí mismas un daño antijurídico al patrimonio estatal.

Estas reglas fueron modificadas por el artículo 11º de la Ley 1687 de 2013 (ley anual de presupuesto 2014) que estableció lo siguiente:

“Los rendimientos financieros originados con recursos de la Nación, incluidos los negocios fiduciarios, deben consignarse en la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público en el mes siguiente de su recaudo, con excepción de aquellos originados por patrimonios autónomos que se hayan constituido por expresa autorización de la ley

Para los efectos de este artículo, en los negocios fiduciarios se realiza el recaudo en el momento de la liquidación de las inversiones o de la recepción efectiva de los intereses o dividendos por parte del negocio fiduciario”.

Al respecto debe considerarse la temporalidad de la disposición por estar contenida en las normas generales de la ley anual de presupuesto, que conforme con el literal c) del artículo 11 del Decreto 111 de 1996, “regirán únicamente para el año fiscal para el cual se expidan”.

5. EL DETRIMENTO PATRIMONIAL Y LOS RIESGOS DE MERCADO

El detrimento patrimonial está definido por el artículo 6 de la Ley 610 de 2000 de la siguiente manera: *“la lesión del patrimonio público, representada en el menoscabo, disminución, perjuicio, detrimento, pérdida, o deterioro de los bienes o recursos públicos, o a los intereses patrimoniales del Estado, producida por una gestión fiscal antieconómica, ineficaz, ineficiente, e inoportuna, que en términos generales, no se aplique al cumplimiento de los cometidos y de los fines esenciales del Estado,*

particularizados por el objetivo funcional y organizacional, programa o proyecto de los sujetos de vigilancia y control de las contralorías.

Dicho daño podrá ocasionarse por acción u omisión de los servidores públicos o por la persona natural o jurídica de derecho privado, que en forma dolosa o culposa produzcan directamente o contribuyan al detrimento al patrimonio público."

Al respecto, la jurisprudencia constitucional²⁸ ha señalado que "la responsabilidad fiscal tiene como principio o razón jurídica la protección del patrimonio económico del Estado; su finalidad no es sancionatoria, puesto que no se orienta a reprimir una conducta reprochable, sino eminentemente reparatoria, dado que pretende garantizar el patrimonio público frente al daño causado por la gestión fiscal irregular; está determinada por un criterio normativo de imputación subjetivo que se estructura con base en el dolo y la culpa grave, y parte del daño antijurídico sufrido por el Estado, la acción u omisión imputable al funcionario y el nexo de causalidad entre el daño y la actividad del agente. Finalmente, para determinar la responsabilidad fiscal deben respetarse las garantías sustanciales y procesales del debido proceso".

Al analizar los elementos de la definición legal, la Corte Constitucional²⁹ establece la necesidad de un daño antijurídico, en el caso de análisis, que produzca menoscabo, disminución, perjuicio, detrimento o pérdida a los recursos públicos, como resultado (relación de causalidad) de una gestión fiscal de un servidor público o de un particular que obra con dolo o culpa.

Así lo consagra el artículo 5 de la Ley 610 de 2000, al establecer como elementos de la responsabilidad fiscal "una conducta dolosa o culposa atribuible a una persona que realiza gestión fiscal; un daño patrimonial al Estado y un nexo causal entre los elementos anteriores".

El concepto de daño antijurídico, ha sido ampliamente analizado por la jurisprudencia, en particular como fundamento de la responsabilidad patrimonial del Estado. La Corte Constitucional³⁰, ha señalado que consiste en "[E]l perjuicio que es provocado a una persona que no tiene el deber jurídico de soportarlo". La antijuridicidad del daño se predica "no porque la conducta del autor sea contraria al derecho, sino porque el sujeto que lo sufre no tiene el deber jurídico de soportar el perjuicio, por lo cual éste se reputa indemnizable.

Esto significa obviamente que no todo perjuicio debe ser reparado porque puede no ser antijurídico, y para saberlo será suficiente acudir a los elementos del propio daño, que puede contener causales de justificación que hacen que la persona tenga que soportarlo... Por ello, la Corte coincide con el Consejo de Estado en que para imponer al Estado la obligación de reparar un daño "es menester, que además

²⁸ Sentencia C- 619 de 2002

²⁹ Sentencia C- 340 de 2007

³⁰ Sentencia C- 333-96

*de constatar la antijuricidad del mismo, el juzgador elabore un juicio de imputabilidad que le permita encontrar un 'título jurídico' distinto de la simple causalidad material que legitime la decisión; vale decir, la 'imputatio juris' además de la imputatio facti."*³¹.

En igual sentido el Consejo de Estado ha estudiado el daño antijurídico en múltiples sentencias, en las cuales establece que *"El concepto del daño antijurídico cuya definición no se encuentra en la Constitución ni en la ley, sino en la doctrina española, particularmente en la del profesor Eduardo García de Enterría, ha sido reseñado en múltiples sentencias desde 1991³² hasta épocas más recientes³³, como el perjuicio que es provocado a una persona que no tiene el deber jurídico de soportarlo."*

El riesgo de mercado, como se ha descrito en este documento, puede producir menoscabo, disminución, perjuicio, detrimento o pérdida a los recursos públicos, en términos de la Corte Constitucional generar la *"imputatio facti"*, pero no genera una responsabilidad objetiva sobre el administrador de los recursos, sino que será menester analizar, en cada caso, si la entidad estatal que los sufre debe soportar el daño, por las condiciones adversas del mercado, o bien por la sujeción a los reglamentos que restringen las inversiones admisibles, o por la necesidad de liquidar las inversiones para obtener liquidez.

El segundo elemento de la responsabilidad fiscal es la imputabilidad a título de culpa o dolo del agente. En esta materia, las Sociedades Fiduciarias responden hasta la culpa leve, la que habrá de juzgarse con base en las estipulaciones legales y reglamentarias relacionadas con la operación y funcionamiento de los contratos fiduciarios para la administración de recursos públicos y en particular de las reglas sobre inversión y sobre manejo de fondos de inversión colectiva para la administración de portafolios y las cláusulas de los contratos.

Las Sociedades Fiduciarias no son culpables de los riesgos de mercado ni de la rigidez que establecen los reglamentos de las inversiones temporales de las entidades estatales como se han descrito en el acápite 4 de este documento, bien sea que provengan de las reglas previstas para las inversiones reguladas por el Decreto 1525, o por las normas especiales aplicables a otros portafolios de recursos públicos establecidas por las normas de creación de tales rentas y sus inversiones y por los reglamentos respectivos; ellos ocurren con independencia de la gestión del administrador, y en tanto que la conducta de las sociedades fiduciarias se desarrolle dentro de las reglas de administración del

³¹ *Ibíd*em, recoge sentencia del Consejo de Estado. del 13 de julio de 1993.

³² Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sentencia del 27 de junio de 1991, C. P. Dr. Julio César Uribe Acosta, expediente 6454.

³³ Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sentencia del 6 de junio de 2007, C. P. Dra. Ruth Stella Correa Palacio, expediente N° 16460.

portafolio respectivo no se puede predicar la imputabilidad de un pretendido perjuicio que, como se indicó antes, ha de corresponder a un daño antijurídico.

6. CONCLUSION

En virtud de las estipulaciones legales y reglamentarias relacionadas con la operación y funcionamiento de los contratos fiduciarios para la administración de recursos públicos la obligación de las Sociedades Fiduciarias es de medio y su gestión debe corresponder a la de un buen hombre de negocios.

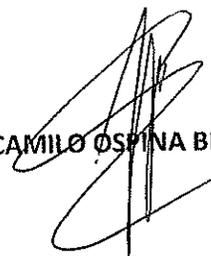
Las reglas de prudencia y diligencia hacen responsable a la fiduciaria hasta por la culpa leve, pero no implican que los riesgos de mercado estén a su cargo y que en caso de materializarse la contingencia generen responsabilidad patrimonial, fiscal ni disciplinaria a las sociedades fiduciarias, en la medida que la disminución de valor no se genere por hechos o acciones imputables a la entidad Fiduciaria.

La responsabilidad por la gestión fiscal se deriva de un daño antijurídico imputable al agente (detrimento patrimonial), de manera que esta responsabilidad no es objetiva, e implica en cada caso un detallado análisis de las circunstancias en que se produce la pérdida patrimonial, para determinar si el sujeto que la sufre debe asumirla, o si es imputable al administrador fiduciario.

En caso de fenómenos generalizados e imprevistos de mercado, que no pueden ser previstos o evitados por el administrador fiduciario ni por el inversionista, las pérdidas de valor de los recursos públicos invertidos, tienen origen en hechos que se puede asimilar a hechos de fuerza mayor, son un hechos imprevisibles e irresistibles, y en consecuencia, no puede generar responsabilidad patrimonial, fiscal ni disciplinaria.

Estamos a su disposición para complementar o aclarar cualquier aspecto de la presente opinión.

Atentamente,



CAMILO OSPINA BERNAL