



**LA ESTÁTICA REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE CAPITAL
PRIVADO (*PRIVATE EQUITY*) EN COLOMBIA: PROPUESTAS
DE MEJORA NORMATIVA AL DECRETO 1242 DE 2013
Y DEMÁS LEYES COMPLEMENTARIAS**

JUAN DAVID OVALLE GALINDO

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.52.2014.20>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 52

Julio - Diciembre de 2014. ISSN 1909-7794

La estática regulación de los fondos de capital privado (*private equity*) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias

Resumen

Los fondos de capital privado son estructuras de financiación y gestión de activos, que permiten unir a los empresarios emergentes y consolidados, con el capital de los inversores para su crecimiento o expansión, creando así valor para ambas partes. Sin embargo, en nuestro país, su regulación en los últimos años ha mostrado una imposibilidad para solucionar materias trascendentales para su eficiencia, tales como un mayor entendimiento de lo que es la función de gestión desarrollada por estas herramientas. El objetivo de este artículo es describir y analizar la problemática actual del marco regulatorio de los fondos de capital privado, y con base en ello poder proveer las potenciales mejoras y modificaciones que deben ser introducidas en una eventual actualización legal.

Palabras clave: fondos de capital privado, regulación adecuada, sociedad administradora, gestor profesional, diferencia de roles y responsabilidades, función de inversión, función de gestión, incentivos tributarios, fondos de capital en riesgo.

The static regulation of private equity funds in Colombia: Proposals for regulation improvement of the Decree 1242 of 2013 and its supplementary acts

Abstract

Private Equity is a financial and asset management structure that allows uniting the emerging and established businessmen with the capital from the investors for their growth or expansion, thus creating value for both parties. However, its regulation in recent years has shown an inability to solve transcendental matters for its efficiency, such as a greater understanding of the management role of these tools. The scope of this paper is to describe and analyze the current problems of the regulatory framework of Private Equity, to thereby be able to provide potential improvements and modifications to be introduced into a possible legal update.

Keywords: private equity, appropriate regulation, administrative society, professional manager, difference of roles and responsibilities, investment function, management function, tax incentives, venture capital.

A estática regulação dos fundos de capital privado (*private equity*) na Colômbia: propostas de melhora normativa ao Decreto 1242 de 2013 e demais leis complementárias

Resumo

Os fundos de capital privado são estruturas de financiamento e gestão de ativos, que permitem unir aos empresários emergentes e consolidados, com o capital dos inversores para seu crescimento ou expansão, criando assim valor para ambas partes. Porém, em nosso país, sua regulação nos últimos anos tem mostrado uma impossibilidade para solucionar matérias transcendentais para sua eficiência, tais como um maior entendimento do que é a função de gestão desenvolvida por estas ferramentas. O objetivo deste artigo é descrever e analisar a problemática atual do marco regulatório dos fundos de capital privado, e com base nisso poder prover as potenciais melhorias e modificações que devem ser introduzidas em uma eventual atualização legal.

Palavras-chave: fundos de capital privado, regulação adequada, sociedade administradora, gestor profissional, diferença de papéis e responsabilidades, função de investimento, função de gestão, incentivos tributários, fundos de capital em risco.

La estática regulación de los fondos de capital privado (*private equity*) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias*

Juan David Ovalle Galindo**

SUMARIO

Introducción – I. REVISIÓN DE ALGUNAS NOCIONES BÁSICAS SOBRE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO – A. *Principales actores que intervienen en los fondos de capital privado* – 1. Los fondos de capital privado – 2. La sociedad administradora – 3. El gestor profesional – B. Etapas del capital privado – 1. Creación de los fondos de capital privado – 2. Flujo de capital (*cashflow*) – 3. Inversión – 4. Gestión activa y valorización empresarial – 5. Salida de las empresas adquiridas y desinversión – II. CONTEXTO LEGAL Y ECONÓMICO DEL DECRETO 1242 DE 2013 – III. LA ESTÁTICA REGULACIÓN DE LAS TEMÁTICAS ESPECÍFICAS DEL CAPITAL PRIVADO – IV. JUSTIFICACIÓN LEGAL (CONSTITUCIONAL) Y ECONÓMICA DE LA MODIFICACIÓN NORMATIVA AL DECRETO 1242 DE 2013 Y DEMÁS LEYES COMPLEMENTARIAS – V. ANÁLISIS DE LAS FALENCIAS Y MODIFICACIONES AL DECRETO 1242 DE 2013 Y DEMÁS LEYES COMPLEMENTARIAS – A. *Regulación de la función de gestión de los fondos de capital privado y de sus posibles riesgos* – B. *Definición y diferencia de roles y responsabilidades del gestor profesional y de la sociedad administradora* – C. *Creación de incentivos tributarios para los inversores extranjeros y locales de los fondos de capital privado* – D. *Inclusión de una regulación adecuada para los fondos de capital en riesgo (venture capital)* – VI. CONCLUSIONES – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Ovalle Galindo, J. D. (Diciembre, 2014). La estática regulación de los fondos de capital privado (*private equity*) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias. *Revista de Derecho Privado*, 52. Universidad de los Andes (Colombia).

** Abogado de la Universidad de los Andes, con estudios complementarios en Gestión de la Facultad de Administración de Empresas de la misma universidad. Abogado del área de derecho corporativo de la firma Triana, Uribe & Michelsen Abogados Correo: jd.ovalle35@uniandes.edu.co.

Agradezco a mi director de tesis, el doctor José Miguel Mendoza Daza, Superintendente Delegado Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades y profesor de la clase de Derecho de Sociedades en la Universidad de los Andes.

Introducción

Los fondos de capital privado (*private equity*) son un mecanismo de financiación que consiste en la inyección de capital accionario o deuda convertible en capital a empresas, bien sea en crecimiento o expansión, con el objetivo de multiplicar su valor y proveer un retorno a los inversionistas a un mediano o largo plazo (Banco de Desarrollo Empresarial [BANCOLDEX], 2011, p. 5). Esta financiación no es de carácter pasivo, como la que realizan otros vehículos de inversión, sino que por el contrario, se aplica la llamada gestión activa que se refiere a un aporte en industria y experticia sobre las empresas financiadas, con el fin de incrementar el valor de la inversión (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 14).

Así pues, por medio de las contribuciones tanto en dinero como en administración del negocio, los fondos de capital privado (en adelante FCP) ayudan al crecimiento de organizaciones para las que la carencia de un soporte económico significaría un crecimiento más lento, o la imposibilidad de continuar con la gestión de sus negocios (Sahu, Nath y Banerje, 2009, p. 129). Esto no significa que la actividad que desarrollan los fondos sea por definición altruista, porque dicha ayuda también le reporta un beneficio al inversor (Lerner, 1997, p. 13). Pero los FCP permiten unir intereses, como los de los emprendedores e industriales que muchas veces no tienen el capital para expandir o iniciar sus ideas y los de los inversores que pocas veces tienen la experiencia para manejar y reestructurar compañías (Lerner, 1997, p. 18).

En nuestro país, la legislación relativa a los FCP ha pasado de largo muchos de los avances realizados en el marco internacional y en las costumbres mercantiles nacionales que permiten una mayor eficacia de su desarrollo. De hecho, elementos tan importantes para la industria como la asimilación correcta de la función de gestión activa antes aludida, por poner un ejemplo, no fueron incluidos de manera correcta dentro del Decreto 1242 de 2013.¹ Esto, a pesar de que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, como ente que impulsó este decreto, advirtió que la nueva legislación debía contener las mejoras normativas en el marco de alcanzar las mejores prácticas internacionales (2011, p. 2). En consecuencia, en el presente escrito se analizarán los aspectos más relevantes omitidos, vagos o erróneamente prescritos y que pudieran ser objeto de modificación legal, sin pretensiones de profundizar *in extenso* en el Decreto 1242 de 2013 y las demás leyes complementarias en materia de FCP.

Esta investigación tendrá un enfoque cualitativo, por ser el más idóneo para encontrar los puntos problemáticos de un tema en particular, y ahondar más allá de los patrones que puede arrojar el enfoque cuantitativo (Kinmond, 2012, p. 30). En particular, se realizará un análisis documental de leyes, doctrina, jurisprudencia, entre otras, que permitan comprender las falencias de la legislación colombiana sobre los FCP, y las soluciones para su mejora.

¹ Legislación que regula en la actualidad la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva, entre los que se encuentran los fondos de capital privado.

Por otra parte, también se utilizará la metodología del derecho comparado, contrastando la regulación de los FCP en el ordenamiento jurídico local principalmente con el sistema estadounidense,² por ser uno de los más avanzados en temas de derecho financiero y económico (Reyes, 2013, p. 16). Esto, sin perder de vista que dichos avances normativos deban ajustarse a las condiciones nacionales (Ripert et al., 2002, p. 6, citados en Reyes, 2013, p. 31) y que se busca con esta investigación encontrar las innovaciones que mejor se amoldan a la ley colombiana (Glendon, et al., 1994, p. 11, citados en Reyes, 2013, p. 37).

Para lograr el propósito de este trabajo se seguirá el orden descrito a continuación: (i) se presentará una breve exposición de las nociones básicas sobre el negocio de los FCP; (ii) se expondrán los aspectos más relevantes del contexto legal y económico que desembocaron en el Decreto 1242 de 2013; (iii) se hará un análisis sobre la problemática que tiene el desarrollo del mencionado Decreto 1242, cuyo avance fue estático en materia de FCP con respecto a las reglamentaciones anteriores y se describirá una hipótesis de cómo puede ser guiada su futura regulación; (iv) se establecerá la necesidad legal y económica que existe en el ordenamiento colombiano de regular adecuadamente los FCP en razón de la actividad que estos manejan, la cual requiere de protección regulatoria tanto a los inversionistas como a las demás instituciones del mercado, en

2 Aunque también se analizarán soluciones a problemas de regulación similares, abordados por la legislación brasilera y alemana, bajo la idea de que el derecho comercial es un derecho global y que necesita adaptarse a las prácticas internacionales de mercado para mantener su competitividad.

lugar de una autodisciplina de este; (v) se estudiarán los puntos más relevantes del Decreto 1242 y sus leyes complementarias, que requieren de una reforma normativa, demostrándose a través de la experiencia internacional y del análisis de los conceptos de la Superintendencia Financiera cuál es el mejor desarrollo para estos; y (vi) se concluirá.

I. REVISIÓN DE ALGUNAS NOCIONES BÁSICAS SOBRE LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

Con el fin de tener una mejor comprensión de este texto se describirá de manera breve el funcionamiento de la industria de los FCP. Así, se examinarán en primer lugar los principales actores que participan tanto en el fondo mismo administrándolo y procurando sus labores de gestión y operativas como en los activos por este adquiridos. Luego, se observarán las fases por las que pasa un FCP, desde su constitución hasta el periodo final de retorno de los rendimientos a los inversionistas.

A. Principales actores que intervienen en los fondos de capital privado

La estructura de negocio de los FCP está compuesta por una gran cantidad de actores que intervienen en su haber. De acuerdo con el Decreto 1242 de 2013, en primer lugar están los fondos mismos, en los cuales es depositado el capital de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y cesantías, las aseguradoras, entre otros (art. 3.3.1.1.8). Un se-

gundo grupo de actores es el encargado de la administración del negocio, actividad que está dividida, por un lado, en la sociedad administradora y, por otro, en el gestor profesional, los cuales en principio no confunden sus funciones al encargarse el primero del fondo y el segundo de la empresa objeto de su inversión (arts. 3.3.1.1.17, 3.3.1.1.24 y 3.3.1.1.22); pero esto no siempre ocurre, como se observará más adelante. Por último, los FCP cuentan con unas entidades fiscalizadoras de la inversión como son el Comité de Inversiones, el Comité de Vigilancia y el Revisor Fiscal, que procuran el adecuado proceder del fondo y de la inversión del capital (arts. 3.3.1.1.17, 3.3.1.1.24 y 3.3.1.1.22).

En este aparte solo se profundizará sobre los tres principales actores de este esquema (los fondos de capital privado, la sociedad administradora y el gestor profesional), describiendo los aspectos más relevantes e ilustrativos de su rol. Para esto, se utilizará la metodología de derecho comparado, antes explicada, en aquellos puntos en donde exista una diferencia notable entre la legislación nacional y la estadounidense principalmente, o donde haya vacíos regulatorios en el Decreto 1242 de 2013 y la doctrina nacional, y donde haya mayor profundidad de conceptos en sus homólogos norteamericanos.

1. Los fondos de capital privado

Como ya se ha anticipado, los FCP son un mecanismo utilizado para la adquisición empresarial y para su posterior administración con el fin de valorizar dichos activos (Davidoff, 2009, p. 488).

En el campo internacional, la mayoría de FCP son fondos cerrados (*Closed-End Funds*), es decir vehículos en los que los inversores se comprometen a proveer cierta cantidad de dinero como inversión a las compañías escogidas, sin poder retirar dicha inversión hasta la culminación de la misión del fondo (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 4). En Colombia se utiliza la misma tipología para los FCP que en el campo internacional.³ Así, debido a que la inversión solo puede ser redimida al finalizar el fondo, es necesario que estos tengan una vida útil establecida, bien sea a mediano o largo plazo. Usualmente, este plazo es de diez años aunque puede extenderse de ser necesario (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 5).

Por otro lado, respecto de su administración, en los Estados Unidos los fondos son constituidos como *Limited Partnerships*, un tipo de estructura corporativa asimilable a las sociedades de capital en nuestro país, en cuanto al elemento de limitación de la responsabilidad,⁴ que le permite al fondo autogestionarse sin necesidad de un tercero para ello (Kaplan y Schoar, 2003, p. 4). Como se observará en el acápite siguiente, en la ley nacional el fondo no tiene una personería

3 En nuestro país clásicamente existían tres tipos de fondos, hasta que el Decreto 1242 de 2013 eliminó los escalonados: (i) Abiertos: que permiten al inversionista redimir sus derechos por la inversión en cualquier etapa del negocio; (ii) Escalonados: en los cuales se permite al inversionista en un plazo determinado por convención redimir sus derechos por la inversión; y (iii) Cerrados: únicamente se permite al inversionista redimir sus derechos al final del plazo previsto para la duración del fondo (Superintendencia Financiera, R. 470/2005, art. 2.4.1.5).

4 Más adelante en este escrito se profundizará sobre el elemento de limitación de la responsabilidad para las sociedades de capital, pero por el momento basta decir que este tipo de sociedades se rige por el principio de la limitación del riesgo, que permite que sus socios solo respondan hasta el monto de lo aportado al fondo social, con ciertas excepciones (Reyes, 2011a, p. 23).

propia, por lo que la tarea de su administración no puede ser realizada por este, como ocurre en Estados Unidos, y por ello se encomienda dicha función a la sociedad administradora.

2. La sociedad administradora

Dado que en Colombia los FCP no son estructuras corporativas sino que son creados contractualmente, es necesario que estos tengan un ente administrador: la sociedad administradora (Fernández, 2011, p. 15). Esta necesidad se basa en que estos fondos no pueden ser sujetos de derechos y obligaciones, por no ser personas naturales ni jurídicas bajo los términos del artículo 44 del Código de Procedimiento Civil; entonces, necesitan actuar bajo la “representación” de esta sociedad, observemos:

Tienen capacidad para comparecer por sí al proceso, las personas que pueden disponer de sus derechos. *Las demás deberán comparecer por intermedio de sus representantes, o debidamente autorizadas* por estos con sujeción a las normas sustanciales. ... comparecerán al proceso por medio de sus representantes, con arreglo a lo que disponga la constitución, la ley o los estatutos [cursivas añadidas].

Aunque dicho artículo aplica en el plano de demandas y procesos judiciales, la Superintendencia Financiera señala que cuando se trate de derechos u obligaciones que afecten al FCP, el “representante”⁵ del mismo también

5 Se utiliza el término representante entre comillas, debido a que en este caso no aplica el concepto de representación, al ser los FCP entidades sin personería jurídica, de modo que la sociedad administradora obraría por la calidad de la que está revestida y no en nombre de otra persona (Superintendencia Financiera. Concepto 2012006574-004 de 2012).

será la sociedad administradora (Concepto n.º 2012006574-004 de 2012). Esta representación que ejerce la sociedad administradora en Colombia puede ser realizada por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión (Concepto 2008070964-001 de 2008).

Las funciones de este ente son, entre otras, determinar las políticas aplicables a la administración de los fondos, aprobar manuales para el gobierno corporativo y el control interno, definir las situaciones de conflictos de interés entre los integrantes del fondo, y en general todas las funciones operativas del FCP (D. 1242/2013, arts. 3.1.3.1.3 y 3.1.5.1.1), salvo aquellas sobre la ejecución del portafolio que realiza el gerente del fondo, como por ejemplo el pago de sumas de dinero al gestor para realice su administración (D. 1242/2013, arts. 3.1.5.2.1 y 3.1.5.2.3). Sin embargo, como se verá enseguida, la ejecución del portafolio puede, eventualmente, recaer en el gestor profesional a falta de un gerente del FCP.

3. El gestor profesional

El gestor profesional es una persona natural o jurídica encargada primordialmente de la administración de la empresa adquirida por el FCP (D. 1242/2013, art. 3.3.1.1.18); esta administración puede ser mediante terceros contando con su consejo o directamente por los funcionarios del gestor. Adicionalmente, para dicha tarea, este ente debe cumplir con unas calidades de experiencia y conocimiento en el manejo de ac-

tivos de inversión, iguales o similares a los de la empresa en la que se está invirtiendo (art. 3.3.1.1.18).

Además de la función de gestión, el gestor profesional también puede asumir la administración del portafolio de inversiones del FCP (Fernández, 2011, p. 15), cuando el fondo no cuente con un gerente propio por escogencia de la sociedad administradora (D. 1242/2013, art. 3.3.1.1.17), caso en el cual tendrá una responsabilidad equivalente a la del gerente del FCP (Superintendencia Financiera, Concepto 2008065899-002 de 2008). Solo en esta situación el gestor manejará, a la vez, el portafolio de inversión que le permite funcionar y la empresa sobre la que se está desarrollando la inversión, dejándole a la sociedad administradora únicamente espacio para manejar cuestiones operativas o del transcurso diario del fondo. Por ello, y como se analizará en este escrito, uno de los cambios fundamentales debe ser la definición clara de funciones, y con ello el alcance de las responsabilidades para ambos entes tal como existe en otras legislaciones. El porcentaje de participaciones del gestor en el negocio, gracias a la posibilidad de tener una doble función, tiene según la práctica un valor importante. Este asciende, según cifras de los Estados Unidos, a un promedio del 20% (Axelson, Strömberg y Weisbach, 2008, p. 3). En Colombia, el Decreto 1242 de 2013 establece que la constitución de participaciones del gestor profesional se encuentra sujeta a los pactos privados que se tengan con estos (art. 3.3.1.1.21), dejando al arbitrio de los contratantes el establecimiento de la cifra y condiciones de la participación.

B. Etapas del capital privado

Un segundo tema necesario para comprender la naturaleza propia del negocio de los FCP es el de las etapas o fases que se practican, desde el nacimiento del fondo hasta el retorno de los aportes y utilidades a los inversores. En este acápite se intentará describir la forma en la que trabaja cada una de las etapas del FCP, profundizando en las alternativas que se tiene para su cumplimiento (v. gr. los tipos de mecanismos de venta de las empresas adquiridas o las clases de estrategias que se usan en la valorización de las mismas organizaciones).

1. Creación de los fondos de capital privado

Para la constitución de los FCP en Colombia solo se requiere cumplir con los requisitos establecidos en el Decreto 1242, entre los que se encuentran solicitudes básicas como contar con la infraestructura tecnológica, el personal y la estructura de control interno adecuada (art. 3.1.1.3.1). Además, se eliminan en la misma reglamentación nacional trámites innecesarios como la autorización previa de la Superintendencia Financiera para su constitución (art. 3.3.1.1.6).

2. Flujo de capital (*cashflow*)

A diferencia de la mayoría de vehículos de inversión financieros, en los FCP los momentos en los que se requiere financiar la actividad del gestor por parte del fondo son impredecibles durante

su vida útil. Esto, debido a que los tiempos para escoger la organización sobre la cual se realizará la inversión y la gestión, los períodos de inversión y de vida útil del fondo, no son fijos, pese a tener un rango aproximado de duración. Por ello, cuando un fondo requiere de dinero para el pago de alguna obligación dentro de la inversión, el gestor profesional da aviso a los inversores, lo que se conoce como “llamado a capital” (*cashflow*), informándoles la cantidad, la fecha de pago y demás detalles para los que se les solicita el dinero (Frasser-Sampson, 2011, p. 13).

En el derecho estadounidense, este llamado de capital se encuentra fiscalizado por el mismo fondo (Frasser-Sampson, 2011, p. 13), mientras que en Colombia esta función le corresponde a la sociedad administradora. Así pues, según el numeral 16 del art. 3.1.3.1.3 del Decreto 1242 de 2013, la sociedad administradora deberá adoptar medidas de control para evitar que los fondos puedan ser utilizados como instrumentos para la evasión fiscal, actividades ilícitas o relacionadas con estas.

3. Inversión

Una vez el fondo se ha creado y tiene establecido su flujo de dinero, el gestor profesional le debe presentar al Comité de Inversiones las posibles compañías a invertir (Muñoz, 2014), ente que deberá analizar y definir si dicha inversión se adecúa a los cupos, políticas de adquisición y riesgos del fondo (D. 1242/2013, art. 3.1.5.3.1).

En Estados Unidos, generalmente las compañías adquiridas se encuentran cotizando en la

bolsa y en estas se realiza una compra de entre el 15% y el 50% de sus acciones en el mercado (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 6). En Colombia, el Decreto 1242 establece que los FCP deben invertir al menos dos terceras partes de sus recursos en activos no registrados en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), es decir compañías que no coticen en la bolsa (art. 3.3.1.1.2). No obstante, puede afirmarse que en ambas legislaciones estas compras incluyen como capital primario al proveniente de los bancos, con los préstamos que estos ofrecen a los fondos de inversión (D. 1242 art. 3.3.1.1.2). Esto, debido a que los FCP utilizan un porcentaje para la compra empresarial de entre el 60% y el 80% de deuda (Davidoff, 2009, p. 489). En Colombia, el Decreto 1242 establece un límite para las operaciones de naturaleza apalancada,⁶ de máximo el 100% del patrimonio del fondo (art. 3.1.1.5.2), permitiéndose así un amplio margen de entrada al capital bancario.

4. Gestión activa y valorización empresarial

Una vez el fondo adquiere las acciones de una compañía comienza la etapa de gestión empresarial. El gestor profesional, como su nombre lo indica, será el encargado de llevarla a cabo, acción que no es una administración común sino una labor encaminada a darle valor a la empresa por medio de una mejora en el gobierno cor-

6 El apalancamiento es la toma de grandes porciones de dinero para inversión, que puede llegar a superar incluso el valor de su patrimonio. Entre este tipo de operaciones se encuentran las ventas en corto, las operaciones de endeudamiento, los repos, las operaciones sobre instrumentos financieros derivados y las cuentas de margen (D. 1242/2013, art. 3.1.1.5.1).

porativo y de una reducción en los costos de la organización (Masulis y Thomas, 2009, p. 9).

Hay varias formas en las que los gestores logran el primero de estos fines, es decir, la mejora del gobierno corporativo. Entre las más conocidas están la reducción de libertad de uso del efectivo para los gerentes de las compañías, de modo que este sea usado más eficientemente. De esta manera, se elimina uno de los “problemas de agencia”⁷ clásicos como es la creación de imperios en las sociedades (*empire-building*) reinvirtiéndose las ganancias de las organizaciones (Masulis y Thomas, 2009, p. 9). Una estrategia asociada con este método de creación de valor es la toma de grandes créditos y la restricción de la administración del efectivo para el pago de dicho crédito. Así se favorece la expansión de la empresa y se evita a la vez la reinversión de utilidades o la inversión en proyectos poco rentables (Masulis y Thomas, 2009, p. 9).

Un segundo grupo de estrategias es la alineación de los intereses de los cargos directivos con los dueños o inversores de la compañía. Para esto, se les provee a quienes ocupan los cargos directivos el incentivo de una participación en las acciones de la sociedad, de modo que estos sientan que están trabajando por algo propio. Según estudios de la industria en los Estados Unidos, los gerentes de las compañías en esta situación incrementan en promedio su par-

7 Más adelante, al tratar las modificaciones al Decreto 1242 se hablará con mayor profundidad sobre estos, sin embargo pueden ser definidos como aquel problema que se presenta cuando hay una relación de agencia entre dos o más partes, en la cual una es designada (agente) para actuar en nombre o representación de otro (agenciado) y ambos quieren crear para sí la mayor utilidad dentro de la relación (Ross, 1973, p. 81).

ticipación en la empresa en un 4.41%, mientras la empresa es gestionada por el esquema de un FCP (Masulis y Thomas, 2009, p. 10).

El último grupo de estrategias es el más común de todos: la gerencia directa de los gestores profesionales, y no solo en calidad de consejeros de los gerentes de la compañía. Es decir, se reemplaza a los ejecutivos de alto rango con el personal con el que cuenta la firma de gestión profesional o gestor profesional, dado que muchas veces los gestores además de su experiencia en inversión de activos, también tienen experiencia y conocimientos en gerenciarlos (Masulis y Thomas, 2009, p. 11).

El segundo propósito que cumple la gestión activa es la reducción de costos y gastos operacionales de la organización. Este tiene unos métodos menos elaborados que los de mejora del gobierno corporativo, como lo son el recorte de costos de producción (Walker, 2011, p. 1215), de gastos en los salarios de los empleados o en la cantidad de estos (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 17),⁸ entre otros.

En Colombia no existe mayor desarrollo doctrinal o legal sobre las prácticas que pueden usar los gestores profesionales para la gestión correcta de las empresas adquiridas. Dichas prácticas se manejan por medio de pactos privados sin mayores limitaciones legales. De hecho, el artículo 3.3.1.1.7 del Decreto 1242 permite que la polí-

8 De hecho, pese a no ser el tema central del presente escrito, es importante mencionar que una de las críticas más repetitivas a los FCP está en el uso de métodos de creación de valor para la empresa a expensas de las condiciones de los trabajadores de estas (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 17).

tica de inversión sea delimitada en el reglamento del FCP, y le corresponde al gestor profesional adherirse a esta durante su administración sin más miramientos que obrar de manera diligente, prudente y profesional (art. 3.3.1.1.20). Más adelante, en el análisis de falencias y propuestas de modificación del referido decreto, se profundizará sobre la necesidad de que la legislación regule con mayor rigor el tema de la gestión que se realiza por medio del negocio de los FCP.

5. Salida de las empresas adquiridas y desinversión

La siguiente etapa dentro de la estructura de los FCP es la venta de la empresa adquirida y la desinversión del capital aportado al fondo. La venta tradicionalmente se realiza, según Kaplan y Strömberg (2008), en alguna de las siguientes cuatro vías:⁹ (i) venta directa a un comprador no financiero, es decir, a un inversionista estratégico que quiera continuar con el desarrollo de la compañía. En Estados Unidos,¹⁰ ocurre en el 38% de los casos (p. 11); (ii) “compra apalancada secundaria” (*secondary leveraged buyout*), que consiste en que otro gestor profesional tome el control de la empresa. Esta opción se da en el 24% de las ventas (p. 11); (iii) oferta pública de adquisición de acciones u otros valores –OPA (en inglés IPO), que consiste en ofrecerle a un gran

volumen de personas la posibilidad de suscribir o adquirir documentos en serie, como son las acciones de una compañía que otorga derechos de participación (Baena, Ramírez y Hoyos, 2007, p. 159). A este mecanismo de venta le corresponde el 11%¹¹ (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 11); y (iv) fuentes de venta desconocidas o no publicitadas que poseen el porcentaje restante (Kaplan y Strömberg, 2008, p. 11).¹²

Una vez se tiene el dinero disponible por la enajenación de la compañía se hace entrega a los inversores de las ganancias de esta operación. Esta fase también cuenta con un sistema de avisos a los inversores, igual al del llamado de dinero, para notificarles la cantidad que se transferirá a su cuenta de ahorros y el momento del desembolso (Frasser-Sampson, 2011, p. 13). Según estudios sobre el tema en los Estados Unidos, el retorno a los accionistas, en la etapa de desinversión, tiene un rendimiento sobre la inversión entre 5% y 8% anual (Ljungqvist y Richardson, 2003, p. 28). Así, se demuestra que el negocio de los FCP es rentable para sus inversionistas. No obstante, como se verá enseguida, este es un negocio que fluctúa en razón de la regulación legal y el comportamiento de la economía del país. Esta fluctuación no ha sido la excepción en Colombia.

9 En nuestro país se ha reseñado una opción más de salida de los FCP, como es la fusión de la compañía adquirida con una competidora de mayor tamaño, la cual se queda con la mayoría de acciones de la primera. Pese a ello, tradicionalmente las opciones son las mismas de Estado Unidos (Carrizosa y Padilla, 2011, p. 91).

10 Se usan las cifras de este país (Estados Unidos) por no existir datos o estadísticas similares en Colombia sobre la venta de las empresas adquiridas en los FCP.

11 En países emergentes como el nuestro, al no existir un mercado de valores desarrollado el porcentaje en que se da la venta de empresas gestionadas por FCP a través de la OPA es mucho menor al observado en los Estados Unidos (Muñoz, 2014).

12 Según estos autores, este porcentaje puede llegar a ser una fracción relativamente grande del total.

II. CONTEXTO LEGAL Y ECONÓMICO DEL DECRETO 1242 DE 2013

Los FCP se circunscriben a los mecanismos de captación de dinero conocidos como ahorro colectivo sin una destinación específica. Esto, por corresponder a la recolección de una masa de recursos de varios individuos, para la financiación de distintos proyectos indeterminados (Ministerio de Hacienda y Crédito Público [MHCP], 2011, p. 2). Hoy en día los distintos vehículos que realizan este tipo de inversión se encuentran unificados bajo la figura de los fondos de inversión colectivos, ya que en el pasado existía una gran variedad de sociedades con su propia regulación legal (MHCP, 2011, p. 4).

La historia de esta unificación se remonta al año 2003, cuando con el propósito de desarrollar el mercado de capitales en nuestro país el gobierno nacional le solicitó al Banco Mundial su acompañamiento para un nuevo crédito programático de ajuste al sector financiero (MHCP, 2011, p. 4). Uno de los compromisos exigidos por esta entidad para prestar su ayuda fue la unificación de la regulación de los fondos de inversión (MHCP, 2011, p. 5). Fue así como se expidió la Ley 964 de 2005, para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Esta ley, en su artículo 3º, instauró como una de las actividades del mercado de valores “La administración de fondos de valores, *fondos de inversión*, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales” (lit. C) [cursivas añadidas].

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público colombiano, partiendo de las disposiciones de la Ley 964, comenzó a trabajar en un proyecto de ley que unificara los fondos de inversión bajo una misma figura (Fernández, 2011, p. 15), con el fin de lograr desarrollar la industria en el país y atraer la confianza de los inversionistas garantizando sus derechos dentro del mercado de valores (MHCP, 2011, p. 5). Fue entonces que surgió la figura de las “carteras colectivas”, con un régimen regulatorio establecido por el Decreto 2175 de 2007. El mismo decreto establecía distintos tipos de carteras colectivas para los diferentes negocios a invertir,¹³ a la vez que incorporó como una de sus subespecies a los FCP, destinándole un título por separado dentro del decreto para su regulación individualizada (D. 2175/2007, arts. 80-107).

Lo anterior, ya que la reglamentación particular de los FCP se encontraba hasta el momento en la Resolución 470 de 2005, creativa de dichos fondos (Superintendencia de Valores, 2005, p. 3), que reguló de forma amplia algunos aspectos puntuales de su desarrollo¹⁴ (Muñoz, 2014). De modo que el Decreto 2175 no solo recogió en un único cuerpo los esquemas de inversión colectiva que había hasta el momento, sino que también hizo lo propio con los FCP, acomodando-

13 Estos tipos fueron las carteras colectivas abiertas, escalonadas, cerradas y los tipos especiales dentro de los que se encontraban las del mercado monetario, las inmobiliarias, las de margen, las de especulación y las bursátiles (D. 2175/2007 arts. 10 - 14).

14 Ejemplos de esto son las normas destinadas a la inscripción automática en el RNVE de los títulos emitidos por los FCP, los montos mínimos de suscripción a los FCP, o la información que debía ofrecer el suscriptor a los FCP para poder serlo (R. 470 de 2005, arts. 1, 3 y 4).

los como una de sus subespecies y regulándolos con mayor profundidad.

Tras la entrada en vigencia de este decreto, el interés en el negocio se incrementó notablemente (Bancoldex, 2011 p. 5) e ingresó al país una gran cantidad de gestores internacionales especializados en este negocio; v. gr. Darby Private Equity, Nexus Capital Partners, SEAF, entre otros. La industria nacional y el Gobierno colombiano tampoco se quedaron atrás con este desarrollo. De hecho, entre el 2009 y 2010 se crearon 25 nuevos fondos que han sido utilizados por el Gobierno como plataforma para promover la inversión en infraestructura en el país (Depósito Centralizado de Valores de Colombia y Asociación Nacional de Instituciones Financieras [DECEVAL y ANIF], 2010, pp. 2-3).

En consecuencia, para abril del 2014 la industria contó con un total de 35 gestores profesionales con operaciones en Colombia y 36 proveedores de la industria (Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado [Colcapital], 2014). Además de un monto en compromisos de capital por un valor de USD \$ 4.576 millones, de los cuales ya han sido invertidos USD \$ 2.795 millones en 194 empresas, y proyectos que van desde la infraestructura hasta la tecnología (Colcapital, 2014).

Esta tendencia se ha dado a causa de que el mercado latinoamericano le ofrece a los inversores una capacidad de crecimiento y desarrollo de sus inversiones mayor a la de otras latitudes, con base en ventajas como un mercado emergente y una menor competencia en el negocio

(*El capital riesgo español*, 2012). Así, el movimiento de capital mundial ha fijado sus ojos en países como México, Brasil, Chile y Colombia, bajo el fenómeno de la diversificación geográfica que permite que tanto en momentos de crisis o prosperidad de la economía, los FCP puedan desarrollarse eficientemente (*El capital riesgo español*, 2012).

Así pues, el ejercicio de los FCP ha mostrado un vertiginoso crecimiento, soportado, a lo menos en forma parcial, por el régimen legal introducido en el Decreto 2175 del 2007 (Muñoz, 2014). Entre otras razones, porque los sistemas que tienen protecciones legales más fuertes son más propensos a cerrar acuerdos con inversionistas extranjeros y a promover el comercio interno (Guy, 2013, p. 323). Sin embargo, la posterior actualización legal por medio del Decreto 2555 de 2010 no mostró ningún avance con respecto a la anterior, llegando incluso a rezagarse frente a la experiencia análoga internacional. En palabras del Ministerio de Hacienda y Crédito Público:

La experiencia recogida en los últimos años sugiere que existen mejoras posibles para esta normativa, buscando mayor eficiencia para la industria de forma tal que se logre estimular una mayor canalización del ahorro y la financiación de nuevos negocios. Estas mejoras se sustentan fundamentalmente en la necesidad de alcanzar estándares internacionales buscando las mejores prácticas en términos de gestión, así como un lenguaje y cifras comparables para dimensionar la industria colombiana con respecto a otros países y regiones (2011, p. 2).

Esta posición estatal llevó a que el año pasado se expidiera el Decreto 1242 de 2013, como solución definitiva a este rezago legal. Pero, como se analizará a continuación, la problemática no fue resuelta por este decreto.

III. LA ESTÁTICA REGULACIÓN DE LAS TEMÁTICAS ESPECÍFICAS DEL CAPITAL PRIVADO

Como se ha anticipado, el desarrollo legal de los FCP en Colombia ha sido extenso en cuanto a la cantidad de leyes que los han reglamentado. Sin embargo, los decretos que “actualizaron” el tema de los FCP han terminado en un desarrollo estático e inerte frente al progreso de la industria, en la medida en que se han mantenido las disposiciones legales del Decreto 2175, frente a un avance del mercado diferente a aquel que existía cuando dicha normatividad fue expedida. De hecho, el Decreto 1242 de 2013, al que se llegó gracias al Ministerio de Hacienda y Crédito Público con el fin de impulsar la industria en el país, incluyó importantes y variados cambios respecto del decreto anterior, pero únicamente en lo que se refiere al género de las carteras de inversión colectiva y muy pocos frente a su subespecie: los FCP (Muñoz, 2014). Esto, a pesar de que el mismo Ministerio, como se dijo anteriormente, reconoció las falencias que tenía la regulación anterior, y que según el Documento conceptual de reforma normativa a los fondos de inversión en Colombia, emitido por dicha entidad, se discutieron sus reformas con la industria (MHCP, 2012, p. 30).

De esta forma, entre los cambios introducidos a las carteras colectivas por el Decreto 1242 pueden encontrarse, entre otros: (i) La transformación de la denominación “carteras colectivas” a “fondos de inversión colectiva” (arts. 3.1.1.2.1, 3.1.1.2.5 y 3.3.1.1.5); (ii) La introducción de un capítulo sobre las operaciones apalancadas en los fondos de inversión colectiva (arts. 3.1.1.5.1 y 3.1.1.5.4); (iii) La posibilidad de inscribir en el RNVE los valores representativos de los derechos de inversión en los fondos de inversión colectiva (art. 3.1.1.6.4); y (iv) La creación de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios (arts. 3.5.1.1.1 y 3.5.1.1.7). En contraste, en el capítulo de este decreto referente a los FCP solo se incluyó un cambio, y fue el de la posibilidad de crear compartimentos dentro de los FCP, para establecer comisiones de administración y documentos negociables distintos (art. 3.3.1.1.5). Así pues, no se plasmaron en el documento final del Decreto 1242 cambios sustanciales a la regulación de los FCP.

Por ello, no sobra recordar dos puntos esenciales sobre los FCP que deben guiar su desarrollo legal. En primer lugar, que este es un mecanismo de inversión y gestión empresarial regulado por el derecho mercantil, el cual a diferencia del derecho civil se nutre constantemente de la realidad de las prácticas comerciales consuetudinarias, con el fin de que sus normas respondan a las necesidades del mercado (Rodríguez, 2009, p. 11). Este carácter consuetudinario se funda en lo que doctrinalmente se conoce como el “principio de la relación con la estructura técnica”, que “[lleva a que] los sistemas económicos, las actividades de comercio y los requerimientos de

la comunidad [deriven en] nuevas instituciones, títulos y formas de manejar o invertir el dinero” (Rodríguez, 2009, p. 160).

Y en segundo lugar, la necesidad de adoptar procesos de adecuación legislativa internacional, debido a las condiciones que impone el comercio internacional como son los pactos bilaterales y multilaterales que desgravan aranceles, el aumento en el intercambio de bienes y servicios, y el comercio electrónico (Reyes, 2013, p. 30). Esto, siguiendo al profesor Reyes (2013), para quien la necesidad de mantener un nivel comercial competitivo entre pares estatales,¹⁵ implica implementar las normas y desarrollos que estos otros Estados tengan. En sus palabras:

Tan pronto como [un Estado] desarrolla nuevas figuras y teorías, los demás procuran adoptarlas, para mantenerse al día con innovaciones normativas. Los Estados que no observen esta práctica pueden quedar rezagados en el denominado mercado de las leyes..., debido a que sus legislaciones pierden el atractivo primordial de ofrecerles a los empresarios reglas flexibles que se adapten a sus necesidades (p. 48).

Por consiguiente, la legislación de los asuntos mercantiles no debe, como regla general, obedecer a ordenamientos jurídicos estáticos, sino al desarrollo comercial tanto nacional como internacional. Entonces, la regulación de una figura con las características de los FCP no pue-

de desconocer de plano su avance dentro del mercado, ni los estándares internacionales en materia regulatoria. Y un cuerpo normativo estático como lo ha sido el de los decretos 2555 y 1242 en lo correspondiente a los FCP, podría dar cuenta de un desconocimiento por parte del Gobierno en cuanto a la manera de reglar un tema tan especializado, aunque por ello no menos importante en razón a la actividad económica que desarrolla.

En ese orden de ideas, ante la pregunta de si los fondos de capital privado, como mecanismos de inversión y gestión empresarial están correctamente reglados dentro del ordenamiento jurídico, habría que responder negativamente, en la medida en que se ha dejado intacto el cuerpo normativo que los reglamenta desde el 2007, desconociéndose así factores como el avance del mercado y sus prácticas mercantiles, los estándares internacionales de regulación y las promesas hechas a la industria. De cualquier modo, se hace necesario observar los aspectos puntuales más importantes del Decreto 1242 y complementarios, que precisan ser modificados, no sin antes establecer que dicha propuesta de modificación tendrá como corolario la protección de los inversionistas en los esquemas de captación de dinero que establece la Constitución, por medio de la regulación adecuada de las actividades económicas o financieras en el país, y los enfoques económicos que en últimas tienden a la regulación del mercado de capital sobre su autodisciplina. Aunque más adelante se observará, también, cómo la misma reforma buscará mejorar las condiciones del fondo mismo, evitándole costos de transacción (*Tran-*

15 Aunque en este punto de su obra el autor resalta la importancia de mantener una legislación actualizada entre Estados de los Estados Unidos, puede aplicarse análogamente la misma tesis a lo que sucede entre regímenes legales de países distintos, ya que anteriormente dentro de la misma obra se defiende la armonización normativa por permitir la actualización de las legislaciones nacionales (Reyes, 2013, p. 33).

saction Costs), problemas de agencia (*Agency Problems*), entre otros. A continuación la justificación legal y económica de la actualización normativa.

IV. JUSTIFICACIÓN LEGAL (CONSTITUCIONAL) Y ECONÓMICA DE LA MODIFICACIÓN NORMATIVA AL DECRETO 1242 DE 2013 Y DEMÁS LEYES COMPLEMENTARIAS

Antes de analizar los cambios necesarios del Decreto 1242 y las demás leyes complementarias que pudieran afectar el desarrollo del FCP, es de suma importancia preguntarse por la utilidad de este ejercicio. ¿Qué tan relevante es, tratar de dar una respuesta respecto de la posibilidad de regular de mejor manera los FCP? A continuación se intentará justificar desde el marco constitucional y el análisis económico, las modificaciones que se recomienda introducir al Decreto 1242 de 2013, reflejando el hecho de que esto constituye no solo un ejercicio teórico, sino que también tiene efectos prácticos.

El Estado colombiano se encuentra circunscrito dentro del llamado “Estado Social de Derecho”, tipología estatal que establece en el campo económico una libertad dinámica para los particulares de decidir su esfera personal y patrimonial (Corte Constitucional [C.Const.], sentencia T-240/1993), y que impone como únicos límites el marco del bien común, la solidaridad y los derechos fundamentales. Por tal razón, podría llegarse a pensar que una regulación económica no tendría necesariamente que estar contenida

en decretos, leyes y reglamentos positivizados, sino que pudiera ser de naturaleza consuetudinaria o incluso dejarse librada al pacto privado.

Ahora bien, una asunción como esta partiría de la base de que el Estado asumiera una actitud indiferente y neutra frente al comportamiento económico de los particulares. Lo anterior se aleja totalmente de lo establecido en la Carta Política del 91, puesto que allí se reconocen aspectos como la desigualdad económica existente en el país, determinados valores como la justicia y la paz social, y principios como la igualdad, la solidaridad, etc., que justifican su intervención en la economía (C.Const., sentencia C-860/2006). Esta intervención halla su tipificación constitucional en el artículo 335 superior, el cual faculta al Estado para regular, autorizar e intervenir en las materias económicas:

Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual *regulará* la forma de intervención del Gobierno en estas materias [cursivas añadidas].

Las actividades citadas en el anterior artículo suponen una serie de responsabilidades y obligaciones, que indican que su libertad lejos de ser ilimitada o absoluta, está marcadamente restringida por el Estado (C.Const., C-955/2000). Ahora, debe aclararse que esta restricción se da por la especialidad de su labor, la cual ha sido considerada como de interés público y como una que

de ser abusada, puede llegar a transgredir derechos fundamentales (C.Const., SU-157/1999).

En suma, según la jurisprudencia de la Corte Constitucional, es necesario mantener la confianza de los usuarios del sistema financiero por medio de “una *regulación adecuada* y [que permita una] convicción pública de que las entidades que hacen parte del sistema están vigiladas técnica y profesionalmente” (C-640/2010) [cursivas añadidas]. Por esto, es posible afirmar la imperiosa necesidad de contar con una regulación completa y actualizada de los FCP, destinada a garantizar el funcionamiento del sistema financiero, evitando también amenazas a la economía individual, empresarial y estatal (C.Const., C-083/1999).

Más allá de las razones constitucionales que se han esgrimido por la Corte, existen argumentos prácticos para promover la regulación de las materias económicas y de mercado como lo es la actividad de los FCP, por encima de la autodisciplina del mercado.

Para comenzar, la doctrina especializada entiende, desde el enfoque más escéptico o anti-rregulatorio, que la regulación solo es necesaria cuando el equilibrio competitivo del mercado es ineficiente; es decir, cuando los recursos no están siendo asignados de la forma deseada (Freixas, 1990, p. 13). Así, se ha dicho que esta ineficiencia en la asignación de recursos puede deberse, entre otras causas, a que se hayan creado barreras a la entrada del mercado, más o menos artificiales, que causen la creación de una estructura de tipo oligopólica o monopólica

de este (Freixas, 1990, p. 14). En ese orden de ideas, la regulación debe tender a la eliminación de dichas barreras. Un ejemplo de esta situación ocurre en el ordenamiento legal colombiano, donde se presenta el cobro diferencial de impuestos entre inversores extranjeros e inversores nacionales en los FCP, por lo cual desde esta visión escéptica se justifica, al menos en ese sentido, la regulación de la actividad de los FCP. Por ello, en el capítulo siguiente se expone con mayor profundidad la problemática tributaria que encierran los FCP, y se recomienda la creación de exenciones fiscales para los inversores extranjeros en estos, tal y como ocurre en otras legislaciones.

Por otro lado, existe un punto de vista económico diametralmente opuesto, como es el que indica que la regulación del mercado de valores es una necesidad inminente en la actualidad, pues el mercado requiere cada vez más de la coordinación y supervisión de los servicios financieros a nivel mundial, dada la aparición de nuevos conglomerados de este tipo que prestan servicios bancarios, de inversión y de seguros, novedosos y complejos, y que llevan a que la regulación deba ser replanteada (Zunzunegui, 2008, p. 3). Esto es aún más cierto si se tiene en cuenta que hace pocos años se sufrió una crisis económica, por causa de la ausencia de barreras legales que regularan la actividad privada, y que momentos de transición financiera como estos han servido históricamente para avanzar en legislación preventiva de su ocurrencia (Gilson, Hansmann y Pargendler, 2010, p. 32).¹⁶

16 Dos de las piezas más significativas de protección al inversor en la legislación de los Estados Unidos, la Ley de Seguridad de 1933 (*the*

De esta manera, el objetivo esencial de la regulación en los países que siguen esta corriente hoy en día (la corriente regulatoria), no es otro que el de la seguridad y protección al inversor y demás agentes involucrados (Zunzunegui, 2008, p. 3). Propósito que se cumple a través de dos pilares fundamentales: (i) la garantía de transparencia informativa de las características de los instrumentos financieros sobre los que invierta el cliente; y (ii) la normativización interna de las conductas de los intermediarios del mercado (Zunzunegui, 2008, pp. 4-5). Este segundo pilar llevó a que dentro de las propuestas regulatorias, más adelante explicadas, se sugiriera la creación de un marco de diferenciación expresa de los roles y responsabilidades que existen entre el gestor profesional y la sociedad administradora del FCP, evitando así la transposición de estos agentes en sus labores, que pueden llegar a entorpecer su actuar en detrimento del inversor.

Sin embargo, si bien la regulación aquí analizada debe velar por la protección de la parte más débil de la relación mercantil en el mercado de valores (el inversor), debe tener en cuenta también el punto de vista de todos los participantes (Zunzunegui, 2008, p. 12), puesto que la protección del mercado no solo se basa en la confianza que genera la regulación sobre los usuarios del sistema financiero, sino en que las instituciones que lo integran no corran el peligro de quiebra, porque entre otras razones una sola

quiebra tiene el poder de afectar todo el mercado e incrementar en gran manera la probabilidad de quiebra de las demás (Freixas, 1990, p. 15). Así pues, como ya se anticipó, la reforma legal también propenderá por mejorar las condiciones de los FCP, estableciendo una normativa más profunda en cuanto a la función de gestión que ejercen estos fondos, lo cual no solo sirve para evitar problemas de agencia en los que pueda llegar a estar inmerso quien ejerza las funciones de administrador (gestor profesional, representante legal, accionista controlante, etc.), sino que además le evita al fondo los costos de transacción que implica el autocontrol de estas situaciones.

Dichos costos de transacción se eliminan, en principio, porque se da la separación del órgano regulador y las empresas reguladas, lo que se conoce doctrinariamente como “principio de separación reguladores-regulados” (Cuenca, 2002, p. 127). Principio que aparta el riesgo para el regulador de ser a la vez fuente de información y centro de impulsión jurídico, y por lo tanto de influir dentro de la regulación con dicha información (Cuenca, 2002, p. 127). Dentro de la propuesta enseguida explicada se incluirá este enfoque regulatorio, partiendo del escepticismo frente a la autorregulación y a la regulación privada, privilegiando la normatividad que parte del Estado, tal y como se profundizará en el acápite siguiente.

Securities Act of 1933) y la Ley de Seguridad en el Intercambio, de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*), fueron promulgadas durante la gran depresión de los años 30, luego de la quiebra del mercado de 1929 (Gilson et al., p. 32).

V. ANÁLISIS DE LAS FALENCIAS Y MODIFICACIONES AL DECRETO 1242 DE 2013 Y DEMÁS LEYES COMPLEMENTARIAS

Si bien el Decreto 1242 de 2013 es la norma que sirve como marco en la actualidad para el funcionamiento del negocio de los FCP, no es la única que afecta su ejercicio. De hecho, otras leyes del sistema jurídico local también tienen un efecto importante en su desarrollo, tal es el caso del Estatuto Tributario (Decreto 624 de 1989) y la actual reforma tributaria (Ley 1607 de 2012). Por esto, en este acápite se intentará analizar los aspectos puntuales más relevantes de las leyes que regulan a los FCP, que aún hoy continúan presentando problemas por no ajustarse a los estándares regulatorios internacionales y a los requerimientos del mercado nacional. En ese sentido, también se presentarán aquí desde una lectura comparada de normas en el derecho norteamericano, brasilero y alemán, las alternativas que se han dado para los mismos problemas en dichos países; así como también los intentos de solucionar las situaciones problemáticas que ha provisto la Superintendencia Financiera por medio de sus conceptos.

A. Regulación de la función de gestión de los fondos de capital privado y de sus posibles riesgos

La regulación de los FCP, como se manifestó en el aparte I.B.4: Gestión activa y valorización, es bastante vaga en cuanto a la función de gestión, en contraste con lo que tiene que ver con la in-

versión de estos. De hecho, esta última cuenta con disposiciones sobre el número mínimo de inversionistas, el monto mínimo de inversión o los valores representativos de la inversión, por solo nombrar algunas (D. 1242/2013, arts. 3.3.1.1.8 y 3.3.1.1.10), mientras que sobre la función de gestión, ante el vacío legislativo del Decreto 1242, la Superintendencia Financiera ha debido aclarar que en contraposición a otros fondos, los FCP no solo realizan labores de financiación sino también de administración o gestión de la empresa financiada, como lo señala en su Concepto 2008070964-001 del 2008:

Cabe señalar que los Fondos de Capital Privado en Colombia están concebidos como alternativas, no sólo de financiamiento, sino también de *gestión* idónea, dirección estratégica y contactos para aquellos pequeños y medianos empresarios que no tienen acceso a deuda, pero que están interesados en reforzar su estructura financiera a través de la inyección de capital y mejores prácticas corporativas [cursivas añadidas].

Por el contrario, en el sistema jurídico norteamericano se ha entendido que la gestión es un elemento esencial de su regulación, debido a que su omisión puede dar lugar a la aparición de problemas de agencia (Black, 2013, p. 308). Es decir, situaciones en las que un representante o agente, que para el caso de los FCP es el gestor profesional, actúa en nombre de un representado o agenciado, que aquí serían los inversores, y donde cada una de estas partes genera un desequilibrio en la relación intentando obtener una mayor ganancia (Ross, 1973, p. 81).

Esto, ya que teóricamente la concentración en un solo ente como el gestor profesional de las funciones de control que tienen los gerentes y de la propiedad que tienen los accionistas, resuelve los intereses encontrados de ambos (Black, 2013, p. 274). No obstante, según Cheffins y Armour (2007), la misma concentración le otorga al gestor unos poderes lo suficientemente amplios como para propiciar el beneficio propio del gestor o, inclusive, el fraude a los inversionistas, razón por la que la regulación de ese país se ha volcado a proteger los intereses de los inversionistas frente a las irregularidades de la gestión por parte del gestor profesional (p. 50).

De ahí que la legislación de los Estados Unidos en la década de los 80 fuera bastante restrictiva, obligando a que en la venta de las compañías financiadas y gerenciadas por FCP, los gestores profesionales no tuvieran ninguna participación (Cheffins y Armour, 2007, p. 51). Hoy en día, hay soluciones menos agresivas hacia los gestores, como por ejemplo, el mismo apalancamiento financiero en la deuda que gracias a las obligaciones que contrae quien la contrata (*Covenants*¹⁷), impide que haya favorecimiento de intereses privados (Masulis y Thomas, 2009, p. 21). También suele imponerse la obligatoria participación en el capital por parte del gestor profesional, de modo que este no solo tenga la posibilidad de gestionar negocios de un tercero, sino también un negocio propio alineando los

intereses de los inversionistas con el suyo (Masulis y Thomas, 2009, pp. 21 - 22).¹⁸

Dos ejemplos que ilustran la importancia de contar con una regulación de las funciones de gestión de quienes detentan dicho poder dentro de la compañía adquirida o sobre la que se ha aplicado la inversión de un FCP, son los que se explican a continuación.

El primero de estos, es el caso *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom Inc.*, que se llevó en el año 2007 ante la Corte de Apelaciones del Quinto Circuito de Estados Unidos. Oscar Private Equity demandó a Royce Holland (en adelante señor Holland), antiguo presidente de Allegiance Telecom Inc. (en adelante Allegiance), compañía de telecomunicaciones instalada en Dallas, Texas, sobre la cual se encontraba invirtiendo en su calidad de FCP. La demanda se basó en el hecho de que el señor Holland falsificó parte de la información presentada al fondo inversor sobre el desempeño de su empresa. Dentro de esta información se encontraba el valor de las acciones de la compañía, las nuevas líneas de teléfono instaladas, las utilidades de las acciones, la valoración EBITDA¹⁹ de Allegiance entre otras. Esta información fue revelada en tres anuncios entre el 2001 y

17 Un *Covenant* puede ser definido como una promesa hecha por escrito, aunque en la práctica se refiere a una obligación que afecta la tenencia sobre un bien. En el caso de los créditos bancarios son las obligaciones que pone la entidad bancaria para su préstamo. Existen distintos tipos de *Covenants*, como por ejemplo los de no competición, los de no ejecutar, etc. (Garner, 2004, p. 122).

18 En Colombia, a pesar de no estar regulada esta materia, es costumbre dentro de la industria que el gestor profesional participe con el 1% o el 2% de la inversión total sobre la compañía (Muñoz, 2014).

19 Es un indicador de desempeño o valoración para realizar comparaciones entre empresas. Sus siglas corresponden a Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, cuya traducción es: ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Rondi y Galante, 2007).

2002 a Oscar Private Equity, en los cuales se mostraba cómo la compañía se encontraba en un ascenso financiero. Sin embargo, seis meses después del último anuncio realizado en febrero de 2002, Allegiance fue declarada en bancarrota. Esto aparentemente se debió a que sus acciones estaban siendo comercializadas fraudulentamente por su presidente, vendiéndolas en un mercado ineficiente para favorecer sus propios intereses. Sin embargo, la relación entre este hecho y la bancarrota de la empresa no se probó, dado que según la decisión de la Corte esto pudo deberse a múltiples factores distintos, por lo que no podría endilgársele únicamente a la gestión del presidente de Allegiance (United States Court of Appeals, Fifth Circuit, No. 05-10791). Lo que sí quedó claro, es que existió un problema de agencia en el cual una de las partes se benefició de la información que tenía, gracias a la administración que se encontraba ejerciendo, y a la ausencia de regulación legal que evitara el aprovechamiento de esta situación.

Un caso similar fue el que ocurrió en nuestro país cuando el señor Carlos Alberto Sierra (en adelante señor Sierra), antiguo accionista mayoritario de la empresa Axede S. A. (en adelante Axede) y representante legal de esta, le transfirió su control accionario al FCP denominado Grupo Tribeca (en adelante Tribeca) en el año 2007. Dicha transacción le permitió a Tribeca adquirir un porcentaje de acciones equivalente al 75.3% de estas, mientras que el restante 24.7% quedó en cabeza del señor Sierra. Durante este proceso de negociación de transferencia de control, y aún ejerciendo como representante legal de

Axede, el señor Sierra tuvo la oportunidad de diseñar múltiples mecanismos de protección para salvaguardar sus intereses como futuro accionista minoritario de la compañía. Entre estos mecanismos pactados se encontró el artículo 30 de los estatutos de Axede, objeto de la controversia de la posterior demanda, el cual requería para la aprobación de readquisición de acciones y de reformas estatutarias de un quórum decisorio de al menos el 80% de las acciones suscritas. De esta forma, en teoría la disposición citada le permitía al señor Sierra tener un derecho de veto siendo un accionista minoritario de la compañía, dado que aún ostentaba más del 20% de dichas acciones. La demanda surgió luego de tomar una decisión relativa a la cesión de derechos económicos para servir de garantía de un crédito bancario, que fue votada en la asamblea de accionistas positivamente con el 75.3% de las acciones que detentaba Tribeca, y negativamente por el porcentaje restante del señor Sierra. Al no haberse alcanzado la mayoría calificada prevista por el señor Sierra en los estatutos de la sociedad, procedió a elevar la demanda contra el FCP Tribeca. Tal decisión fue tenida como válida en dicha reunión y posteriormente por la Superintendencia de Sociedades, una vez llegó a ser litigioso el asunto, partiendo de que la cláusula permitía que la decisión adoptada se diera con una mayoría no calificada (sentencia 801-035). Este caso demuestra cómo el problema de agencia no solo existe para los FCP con quienes en determinado momento ejerzan como administradores de la empresa adquirida, sino que también puede ocurrir con los accionistas mayoritarios que puedan tener desalineados los intereses con respecto al fondo, llegándose in-

cluso a intentar la aplicación de un derecho de veto en las decisiones sociales, que pudiera hacer nulo el control mayoritario sobre la empresa adquirida por el FCP, al menos en lo que respecta a sus derechos políticos.

En síntesis, una reforma legislativa para el campo nacional no debe ser tibia en cuanto a la regulación de la función administrativa o de gestión del gestor profesional. Esto no significa que se excluya por completo a estos de los movimientos que pueden producir algún valor significativo para la inversión, como puede ser la venta de los mismos activos, pero sí límites legales que sirvan para desincentivar problemas de agencia entre los inversores y el gestor profesional o quien detente o haya detentado, según sea el caso, la función gestora sobre la compañía o proyecto invertido (v. gr. representante legal, accionista mayoritario, etc.); esto último, con base en lo observado en los dos casos expuestos.

B. Definición y diferencia de roles y responsabilidades del gestor profesional y de la sociedad administradora

Como se ha explicado antes, en los Estados Unidos la conformación del FCP no está dada contractualmente, sino que suele utilizarse una estructura societaria llamada *Limited Partnerships*. Esto tiene su razón de ser en que, tal como en las sociedades de capital nacionales (como la anónima o de responsabilidad limitada, por ejemplo), “los socios o accionistas se obligan al pago de sus aportes societarios, pero, en principio, no serán responsables por las obligacio-

nes contraídas por aquellas, ni por los actos ilícitos en que se vea envuelta la sociedad” (Superintendencia de Sociedades, Concepto 220-011545). Del mismo modo, la responsabilidad de los socios limitados (*Limited Partners*) en las *Limited Partnerships*, está circunscrita hasta la suma con la que hayan contribuido para la creación de la estructura (Rowley, 1916, p. 1371).

Sin embargo, esta responsabilidad de los socios limitados, de acuerdo con Frasser-Sampson (2011) se predica únicamente a los actos de administración del fondo y no al proceso de gestión empresarial que realiza el gestor profesional, ya que si el órgano encargado de administrar el fondo se inmiscuye en una tarea que no es la suya, corre el riesgo potencial de perder la limitación de la responsabilidad (p. 15).

En Colombia, la regulación de los FCP intenta dividir las funciones de la sociedad administradora y del gestor profesional, haciendo que la primera sea la encargada de las labores operativas y de control del fondo, mientras que al segundo le corresponde la administración de los activos sobre los que se ha invertido. Sin embargo, el gestor profesional puede, principalmente en dos casos, tomarse atribuciones dentro del fondo que naturalmente no le corresponden: (i) cuando ocupa el cargo de gerente del fondo, situación en la que se profundizó en el numeral I.A.3. El gestor profesional; y (ii) cuando por el reglamento del fondo se estipula la posibilidad de que el gestor profesional o la sociedad administradora tomen funciones que excedan lo establecido por la ley (Superintendencia Financiera, Concepto 2012013784-007).

Pese a esto, la Superintendencia Financiera reconoció en Concepto 2008065899-002 del 2008, que el primero de estos casos no exime de responsabilidad a la sociedad administradora por las actividades que el gestor desarrolle ocupando el cargo de gerente del FCP, con lo cual en parte se aminoran los conflictos que en este aspecto se generan en el ámbito local. Sin embargo, no dejan de ser problemáticas para el FCP, dado que crea interferencias y dependencias entre sus organismos, que imposibilitan el desarrollo eficiente de cada una de las partes en su trabajo. Además, cabe comentar también, que aunque la Superintendencia Financiera posee facultades legislativas que se ven reflejadas en sus circulares externas, instructivos y resoluciones, estos documentos son solo doctrina pues no alcanzan el mismo grado dentro de las fuentes de la ley (C.Const., C-860/2006).

Acerca de la segunda situación, que crea intervenciones de los entes mencionados en las funciones de sus contrapartes, y que está dada por la estipulación dentro del reglamento de dichas intervenciones, podría pensarse que hace parte de la autonomía de la voluntad privada que tienen los contratantes de estos fondos.²⁰ De hecho, como lo plantea Guy (2013), en países como Brasil, con las mismas falencias legislativas, se ha propuesto la alternativa de que entidades no gubernamentales suministren modelos de reglamentos para ser adoptados por los fondos, estableciendo en estos con mayor

claridad las funciones de sus partes (p. 330). Sin embargo, una de las críticas más repetitivas sobre estos modelos es su cuestionable integridad, ya que las mismas organizaciones que los diseñan pueden tener intereses privados que beneficiar o ser presionadas por sectores de la industria para ello (p. 330).

También existe otra posibilidad paralela a la de la regulación estatal, y es que los contratantes o participantes del fondo se autorregulen. Esto podría derivar también en un favorecimiento de intereses particulares, y principalmente en unos altos costos de transacción para el FCP, entendiéndose como costos de transacción aquellos asociados al proceso de creación y ejecución de una ley, representada en este caso en un reglamento interno (Driesen y Ghosh, 2005, p. 84). Estos costos no son negativos *per se*;²¹ lo que sí es negativo es que los sufra el fondo y no el Estado a través de sus ramas ejecutiva o legislativa. Esta afirmación se respalda en que, según la teoría americana corporativa de los costos de transacción, una regla fijada de manera unívoca por el Estado evitaría procesos engorrosos como la investigación para la toma de decisiones, la negociación de las cláusulas de cada manual o la resolución de las controversias que surjan de estas, ya sean o no litigiosas (Driesen y Ghosh, 2005, p. 72).

Entonces, lo que se recomienda en este punto es una regulación estatal de la división de fun-

20 La jurisprudencia ha aceptado la autonomía que poseen los particulares para usar el modelo de negocio que más se ajuste a sus necesidades y para que en ejercicio de esta libertad se suscriban los acuerdos que resulten necesarios para su ocurrencia (C. Const., C-228/2010).

21 Existe una proposición económica conocida como el Teorema de Coase (*Coase Theorem*), que afirma que la ausencia de costos de transacción puede llevar a que el mercado no se autorregule con las mejores normas legales que surgen de la fricción entre las diferentes partes del mismo (Sovern, 2009, p. 935).

ciones más detallada, especialmente entre la sociedad administradora y el gestor profesional, que no dé lugar a que se obstaculicen entre sí. La regulación debe comprender temas como la responsabilidad que tiene cada uno por sus actividades y los riesgos de interferir en las del otro. Esto último, porque como se dijo, los conceptos de la Superintendencia Financiera que han intentado aclarar el vacío legal no son vinculantes y por lo tanto se requiere de una confirmación o rectificación legal. También en este punto, como en el del acápite anterior, es deseable que la regulación sea diseñada por parte del Estado con el fin de prevenir el riesgo de que esta normatividad beneficie intereses privados, y evitarle además los costos de transacción a los FCP.

C. Creación de incentivos tributarios para los inversores extranjeros y locales de los fondos de capital privado

Una de las propuestas más solicitadas por la industria para ser incluida dentro del marco nacional de los FCP, es la creación de incentivos tributarios. De hecho, aún desde la expedición del mentado Decreto 2175 de 2007, el *Scorecard*²² de ese mismo año para Colombia, realizado por la Asociación Latinoamericana para el Capital de Riesgo (Latin American Private Equity & Venture Capital Association –LAVCA), ya veía como

22 Publicación que realiza anualmente la Asociación Latinoamericana para el Capital de Riesgo (LAVCA por sus siglas en inglés), acerca del ambiente para los inversionistas de los FCP y FCR en la región. Entre otros factores evaluados en esta publicación están: los derechos de los socios minoritarios en el FCP, la restricción para los inversores institucionales, el desarrollo del mercado de capital y el sistema de tributación (LAVCA, 2014).

uno de los desafíos más importantes de nuestro país la adecuación de un sistema de impuestos más benéfico para los inversores, con el fin de contribuir al crecimiento de la industria (LAVCA, 2007, p. 9).

Entre los impuestos más comunes que gravan actualmente la actividad de los FCP está el impuesto sobre la renta, que se liquida con base en las rentas, ganancias ocasionales, patrimonios y su transferencia al exterior (D. 624/1989, art. 5, núm. 1). Este gravamen no afecta al fondo en razón de la conformación de su estructura, pero sí sobre el patrimonio de los inversores tanto nacionales como extranjeros (LAVCA, 2013, p. 12). Aquí existe una diferencia entre la tributación en el impuesto sobre la renta de residentes y extranjeros, la cual radica en que de acuerdo con la Ley 1607/2012, los primeros deben tributar con base en una tabla que aplica un porcentaje de entre el 0% y 33% dependiendo de la cantidad de base gravable de la persona (art. 8), mientras que los segundos (inversores extranjeros) deben hacerlo sobre un porcentaje fijo del 33% (art. 9). Este trato desfavorable en materia fiscal sobre el patrimonio del inversor desincentiva la inversión extranjera en la industria (Guy, 2013, p. 315). Sin embargo, uno de los puntos positivos del sistema tributario colombiano es que de acuerdo con la reforma tributaria del 2012, los dividendos o utilidades que reciban sociedades u otras entidades extranjeras sin domicilio en el país, deberán ser gravadas con un 0% (L. 1607/2012, art. 95).

Si bien el impuesto sobre la renta no grava a los FCP, sí los afecta el CREE o nuevo impuesto

sobre la renta para la equidad (LAVCA, 2013, p. 12). Este impuesto se creó con el objetivo de beneficiar a los trabajadores, generar empleo y realizar inversión social (L. 1607/2012, art. 20). De esta manera, afecta los ingresos brutos de los FCP en un 9% (arts. 22 y 23 Ley 1607). Otra de las cargas que debe resistir la industria de los FCP además del CREE, es el impuesto a los movimientos financieros, mejor conocido como “cuatro por mil” (D. 624/1989, art. 872). Este tributo afecta con un porcentaje del 0.4% cada transacción que realiza el fondo, lo cual no es una cifra despreciable si se tiene en cuenta la cantidad de llamados de capital, la venta y compra empresarial o la desinversión antes explicadas y sus montos.

La solución más obvia frente al panorama de impuestos en Colombia, que sirva para promover la industria de los FCP, es reducir los porcentajes de tributación que los afectan. La legislación brasilera, por ejemplo, ha reducido sus ganancias en el cobro de impuestos para la estructura sobre la cual se organizan en este país los FCP, es decir, los *Fundos de Investimento em Participações* –FIP (Guy, 2011, p. 317). Esta estructura no debe pagar impuesto sobre la renta, ni otros similares como lo es el CREE en nuestro país, por las utilidades de su ejercicio (Guy, 2011, p. 317). Mientras que desde el punto de vista de los accionistas estos deben pagar un 15% sobre las ganancias que rediman por su inversión, lo cual es mucho menor en comparación con otras estructuras comerciales en Brasil en donde se debe tributar sobre el 20% del capital adquirido (Guy, 2011, p. 317). De todas formas, ambos porcentajes son menores a su

equivalente en Colombia, que como ya se dijo asciende a un máximo del 33% para inversores nacionales y un porcentaje fijo igual para inversores extranjeros.

Otra opción frente al problema de los incentivos tributarios, que ha sido repetitiva en naciones como Estados Unidos y Brasil, es la de enfocar la política de disminución en la tributación hacia los individuos que tomen grandes cantidades de dinero en préstamos bancarios. Solución que apunta directamente a los FCP, puesto que un cobro de intereses más leve sobre las grandes cantidades de deuda bancaria podría ser un factor definitivo a la hora de decidir en qué país invertir (Masulis y Thomas, 2009, p. 15). Por último, una solución que se ha propuesto en Alemania para promover la inversión extranjera en los FCP es la de reducir la tasa de impuestos, no sobre el fondo sino sobre las utilidades de la empresa en que el FCP invierte y durante el término de sus actividades (Cheffins y Armour, 2007, p. 51).

Una reforma tributaria como la aquí propuesta, tendiente a las exenciones fiscales de los inversionistas en Colombia, podría tener como sustento los beneficios obvios de este modelo de negocio para la economía estatal, como lo es la creación de valor para las empresas nacionales financiadas, a través del fortalecimiento de la situación patrimonial de una empresa, la mejora del gobierno corporativo, la profesionalización de su estructura directiva, etc. (Convenio Colombia Capital, 2008, p. 9). Pero también la consecución de dinero proveniente del extranjero, por medio de la llamada inversión extranjera directa de to-

das formas, ambos porcentajes son menores a su inversión extranjera directa (en adelante, IED),²³ trae consigo ventajas evidentes para el país.

Entre estos beneficios están: (i) la posibilidad de recuperar ambientes que se encuentran en crisis económica (Loungani y Razin, 2001, p. 6), pese a que este no es el caso colombiano; (ii) prestamos y aportes de capital de largo plazo. Lo cual, asegura que la inversión no obedezca a consideraciones especulativas del mercado, basadas en las diferencias de las tasas de cambio, en donde del precio de la divisa dependerá de si el dinero continúa en el país o no, de ahí que sea llamada esta inversión “capitales golondrina” (Loungani y Razin, 2001, p. 7). Así pues, la IED, al ser de largo plazo, no conlleva el riesgo que para el país representa la salida del capital mencionado, la cual puede llegar a provocar ciclos de auge y caída, ambos perjudiciales para un país (Loungani y Razin, 2001, p. 7); (iii) la IED proporciona ventajas para la industria, como una mayor autonomía en el control de la inversión, el acceso a nuevos bienes y servicios o la generación de empleo (Ramírez y Flórez, 2006, p. 7); y (iv) por último, para el consumidor también hay beneficios con una reducción de la tasa tributaria a inversionistas extranjeros, ya que muchas veces el IED aumenta la competencia empresarial al interior de un país, forzando a que los productos mejoren su estructura de costos y en consecuencia bajen sus precios (Ramírez y Flórez, 2006, p. 16).

23 Por inversión extranjera directa puede entenderse: “aquella que proviene de una persona natural o jurídica del exterior, cuyo capital es invertido en un país con la intención de tener injerencia directa de largo plazo en el desarrollo de una firma” (Ramírez y Flórez, 2006, p. 3).

Puede concluirse entonces aquí, que en el ámbito tributario Colombia no presenta el mejor ambiente para la inversión tanto local como extranjera en los FCP. Esto, principalmente por la gran cantidad de gravámenes que pueden afectar al fondo, a sus operaciones, a los retornos de utilidades para los inversores y su patrimonio, entre otros. No obstante, existen variadas soluciones legales destinadas principalmente a la reducción de la tasa de impuestos que se cobra a estos sujetos gravables no solo con el fin de crear incentivos fiscales, sino también de reducir los desincentivos encontrados. Esto último se justifica en los amplios beneficios que ofrece para un país el robustecimiento de la industria de FCP, con la creación de valor para las empresas adquiridas por estos, y con otras ventajas de igual importancia como el aumento en el empleo o la disminución del precio de los productos que comercializan las empresas objeto de la financiación de estos fondos. Así pues, las soluciones propuestas deberían observarse con mayor detalle en una posible reforma al Decreto 1242 de 2013 y/o al Estatuto Tributario colombiano.

D. Inclusión de una regulación adecuada para los fondos de capital en riesgo (Venture Capital)

Los fondos de capital en riesgo (*Venture Capital*) son una subespecie de FCP, que en lugar de enfocar su inversión y gestión en empresas consolidadas pero subvaloradas, se orientan hacia compañías en una etapa temprana de desarrollo, que tienen una idea de negocio aunque no los medios para hacerlos realidad (Frasser-Sampson, 2011, pp. 7-8). En últimas, lo que pro-

veen los fondos de capital en riesgo (en adelante, FCR) más que un negocio de inversión como el de los FCP, es un apoyo para la consolidación del emprendimiento empresarial.

En Colombia no existe regulación explícita sobre los FCR. Pero la Superintendencia Financiera en múltiples ocasiones ha hecho homologable la regulación de los FCP con la de los FCR. Es así como en el 2008, dicha entidad estatal indicó que su despacho entenderá la denominación “fondos de capital en riesgo” como referente a los llamados fondos de capital privado (Concepto 2008070974-001). Lo anterior, bajo el entendido de que la definición contenida en el artículo 85 del derogado Decreto 2175 indicaba que al menos dos terceras partes de estos últimos fondos debían destinarse a la participación en “empresas” o “proyectos”, y por lo tanto dentro de sus inversiones admisibles se encontraban empresas en estado primario de crecimiento, tales como aquellas sobre las cuales realizan su inversión los FCR. Posteriormente, la misma entidad reforzó su apoyo a esta posición, afirmando:

Bajo lo establecido por [el] Decreto 2175 de 2007, es también factible que a través de los fondos de capital privado se estructuren fondos de capital en riesgo, ... en tanto la definición y la política de inversión de los FCP permiten contemplar en sus planes de inversión la participación de empresas y proyectos (Concepto 2010001660-001) [cursivas añadidas].

Sin embargo, los FCR tienen múltiples e importantes diferencias en su estructura con respecto a los FCP, que impiden una analogía de su regulación. Un primer punto de incompatibilidad en-

tre ambas figuras consiste en que las empresas destinatarias de inversiones de los FCR no solo se encuentran en sus primeras etapas de crecimiento, sino que, además, suelen dedicarse a actividades de tecnología, telecomunicaciones, investigaciones biológicas, etc., y no de negocios tradicionales que tengan necesidades o problemas en el área comercial (Frasser-Sampson, 2011, pp. 8 y 116). Este punto, sin embargo, no es demasiado problemático, y podría ser contenido bajo la misma teoría de la analogía normativa sostenida por Superintendencia Financiera, ya que las empresas de tecnología también pueden ser incluidas dentro de aquellas en las que es admisible inviertan los FCP.

No obstante, hay otros puntos que sí causan una mayor incompatibilidad y que por lo tanto requerirían de un ajuste legal específico. Es el caso de la participación accionaria que mantiene el fondo sobre la empresa, en uno y otro esquema. Si por un lado los FCP son por lo general dueños de la mayoría de las acciones de una compañía, por otro, los FCR toman generalmente una pequeña porción de la participación accionaria haciendo que la idea o compañía no cambie demasiado su rumbo; imprimiéndole así un valor a la empresa sin necesidad de tener su control total (Kaplan y Stromberg, 2008, p. 29). Esto, ya que en este tipo de negocios, más que el dinero lo que se necesita es de conocimientos y experiencia en el manejo empresarial que puede brindar el fondo (Frasser-Sampson, 2011, p. 133).

También existe una diferencia importante en cuanto al apalancamiento necesario para el desarrollo de cada fondo dado que, por encon-

trarse en etapas tempranas, los gastos de las empresas adquiridas por los FCR no son comparables con los de las empresas en etapas medias o tardías en las que invierten habitualmente los FCP (Frasser-Sampson, 2011, p. 135). Por lo tanto, la deuda muy pocas veces es usada por la primera de estas estructuras de inversión (Frasser-Sampson, 2011, p. 9).

Debe recordarse igualmente, que Colombia cuenta ya dentro de su sistema jurídico con una estructura societaria apropiada para la constitución de los FCR, como es la sociedad por acciones simplificada (S. A. S.). Lo anterior, ya que dicho tipo societario tuvo como uno de sus objetivos principales armonizar el ordenamiento jurídico nacional con los llamados “negocios híbridos”, conocidos en inglés como *Uncorporations* (Reyes, 2011b, p. 6), de origen anglosajón, tales como los FCR. Si bien la Ley 1258 de 2008, Ley S. A. S., basó su trasplante normativo en el esqueleto de la legislación francesa de la *Société par Actions Simplifiée*, esta se asemeja y tiene como uno de sus antecedentes a las corporaciones estadounidenses *Limited Liability Partnership –LLP–* y *Limited Liability Corporation –LLC–* (Reyes, 2011b, p. 6). Tipos corporativos estos que permiten con su flexibilidad proteger por medio de pactos privados la inversión o aportes de inversores o socios, ya que se entiende que son estos quienes mejor conocen las vicisitudes de la empresa y, por lo mismo, quienes deben regularse (Morgestein, 2010). Más aún, esta protección es necesaria en negocios que utilizan los FCR, los cuales al ser fondos cerrados, la redención de la inversión y de la utilidad se da al final de su vida útil (Reyes, 2012, p. 58).

Distinto a lo que sucede en los FCP, donde por lo general los inversores se protegen tomando una porción mayoritaria de participación y controlando así gran parte de la gestión de la empresa adquirida.

Las normas de la Ley S. A. S. han seguido la flexibilidad propia de sus referentes anglosajones, permitiéndoles a los inversores de un FCR protegerse a través de los pactos privados.²⁴ Ejemplo de esto es su artículo 45, que establece una jerarquía de las fuentes normativas aplicables a esta sociedad, dentro de la cual la primera son las propias normas de la Ley 1258; en segundo lugar los estatutos de la sociedad, y en tercer término las reglas del Código de Comercio y de la Ley 222 de 1995, con lo cual su único límite son las normas de la Ley 1258. No obstante, el artículo 17 de dicha normativa le da autonomía a los socios para autorregularse, indicando que: “En los estatutos de la sociedad por acciones simplificada se determinará *libremente la estructura orgánica de la sociedad y demás normas que rijan su funcionamiento*” [cursivas añadidas]. De esta manera, la S. A. S. cuenta también con libertad de configuración legal para sus miembros, propia de negocios tan especiales como el de los FCR.

En ese sentido, lo que se recomienda en este punto es la inclusión de una regulación independiente para los FCR, dadas sus especiales carac-

24 Dentro de los documentos corporativos pueden incluirse cláusulas o provisiones sofisticadas, que permitan diseñar independientemente de la ley los derechos y obligaciones que afectan a los participantes de la corporación, como por ejemplo las cláusulas del tipo Drag Along y Tag Along, Put and Call Options y Buy Out Agreements (Reyes, 2011b, p. 7).

terísticas: distinta filosofía de inversión, el tipo de empresas destinatarias y la escasa cantidad de operaciones en las que utilizan la deuda bancaria y el apalancamiento. También, teniendo en cuenta en dicha regulación que la Ley S. A. S. actualmente contempla por medio del carácter dispositivo de sus normas, la posibilidad que tiene el inversor de proteger su dinero en una estructura tan particular como la de los FCP. Por lo tanto, no puede darse una homologación legal con las normas propias de los FCP como lo sugiere la Superintendencia Financiera, ya que como se ha afirmado su naturaleza es sustancialmente distinta a la de este negocio.

VI. CONCLUSIONES

De acuerdo con el análisis realizado a lo largo de este escrito puede concluirse lo siguiente, en materia de regulación legal de los FCP:

El Decreto 1242 de 2013 y sus leyes complementarias no han sido objeto de un adecuado proceso de actualización normativa y son sustancialmente iguales a las normas que los antecedieron, desconociendo avances regulativos en el plano internacional e incluso las promesas de modificación hechas a representantes de la industria. Esto justifica la necesidad de regular de mejor forma el desarrollo de los FCP planteada en el presente texto. No solo, porque desde el plano constitucional la actividad económica o financiera que despliegan estos fondos requiere una restricción a las libertades de configuración normativa vía una regulación amplia, completa e intervenida por los poderes públicos (C.Const.,

C-955/2000) para poder proteger los intereses de los inversionistas, sino con el objetivo de disminuir los problemas propios de la operación de los FCP justificados económicamente, tales como: (i) los costos de transacción en la redacción de los reglamentos; (ii) los problemas de agencia o de mandato cuando el bienestar del fondo y de sus inversores depende de las acciones adelantadas por un tercero, el gestor profesional; (iii) las estructuras complejas o poco benéficas de impacto tributario sobre los inversionistas extranjeros y nacionales que desincentivan su inversión; y (iv) la confusión de filosofías que hay detrás de las estructuras de los FCP y de los FCR.

En ese sentido, se observaron en detalle cuatro puntos coyunturales del Decreto 1242 de 2013 y de sus leyes complementarias, proponiendo soluciones bajo la perspectiva del derecho comparado y del examen a lo planteado por la Superintendencia Financiera para resolver la problemática.

Una primera modificación se refiere a la ausencia de regulación de la función de gestora que tienen los FCP. Esto es, la de lograr una mayor profundidad en el entendimiento legal que ejerce el gestor profesional sobre la empresa destinataria de la inversión, para evitar posibles problemas de agencia entre el gestor mismo y los inversores, concretamente en cuanto a la concentración de “poderes” en cabeza del gestor, al asumir la administración de la compañía que antes le correspondía a su gerente y parte de la propiedad que antes ostentaban sus accionistas. Aunque, según la práctica de los casos ob-

servados, los problemas de agencia no solo se presentan entre los actores mencionados sino con todo aquel que ostente el poder de gestión sobre la empresa, incluyéndose así dentro de esa lista a los administradores y los accionistas mayoritarios. Al respecto, algunas de las respuestas encontradas en el derecho comparado han sido la toma de créditos bancarios, dado que con las obligaciones que estos conllevan el gestor tiene menor libertad para defraudar o actuar de manera incorrecta frente a los inversores, y la obligatoria porción de capital que debe entregar al fondo el gestor para que se alineen sus intereses con los del inversor, de modo que su gestión sea de una empresa sobre la que tiene algún grado de propiedad y no sea la administración de un negocio ajeno.

Un segundo grupo de modificaciones legales que se recomienda está encaminado a la distinción clara de funciones entre los entes del FCP, principalmente el gestor profesional y la sociedad administradora, para evitar así situaciones de interposición de ambos organismos y con esto la posibilidad de que asuman responsabilidades que no les corresponden. Esto último, toda vez que la sociedad administradora en Colombia tiene su homóloga norteamericana en la figura corporativa *Limited Partnership*, en la cual hay una limitación de responsabilidad por los actos de administración del mismo fondo, mas no por el proceso de administración que realice el gestor sobre los activos adquiridos. De modo que, en caso de trasladarse las funciones de ambos órganos, dicha limitación a la responsabilidad terminaría y podría responder también por las funciones del otro ente del FCP. En Colom-

bia el escenario no es igual de claro en cuanto a la asunción de las responsabilidades por la actuación de los gestores profesionales y de las sociedades administradoras, aunque sí hay situaciones donde puede presentarse, como por ejemplo, cuando no hay un gerente del fondo y su cargo lo asume el gestor profesional. Por todo esto, la propuesta antes anticipada es una regulación legal completa de las funciones y responsabilidades de cada ente del FCP, especialmente del gestor profesional y la sociedad administradora, evitando aquellas situaciones de interrupción de sus labores.

Un tercer punto problemático hallado en el análisis de la reglamentación de los FCP es el de la compleja estructura tributaria que los afecta, producto de la cantidad de impuestos que gravan al fondo, a los usuarios del sistema bancario, a los inversores extranjeros y locales, y a los movimientos financieros de las estructuras corporativas. Lo anterior puede llegar a desincentivar la inversión en estos fondos no solo para el inversor local, sino también para el extranjero, y con esto las ventajas que atrae para la industria nacional, como el fortalecimiento empresarial, el aumento del empleo, la baja de precios de los productos comercializados, etc. Por lo tanto, la reforma legal recomendada aquí es el establecimiento de políticas de reducción en la tasa tributaria de impuestos que afectan directa o indirectamente al fondo.

Una última propuesta legislativa, más que dirigida a los FCP está destinada a una de sus subespecies más importantes, los FCR. Sobre esta herramienta de financiación no existen en Co-

lombia normas que regulen su uso, a pesar de que la Superintendencia Financiera ha sostenido en varios de sus conceptos que su regulación es asimilable a la de los FCP. Por ello, entendiendo como equivocada esta apreciación del ente estatal, toda vez que existen crasas diferencias entre los FCP y los FCR —(i) la distinta filosofía de inversión; (ii) los tipos de empresas adquiridas; y (iii) el escaso o nulo uso del apalancamiento financiero para sus operaciones— lo que se sugiere es la creación de un capítulo independiente sobre los FCR, aprovechando que existe ya la estructura apropiada para proteger los derechos de sus inversionistas por medio del carácter dispositivo de la S. A. S.

Por último, debe decirse que las propuestas ofrecidas en este análisis no deben ser las únicas a incluir dentro de un nuevo marco legal de la industria de los FCP. Lo expresado aquí es solo un análisis sobre los aspectos más problemáticos y relevantes encontrados en la actual regulación, y no un examen extensivo sobre esta. Así pues, teniendo en cuenta que la ausencia de parámetros legales de actuación de muchos de los asuntos de los FCP constituyen un obstáculo operacional tanto para el fondo como para sus actores, se recomienda el análisis de otras falencias indicadas y estudiadas por otros autores, como por ejemplo, la renuncia de los gestores profesionales, las cláusulas de indemnidad, los pactos destinados a la disminución o graduación del riesgo en la inversión, o las pautas para la salida de la inversión con el fin de buscar retornos más lucrativos para el inversor (Plata, 2013, p. 2; Lerner, 1997, p. 28; Frasser-Sampson, 2011, p. 13).

Referencias

- Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. (2014). *Presentación institucional: cifras a abril de 2014*. [Power Point].
- Axelson, U., Strömberg, P. y Weisbach, M. (2008). Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. *Journal of Finance, Forthcoming*, 1-38.
- Baena, D., Ramírez, J. y Hoyos, H. (2007). *Guía temática financiera*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Banco de Desarrollo Empresarial Colombiano [Bancoldex]. (2011). *Catálogo de fondos de capital privado en Colombia*. Bogotá: Grupo Salmántica S.A.S. Diseño Editorial.
- Black, K. (2013). Private Equity & Private Suite: Using 10B-5 Anti Fraud Suits to Discipline a Transforming Industry. *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, (2), 271-308.
- Carrizosa, M. y Padilla, H. (2011). Colombia. *Private Equity, The Law and Leading Lawyers Worldwide*, I(8), 85-91.
- Cheffins, B., y Armour, J. (2008). The Eclipse of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, XXXIII(1), 1-65.
- Código de Procedimiento Civil. Decreto 1400 de 1970. Agosto 6 de 1970.
- Concepto 2008070974-001 [Superintendencia Financiera]. Fondos de capital privado, cons-

- titución y administración. Noviembre 11 de 2008.
- Concepto 2008065899-002 [Superintendencia Financiera]. Fondos de capital privado, gestor profesional persona jurídica, responsabilidad. Diciembre 1 de 2008.
- Concepto 2010001660-001 [Superintendencia Financiera]. Fondos de capital en riesgo, fondos de capital privado, estructuración de fondos. Marzo 3 de 2010.
- Concepto 2012006574-004 [Superintendencia Financiera]. Fondos de capital privado, naturaleza, capital, procesos. Febrero 17 de 2012.
- Concepto 2012013784-007 [Superintendencia Financiera]. Fondos de capital privado – inversiones – gestor profesional. Mayo 22 de 2012.
- Concepto 220-011545 [Superintendencia de Sociedades]. Levantamiento del velo corporativo de los socios de una compañía cuando estos realizan actividades en fraude de ley y de terceros. Febrero 17 de 2012.
- Convenio Colombia Capital. (2008). *Guía práctica de fondos de capital privado*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia
- Corte Constitucional. Sentencia T-240/1993. (M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz; junio 23 de 1993).
- Corte Constitucional. Sentencia C-083/1999. (M. P.: Vladimiro Naranjo Mesa; febrero 17 de 1999).
- Corte Constitucional. Sentencia SU-157/1999. (M. P.: Alejandro Martínez Caballero; marzo 10 de 1999).
- Corte Constitucional. Sentencia C-955/2000. (M. P.: José Gregorio Hernández Galindo; julio 26 de 2000).
- Corte Constitucional. Sentencia C-860/2006. (M. P.: Humberto Antonio Sierra Porto; octubre 18 de 2006).
- Corte Constitucional. Sentencia C-640/2010. (M. P.: Mauricio González Cuervo; agosto 18 de 2010).
- Cuenca, J. (2002). Autorregulación y mercados financieros. *Sistema Financiero: Novedades y Tendencias – ICE*, (801), 123-144.
- Davidoff, S. (2009). The Failure of Private Equity. *Southern California Law Review*, LXXXII, 482-543.
- Decreto 624 de 1989 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se expide el Estatuto Tributario de los impuestos administrados por la Dirección General de Impuesto Nacionales. Marzo 30 de 1989.
- Decreto 2175 de 2007 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se regula la administración y gestión de las carteras colectivas. Junio 12 de 2007.

- Decreto 1242 de 2013 [Presidencia de la República de Colombia]. Por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto número 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva. Junio 14 de 2013.
- Depósito Centralizado de Valores de Colombia y Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (Febrero 8 de 2010). Crisis y recuperación: ¿hacia dónde van los fondos de capital privado? *Enfoque: Mercado de Capitales*, I(40), 1-3.
- Driesen, D. y Ghosh, S. (2005). The Functions of Transactions Cost: Rethinking Transactions Cost Minimization in a World of Friction. *Arizona Law Review*, XLVII(1), 1-61.
- El capital riesgo español se refugia en Latinoamérica.* (31 de octubre de 2012). Obtenido de Wharton University of Pennsylvania: <http://www.knowledgeatwharton.com.es/article/el-capital-riesgo-espanol-y-europeo-se-refugia-en-latinoamerica/>
- Fernández, O. (2011). Private Equity in Latin America. *Private Equity: The Law and Leading Lawyers Worldwide*, I(8), 9-15.
- Frasser-Sampson, G. (2011). What is Private Equity? En G. Frasser-Sampson (Ed.), *Private Equity as an Asset Class*. Wiley Finance (págs. 1-13). Chippenham: John Wiley & Sons, Ltd.
- Freixas, X. (1990). Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros. *Moneda y Crédito* (190), 11-40.
- Garner, B. (2004). *Black's Law Dictionary*. Boston: West Publishing Company.
- Gilson, R., Hansmann, H. y Pargendler, M. (Marzo de 2010). Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. *ECGI Working Paper Series in Law*, (149), 1-54.
- Guy, S. (2013). Regulation of Private Equity in Brazil: Policy Questions Presented and Critique. *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, II, 309-342.
- Kaplan, S. y Schoar, A. (2003). *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Kaplan, S. y Strömberg, P. (2008). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, XXII(4), 1-27.
- Kinmond, K. (2012). Coming Up With a Research Question. En C. Sullivan, S. Gibson y S. Riley (Eds.), *Doing Your Qualitative Psychology Project*. Londres: Sage Publications Ltd, 23-36.
- Latin American Private Equity & Venture Capital Association [LAVCA]. (2007). Colombia. *2007 Scorecard on the Private Equity and Venture Capital Environment in Latin American and the Caribbean*, (2), 9. Obtenido de <http://lavca.org/research-and-tools-2/scorecard/>
- Latin American Private Equity & Venture Capital Association [LAVCA]. (2013). Colombia. *2013 Scorecard. The Private Equity and Ven-*

ture Capital Environment in Latin America, (8), 12-13. Obtenido de LACVA: <http://lavca.org/2013/04/18/2013-lavca-scorecard/>

Lerner, J. (1997). *Venture Capital and Private Equity: A Course Overview*. Working Paper. Harvard Business School, Finance Unit; Harvard University, Entrepreneurial Management Unit. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER).

Ley 964 de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. Julio 8 de 2005.

Ley 1258 de 2008. Por medio de la cual se crea la sociedad por acciones simplificada. Diciembre 5 de 2008.

Ley 1607 de 2012. Por la cual se expiden normas en materia tributaria y se dictan otras disposiciones. Diciembre 26 de 2012.

Ljungqvist, A. y Richardson, M. (2003). *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*. Working Paper 9454. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Loungani, P. y Razin, A. (2001). ¿Qué beneficios aporta la inversión extranjera directa? *Finanzas y Desarrollo*, XXXVIII(2), 6-9.

Masulis, R. y Thomas, R. (2009). Does Private

Equity Create Wealth? *University of Chicago Law Review*, LXXVI, 219-260.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2011). *Documento conceptual: reforma normativa fondos de inversión en Colombia*. Bogotá: MHC, Dirección General de Regulación Financiera.

Morgestein, W. (2010). *La SAS en el derecho societario colombiano: de un institucionalismo de forma hacia un nuevo contractualismo*. Obtenido de Universidad de los Andes: <http://app.vlex.com.ezproxy.uniandes.edu.co:8080/#CO/search/jurisdiction:CO/La+SAS+en+el+Derecho+Societario+Colombiano%3A+De+un+Institucionalismo+de+Forma+Hacia+un+Nuevo+Contractualismo/vid/280277007>

Plata, A. (Junio de 2013). Propuesta de reforma a las carteras colectivas. *Artículos de Prietocarrizosa*, (1).

Ramírez, C. y Flórez, L. (2006). Apuntes de inversión extranjera directa: definiciones, tipología y casos de aplicación colombianos. *Apuntes de Economía*, (8), 1-25.

Resolución 470 de 2005. [Superintendencia Financiera de Colombia]. Por la cual se modifica la Resolución 400 de 1995, referente a fondos de capital privado. Junio 16 de 2005.

Reyes, F. (2011a). *Derecho societario* (t. I). Bogotá: Editorial Temis S. A.

Reyes, F. (2011b). Modernizing Latin American

- Company Law: Creating an All-Purpose Vehicle for Closely Held Business Entities – The New Simplified Stock Corporation. *Penn State International Law Review*, XXIX(3).
- Reyes, F. (2012). Legislación estadounidense sobre LLP y LLC. En F. Reyes (Ed.), *La sociedad por acciones simplificada* (págs. 57-59). Bogotá: Legis.
- Reyes, F. (2013). Hacia un derecho societario global. En F. Reyes (Ed.), *Derecho societario en Estados Unidos y la Unión Europea* (págs. 13-16). Bogotá: Legis.
- Ripert, G. (1988). *Tratado elemental de derecho comercial* (t. II). Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Labor.
- Rodríguez, S. (2009). *Contratos bancarios: su significación en América Latina*. Bogotá: Legis.
- Rondi, R. y Galante, M. (2007). *La EBITDA como indicador de desempeño. Un análisis crítico*. Obtenido de Nulan: <http://nulan.mdp.edu.ar/978/#.VEWy8Ut-s0I>
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. En S. Ross (Ed.), *The Theory of the Firm, Classical Perspectives on Business and Management* (págs. 134-139). New York: Routledge.
- Rowley, S. (1916). Limited Partnerships. En S. Rowley, *The Modern Law of Partnership* (págs. 1370-1417). Indianapolis: The Bobbs-Merrill Company Publishers.
- Sahu, R., Nath, A. y Banerjee, P. (2009). Trends in Private Equity and Venture Capital Investments with Special Focus on the Booming India Growth Story. *Journal of International Commercial Law and Technology, National Law University Jodhpur (India)*, IV(2), 128-142.
- Sentencia 801-035. [Superintendencia de Sociedades]. Septiembre 7 de 2013.
- Sovern, J. (Octubre 9 de 2009). The Coase Theorem and the Power to Increase Transaction Costs. *McGeorge Law Review*, XL, 935-946.
- Superintendencia de Valores de Colombia. (2005). *Boletín Jurídico 2005*. Obtenido de http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:_9oiFIC0F7oJ:https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/juridico/bj2005/bj0605.doc+&cd=1&hl=en&ct=clnk&client=safari
- United States Court of Appeals, Fifth Circuit. Sentencia 05-10791 (M. P.: Patrick e. Higginbotham; mayo 17 de 2007).
- Walker, D. (2011). Executive Pay Lessons from Private Equity. *Boston University Law Review*, XCI, 1209-1229.
- Zunzunegui, F. (Mayo de 2008). La regulación jurídica internacional del mercado financiero. *Revista de Derecho del Mercado Financiero – RMDF*, 1-14.