

DESARROLLO DEL MERCADO DE FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN COLOMBIA

**CAMILO FLÓREZ SIERRA
LINA MARÍA URIBE PALACIO**

**Trabajo de grado para optar al título de
Ingeniero Administrador**

JUAN CAMILO ZAPATA VILLEGAS



**ESCUELA DE INGENIERÍA DE ANTIOQUIA
INGENIERÍA ADMINISTRATIVA
ENVIGADO
2012**

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Este trabajo está dedicado a nuestros padres, pues este logro es fruto del gran esfuerzo que realizaron durante todo nuestro proceso de formación.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a las personas que accedieron a realizar las entrevistas, que nos proporcionaron información muy valiosa y a nuestro director, por su exigencia y buen direccionamiento.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN.....	10
1 PRELIMINARES.....	12
1.1 Planteamiento del problema	12
1.2 Objetivos del proyecto	14
1.2.1 Objetivo General.....	14
1.2.2 Objetivos Específicos	14
1.3 Marco de referencia.....	14
1.3.1 Marco Conceptual	14
1.3.2 Marco Contextual	15
2 METODOLOGÍA.....	29
2.1 Limitantes del marco regulatorio.....	29
2.2 Limitantes en el proceso de inversión.....	29
2.3 Limitantes en la liquidez y el mercado secundario	29
3 DESARROLLO DEL PROYECTO	31
3.1 Limitantes en el Marco Regulatorio de Fondos de Capital Privado	31
3.2 Limitantes en el Proceso de Inversión en Fondos de Capital Privado.....	37
3.3 Limitantes en la Liquidez y en el Mercado secundario.....	45
3.4 Propuesta de Inversión para el Desarrollo del Mercado.....	46
3.4.1 Descripción.....	47
3.4.2 Procedimiento de inversión	48
3.4.3 Mercado Secundario	50

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.4.4	Compromisos	51
3.4.5	Sanciones.....	54
3.4.6	Contribución al desarrollo del mercado.....	54
4	DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	58
5	CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES	62
6	BIBLIOGRAFÍA.....	64

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE FIGURAS

	pág.
Figura 1: Modelo de Negocio de Fondos de Capital Privado en Colombia.....	27
Figura 2: Crecimiento comparativo por tipo de economía.	31
Figura 3: Fondos de Capital Privado.....	32
Figura 4: Valor Unidad de Fondo de Capital Privado Inversor	39
Figura 5: Valor Unidad Fondo de Capital Privado Teka Colombia	40
Figura 6: Valor Unidad Fondo de Capital Privado Cacao	41
Figura 7: Ejemplo reserva compromisos.....	53

LISTA DE ANEXOS

	pág.
Anexo 1: Entrevista Germán Andrés Chaves Gómez	68
Anexo 2: Entrevista Juliana Zapata Sierra	70
Anexo 3: Entrevista Gabriel Flórez Blair	71
Anexo 4: Entrevista Melisa González González.....	72
Anexo 5: Entrevista Juan Camilo Roldán Mejía	76
Anexo 6: Formato Vinculación Bolsa de Valores de Colombia.....	79
Anexo 7: Formato Ingreso títulos Deceval	81

RESUMEN

Los Fondos de Capital Privado se constituyen como una alternativa viable para inyectar conocimiento y capital a empresas y sectores de la economía, con el fin de llevarlos a su máximo potencial. Estos se encargan de identificar las fallas estructurales en el desarrollo de las prácticas empresariales para así tomar las medidas correctivas necesarias con el fin de generar valor. En Colombia, se pueden encontrar una gran cantidad de empresas que pueden cumplir con las características para que sean intervenidas por un fondo, logrando un importante desarrollo de la economía y generación de empleo. Sin embargo, a pesar de todos los beneficios que implica para Colombia un mercado de Fondos de Capital Privado, se observa que a pesar de los esfuerzos, aún se constituye como un mercado poco desarrollado y con reducido alcance en el país.

Para conocer la regulación e identificar las posibles limitantes dentro de este contexto, se estudió la regulación colombiana para este tipo de inversiones y se complementó la información con entrevistas a cinco expertos en Fondos de Capital Privado. A partir de esto se obtuvo que los montos mínimos de inversión definidos por ley son muy elevados, por lo que resultan inaccesibles para muchos inversionistas pequeños. Y en segundo lugar, el régimen de inversiones limita en gran medida a Fondos de Pensiones y Aseguradoras para invertir en estos mecanismos, lo que limita en gran medida la oferta general de capital para inversión en Fondos de Capital Privado.

Por otro lado, con el fin de entender el proceso de inversión en Fondos de Capital Privado, y establecer las posibles limitantes que se pueden presentar en este aspecto, se procedió a analizar información de fuentes secundarias y se revisaron cuatro reglamentos de Fondos de Capital Privado locales. A partir de esto, se obtuvo que los métodos de valoración utilizados en los fondos, no son adecuados porque no proporcionan resultados reales de la inversión, y esto puede llevar a la falta de transparencia. Además, los compromisos de inversión, la complejidad de las inversiones y los plazos de inversión, se constituyen como barreras de entrada para inversionistas medianos y pequeños.

Por último, para conocer las alternativas de liquidez y el mercado secundario de los fondos, y además identificar las posibles limitantes derivadas de estos aspectos, se procedió a recopilar información secundaria, que se complementó con la proporcionada por los expertos en las entrevistas realizadas, y se obtuvo que los Fondos de Capital Privado son instrumentos ilíquidos, difíciles de convertir en efectivo, y que no existe un desarrollo del mercado secundario que pueda proporcionar una alternativa eficiente de liquidez para los inversionistas.

A partir de los resultados obtenidos, se estructuró una propuesta enfocada principalmente al desarrollo del mercado secundario y así, el mercado de Fondos de Capital Privado. Esta consiste en la creación de unas sociedades especiales, habilitadas para negociar participaciones en Fondos de Capital Privado con recursos de terceros.

Palabras clave: Fondos de Capital Privado, liquidez, mercado secundario, inversión.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ABSTRACT

The Private Equity Funds are a feasible alternative investment to inject knowledge and capital to companies and sectors of the economy, and drive them to their maximum potential. These funds are in charge to identify the structure failures in these companies in order to implement corrective actions, to accomplish the generation of value. In Colombia a significant number of companies with the characteristics to be intervened by a Private Equity Fund can be found, which will allow a better economic development which will generate new jobs. Nevertheless, in spite of the efforts put into developing the market of Private Equity Funds, it is still underdeveloped and with limited scope.

In attempting to know the Colombian regulatory framework of Private Equity Funds, and identify possibly limitations in this aspect, information about all the elements regarding the regulation was gathered and analyzed. Five experts in the matter were also interviewed in order to complement de information collected previously. The result was that the minimum investment amounts are excessively high, and therefore exclude many potential investors. Additionally, an investment regime applies for Pension Funds and Insurance Companies, which limits their investment in Private Equity Funds, and hence this leads to a limited supply of capital to finance these funds.

Moreover, in order to learn about the investment procedure, and detect the possible limitations about this, it was collected information from different sources, included the one provided by the interviews with the mentioned experts and the review of four regulations from local Private Equity Funds. The result obtain was that valuation methods do not represent the real behavior of Private Equity Funds and can lead to a lack of transparency towards the market. Also, investment commitments, complexity of the investment, and long terms include entrance barriers for small and medium investors.

On the other hand, to obtain a better understanding of all aspects related to the liquidity alternatives for investors, and secondary market, and thus identify potential limitations regarding these elements, it was gathered relevant information on these topics from several secondary sources, and the interviews made to the experts. The result was that Private Equity Funds proved to be highly illiquid, making it difficult to turn investments into cash. Also, secondary market, which could provide this alternative, is both inefficient and underdeveloped.

To finish, a proposal focused mainly on developing the secondary market for Private Equity Funds was structured. It consists in creating a special financial figure, able to negotiate shares in Private Equity Funds with third parties resources.

Key words: Private Equity Funds, liquidity, secondary market, investment.

INTRODUCCIÓN

Los Fondos de Capital Privado, son un instrumento de Inversión, cuyo mercado en Colombia, es relativamente nuevo. Este mecanismo permite la inversión directa en empresas con gran potencial en el mercado, pero que normalmente cuentan con prácticas empresariales que de alguna manera no les permiten el crecimiento a largo plazo. Esta herramienta de inversión supone un desarrollo significativo en países como Colombia, que cuenta con gran cantidad de empresas con estas características. Sin embargo, se ha evidenciado, que a pesar de que se han realizado esfuerzos en esta materia, aun no se le ha dado la importancia que se requiere para desarrollar todo el potencial de crecimiento que tiene el mercado, que a su vez se constituye no solo como una alternativa de inversión, sino como un medio por el cual se pueden obtener beneficios de crecimiento económico a nivel de país. Por lo anterior es importante buscar alternativas con el fin de que el mercado de estos fondos se desarrolle aún más, con el apoyo de herramientas y mecanismos creados a partir de las limitantes que se encuentran actualmente en el mercado, de tal manera que se pueda estructurar una propuesta de desarrollo para estas inversiones.

En primer lugar, se identifican limitantes relacionadas con el marco que regula la operación de estos mecanismos en el mercado colombiano. En este caso se evidencia que una limitante importante, es que se definen por ley unos montos mínimos de inversión, que debido a que hacen referencia a sumas muy elevadas, excluyen de la inversión, a inversionistas medianos y pequeños. Esto implica que la inversión no está democratizada, porque cierto capital, que podría estar direccionado a estos vehículos de inversión, se dirige preferiblemente hacia otros instrumentos de más fácil acceso, limitando la oferta de capital a extranjeros e institucionales locales. Adicionalmente, se encuentra que, partiendo del régimen de inversiones que regula a los Fondos de Pensiones y Aseguradoras, se establecen unos límites muy bajos y conservadores para que estas entidades inviertan en estos instrumentos. Esto implica que, dado el tamaño de estos inversionistas, y el potencial que tienen para hacer crecer el mercado, se limita en gran medida la oferta de capital disponible para que los Fondos de Capital Privado financien sus inversiones y operación.

En segundo lugar, se identifican limitantes con respecto al proceso de inversión que se lleva a cabo en un Fondo de Capital Privado. Se evidencia que por una parte, la valoración que se implementa en los fondos no evidencia la realidad de la inversión en todos los periodos. Dado que la metodología consiste en la realización juiciosa de un método de valoración periódico, pero entre uno y otro periodo se basa en perspectivas, en este tiempo, la valoración y desvalorización del fondo no es real y no incluye las perspectivas de la totalidad del mercado lo que puede llevar a falta de transparencia. Por otro lado, los compromisos de inversión que deben adquirir los inversionistas, las altas multas que implica no cumplirlos, son una limitante importante que hace que muchos inversionistas de características económicas más dinámicas, eviten este tipo de inversiones y opten por alternativas más accesibles. Adicionalmente, se encontraron

limitantes relacionadas con la complejidad de las inversiones, que hacen difícil para algunos inversionistas entender el funcionamiento, los largos plazos de inversión debido a la naturaleza de sus inversiones y la poca difusión del instrumento, que son importantes a la hora de determinar el tipo de inversionistas que pueden acceder a la inversión.

Por último, se identifican limitantes relacionadas con la liquidez que ofrecen los Fondos de Capital Privado y el papel que desempeña el mercado secundario en este aspecto. En este punto se identifica que los inversionistas de estos fondos, no tienen alternativas de liquidez inmediatas, pues esto se limita a las condiciones que pone el fondo en el reglamento, y que normalmente hacen referencia a las redenciones normales de capital. La opción que tiene un inversionista para salir de una participación en un fondo antes de tiempo, es cederla a otro inversionista, que a su vez debe ser aprobado por el gestor. Además no existe un mercado secundario desarrollado en el país que sirva como alternativa para los inversionistas.

Con base en las limitantes encontradas, se estructura una propuesta que tiene como objetivo principal democratizar la inversión, mediante la inclusión de pequeños y medianos inversionistas, y a su vez busca desarrollar el mercado secundario para garantizar la liquidez de estos instrumentos. La base de la propuesta está en la creación de unas Entidades, que se encargarán de captar dinero de terceros, para invertir en nombre propio en los Fondos de Capital Privado, eliminando las limitantes derivadas de la relación directa con el fondo, como los compromisos y los montos mínimos, los cuales las Entidades si pueden cumplir. Además plantea la necesidad de que los fondos inscriban los títulos de participación en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en la Bolsa de Valores de Colombia, con el fin de que puedan ser negociados libremente en el mercado de valores.

1 PRELIMINARES

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El mundo globalizado y mundialmente integrado en el que se hacen negocios en la actualidad, ha impuesto nuevos retos a los empresarios, que los obliga a diferenciarse, a ejercer buenas prácticas empresariales para mejorar la competitividad, y a innovar constantemente. Sin embargo, no es suficiente con tener buenas ideas de negocio, ni diferenciarse de los demás, también es importante un manejo adecuado a nivel estructural de todas las áreas de la compañía, que conlleven al buen manejo financiero, productivo, comercial y estratégico que finalmente dará como resultado la solvencia económica de la empresa y el aumento de sus expectativas de crecimiento y sostenibilidad financiera a largo plazo.

La experiencia demuestra que el 50% de las pequeñas empresas, quiebran durante el primer año de actividad, y no menos del 90% antes de cinco años. Además, el 95% de los fracasos, se deben a la falta de competencia y conocimiento del negocio. Esto se debe principalmente a diversos factores que afectan la visión a largo plazo, por parte de los empresarios, como, la falta de formación, el afán con el que se pretende generar utilidades, la falta de disposición para realizar inversiones a muy largo plazo, las malas prácticas contables que afectan la independencia del negocio con gastos personales y limitan las posibilidades de tomar decisiones estratégicas mediante el análisis financiero, entre otras. Para este tipo de empresas existen pocas alternativas de financiación ya que el acceso a créditos es restringido debido a la estructura financiera del negocio y a las malas prácticas contables que limitan su capacidad de pago, y debido al riesgo que representa para las compañías de financiamiento, los costos de financiación suelen ser muy elevados (Lefcovich, 2004).

Según un estudio realizado por la firma Stangl, acerca de las causas por las cuales fracasan las empresas colombianas, se encontró que las tres principales son: problemas relacionados con las ventas, situaciones financieras, y causas administrativas. En el grupo de las ventas, se observa falta de innovación y diferenciación del producto o servicio, malas decisiones respecto a la elección y gestión de los canales de distribución, problemas de competitividad en cuanto a precio, calidad y servicio. Esto implica que las empresas deben volverse más flexibles para responder de manera eficiente a los cambios del entorno. El 50% de las empresas colombianas que se quiebran lo hacen por estas razones. En el grupo de los aspectos financieros, los principales problemas que se presentan son los bajos niveles de rentabilidad, que se encuentran estrechamente relacionados con los altos costos operativos asociados usualmente a la tecnología obsoleta y gastos operacionales desproporcionados. Además se presentan márgenes EBITDA bastante bajos que no alcanzan a cubrir la operación del negocio. Otros importantes factores incluyen la mala gestión que realizan las empresas en cuanto al capital de trabajo operativo, entre los que se encuentran los altos niveles de inventario y

los recaudos ineficientes de cartera, además de contar con altos niveles de activos fijos que se ven reflejados en la falta de liquidez. Dentro de este grupo se encuentra el 45% de las empresas que fracasan. El último grupo corresponde a problemas administrativos, que incluyen situaciones relacionadas con la negligencia de los propietarios, la falta de planeación estratégica, los fraudes y robos dentro de la compañía, y desacuerdos entre los socios. A este grupo pertenecen el 5% de las empresas que terminan en quiebra (Stangl Herrera, 2011).

Por lo anterior, los Fondos de Capital Privado se constituyen como una alternativa viable para inyectar conocimiento y capital a estas empresas, con el fin de llevarlas a su máximo potencial, con el apoyo de un grupo de expertos (gestores) que se encargarán de identificar las fallas estructurales dentro de la gestión de la organización, para así tomar las medidas correctivas necesarias en cada una de las áreas de la compañía y de esta manera generar valor.

Por lo tanto, las ventajas que puede traer para un país como Colombia, que posee gran cantidad de empresas con las características para ser intervenidas son muchas, considerando que dicha intervención se evidencia de manera productiva en la industria. Sin embargo, los Fondos de Capital Privado, son un mercado relativamente nuevo en Colombia, pues empezó a darse su apogeo en el año 2006, con la percepción internacional del crecimiento económico de países en vías de desarrollo, y se reglamentó en el 2007, con el decreto 2175, que proporcionó más confianza a los inversionistas extranjeros, para invertir su capital en el país (SEAF y Tribeca - Fondos de Capital Privado, 2008).

Sin embargo, el mercado no está totalmente desarrollado en Colombia, pues aún las pequeñas empresas no están familiarizadas con éstos y no los consideran una alternativa para financiarse. Además, gran parte del rezago de éste mercado, se explica porque la inversión requiere montos muy elevados, que no permiten que los pequeños inversionistas accedan a los fondos, y obtengan sus beneficios, lo que hace que la diversificación de los inversionistas sea muy limitada, y por lo tanto que se dependa casi exclusivamente del dinero y el tiempo que éstos deseen invertir en los Fondos de Capital Privado de Colombia, limitando el alcance de estos (Bancóldex S.A., 2009).

El proyecto pretende exponer una propuesta para el fomento y desarrollo del mercado de Fondos de Capital Privado, enfocada a una mayor flexibilidad en cuanto a la posibilidad de tener acceso a la inversión, considerando que esto representaría ventajas para el desarrollo de la industria colombiana, evidenciado tanto en los resultados de las compañías, en capital intelectual adquirido, en las perspectivas de crecimiento a largo plazo y en el progreso socioeconómico resultante de las mejoras en la industria y el crecimiento de ésta.

1.2 OBJETIVOS DEL PROYECTO

1.2.1 Objetivo General

Desarrollar una propuesta de inversión en Fondos de Capital Privado en Colombia, enfocada al desarrollo del mercado, con base en las necesidades y limitantes actuales.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar las limitantes para inversionistas que se presentan en el mercado de Fondos de Capital Privado, en el contexto regulatorio colombiano
- Determinar las limitantes que se presentan tanto para inversionistas como para los mismos Fondos de Capital Privado, durante el proceso de inversión
- Identificar limitantes en la liquidez y en el mercado secundario de Fondos de Capital Privado

1.3 MARCO DE REFERENCIA

1.3.1 Marco Conceptual

1.3.1.1 Mercado de capitales

El mercado de capitales es un conjunto de mecanismos que permiten la transferencia de recursos del ahorro hacia la inversión. En éste se transfieren dichos recursos desde los sectores con excesos de dinero, hacia las actividades productivas mediante la compraventa de títulos valores (Consultorio Contable, 2007).

1.3.1.2 Fondos de Capital Privado

Por su parte, los Fondos de Capital Privado son definidos como “carteras colectivas cerradas que destinan al menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (Superintendencia Financiera, 2008). En Colombia los Fondos de Capital Privado funcionan como inyectores de capital y conocimiento en empresas, medianas y pequeñas principalmente, que han sido mal estructuradas pero que tienen gran potencial. Estas empresas generalmente no tienen acceso a deuda, por lo que estos fondos se convierten en una excelente alternativa de financiamiento. En la actividad de los fondos, participan dos actores principales, que son los gestores, expertos en diferentes áreas, encargados de la restructuración de la empresa, y los inversionistas, quienes se encargan del aporte de capital. Los gestores son los responsables de la generación de valor, y consecuentemente, de la rentabilidad que se generará para los inversionistas y para ellos mismos. Las inversiones admisibles para estos fondos se limitan a la inversión en empresas o desarrollo de proyectos, pero

necesariamente haciéndose partícipes, coadministrando y asumiendo directamente los riesgos del negocio (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2007).

Los Fondos de Capital Privado se componen principalmente de dos etapas. En primera instancia, buscan captar recursos de grandes inversionistas, entre los que se encuentran grupos económicos, fondos de pensiones y cesantías, compañías de seguros, bancos comerciales o de inversión y/o personas naturales con un alto poder adquisitivo. En segundo lugar, los fondos buscan invertir estos recursos captados en empresas que debido a sus condiciones y características, potencialmente podrían generar los mayores retornos a la inversión. (SEAF y Tribeca - Fondos de Capital Privado, 2008). En resumen, los fondos de capital privado están concebidos en Colombia 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 (Superintendencia Financiera, 2008).

Las empresas con las características mencionadas anteriormente, es decir, micro, pequeñas y medianas empresas, tienen diversas alternativas de financiamiento, como el acceso al crédito, consecución de patrimonio por parte de terceros, o instrumentos de inversión en donde se desplaza el capital proveniente del ahorro de otros sectores, hacia la actividad productiva de estas empresas. El gobierno nacional, en los últimos años ha venido realizando esfuerzos grandes en cuanto a la promoción del micro crédito, y el crédito para Pymes. Esto se ve reflejado en la evolución que ha tenido el crédito en estos sectores empresariales, con un crecimiento promedio anual de 38% a 2008 por parte de instituciones crediticias estatales como Bancoldex (Bancoldex, 2008).

1.3.2 Marco Contextual

1.3.2.1 Evolución de los Fondos de Capital Privado en América Latina

En América Latina, inicialmente existieron obstáculos para la implementación de los Fondos de Capital Privado -FCP, principalmente porque los índices de crecimiento no eran atractivos, se tenía una cultura en la que los empresarios se financiaban principalmente con créditos o capital propio, y además no existía un marco regulatorio que le diera confianza a los inversionistas. Sin embargo, a partir de 2006 se empezaron a experimentar altas tasas de crecimiento, atrayendo gran cantidad de capital extranjero, que condujeron a la reglamentación de los FCP y se empieza a educar al consumidor financiero en otros mecanismos de financiación. Esto, combinado con la debilidad del dólar y la falta de diversificación de instrumentos de inversión innovadores y rentables, propició la evolución con tasas significativas de los FCP. Según el Emerging Markets Private Equity Association (Empea), la compra de empresas por parte de estos fondos en América Latina alcanzó cerca de US\$2.700 millones en 2006, el doble de 2005, y se estima que ascendieron a cerca de US\$5.000 millones en 2007. Por otra parte, la rentabilidad promedio en 2006, fue de 31%, mientras que en años anteriores, daba pérdidas de 6%. Para Colombia específicamente, el mercado evolucionó también a tasas muy favorables, pasando de una inversión de US\$1.720 millones en 2003 a US\$9.483

millones en 2008, convirtiéndolo en el tercer país de destino del capital extranjero (SEAF y Tribeca - Fondos de Capital Privado, 2008).

1.3.2.2 Contexto socioeconómico colombiano

Por otra parte, en el ámbito económico, Colombia se encuentra en uno de sus mejores momentos, pues el crecimiento del PIB durante los que ha corrido del año, ha estado por encima del crecimiento de Latinoamérica. (Echeverry, 2012). Esto implica además, que debido a que el entorno económico internacional, genera alta incertidumbre entre los inversionistas, encuentran una alternativa más segura en la inversión en Colombia. En los últimos años, el mercado de valores colombiano ha venido evolucionando, debido a la diversificación de los instrumentos de inversión, y a la globalización del mercado de capitales. En este entorno se han desarrollado, desde el 2007, a partir del decreto 2175, los Fondos de Capital Privado, pues cumple un objetivo de diversificación, con el ánimo de atraer inversionistas, y además promueve la solidificación de las pequeñas y medianas empresas colombianas mediante la inyección de capital.

Socialmente, Colombia es el cuarto país más desigual de mundo y el primero de Latinoamérica, con un índice Gini de 0,59 para el 2011. Lo que implica que muchas de las empresas que se crean en el país, provienen más de la necesidad que la oportunidad (Semana, 2011). Es decir, se crean frente a la necesidad de generar ingresos para sobrevivir. Sin embargo, el desarrollo del emprendimiento en Colombia, ha tenido un gran avance debido a los estímulos para la creación de empresa del gobierno nacional, por lo que se encuentra que muchas de estas empresas, aunque. Por otra parte las microempresas en Colombia corresponden al 96% de las empresas y generan el 50% del empleo. A su vez, las medianas y pequeñas son el 3,9% del total de empresas y generan el 30% del empleo (DANE, 2011).

1.3.2.3 Marco Regulatorio

En Colombia, a partir del 2007, con el apoyo de Bancoldex y el Ministerio de Industria y Comercio se expidió el decreto 2175, el cual tenía como objetivo estimular y reglamentar el funcionamiento de las carteras colectivas, entre ellas los Fondos de Capital Privado, estructurados como carteras colectivas cerradas. En primer lugar se describen los principios y atributos de las carteras colectivas, se definen políticas de inversión, de constitución y de participaciones, y dedica expresamente un título a los Fondos de Capital Privado, en donde se incluyen derechos de los inversionistas, constitución y liquidación, órganos de control entre otros aspectos que buscan estructurar el marco regulatorio de los Fondos de Capital Privado, buscando con esto su fomento, para darle confianza a los inversionistas y estimular la inversión (Colombia Capital, 2007).

Los Fondos de Capital Privado según el Título XII de dicho decreto, deben ser administrados únicamente por Sociedades Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias y Sociedades Administradoras de Inversión.

“Dichas sociedades se deberán constituir bajo las siguientes condiciones:

1. Tener capacidad administrativa e infraestructura tecnológica y operativa suficiente para gestionar el Fondo de Capital Privado.
2. Contar con personal de dedicación exclusiva para la administración de las carteras colectivas, que tenga la suficiente responsabilidad e idoneidad.
3. Tener una adecuada estructura de control interno.
4. Tener implementado un sistema integral de información del Fondo.
5. Tener códigos de buen gobierno corporativo, incluyendo la adopción de un código de conducta, para la administración de los Fondos; en este sentido, las sociedades administradoras deberán adoptar criterios éticos y de conducta encaminados a preservar los derechos de los inversionistas de los Fondos bajo su administración, incluyendo el establecimiento de reglas claras y concretas que permitan realizar un control a la gestión de los administradores del mismo, sobre el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades asignadas, así como la prevención y administración de los posibles conflictos de interés que puedan afrontar tanto la sociedad administradora como sus administradores.
6. Contar con planes de contingencia y continuidad de la operación, cuya finalidad primordial sea prevenir y, en caso de ser necesario, solucionar los problemas, fallas e incidentes que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos de procesamiento y conservación que conforman el sistema integral de manejo y procesamiento de la información del Fondo.
7. Contar con un sistema de gestión y administración de los riesgos.

Los Fondos de Capital Privado no deberán obtener autorización previa de la Superintendencia Financiera para su respectiva creación, pero deben entregar la documentación reglamentaria como: modelo del reglamento; copia del acta de junta directiva de la sociedad administradora mediante la cual se aprobó el modelo del reglamento, certificación expedida por el representante legal de la sociedad administradora acerca de que la sociedad cumple con los requisitos previstos en este artículo, modelo del documento representativo de las participaciones en el Fondo de Capital Privado y el perfil requerido de los candidatos para formar parte del comité de inversiones y para ocupar el cargo de gerente de la cartera colectiva” (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2007).

Adicionalmente, en el marco regulatorio se establecen elementos que se deben tener en cuenta para la constitución de un Fondo de Capital Privado y que son importantes a la hora de presentar la documentación correspondiente a la Superintendencia Financiera. A continuación se describen los más importantes de ellos:

- Política de Inversiones: Los FCP deben contar a su vez, con una Política de Inversiones previamente definida en el reglamento, en la cual se deberá describir el Plan de Inversiones, donde indique en qué tipo de empresas o proyectos

invertirá los recursos, y los criterios utilizados para la determinación de dichas inversiones.

- **Constitución de Participaciones:** En cuanto a la Constitución de Participaciones, los inversionistas podrán comprometerse a través de una promesa, en la cual se obliguen incondicionalmente a pagar un dinero previamente establecido en el reglamento. Adicionalmente el monto mínimo para constituir una participación es de 600 SMLMV. Un FCP deberá tener mínimo 2 inversionistas.
- **Valoración:** Es la Superintendencia Financiera la encargada de establecer los mecanismos de reporte de valoración, metodologías y periodicidad de valoración de los FCP, teniendo en cuenta la naturaleza de los activos en los que invierten. Sin embargo, es posible que la sociedad administradora requiera un método de valoración diferente, que debe tener fundamentación técnica y ser aprobado por la Superintendencia Financiera.

Adicionalmente, es necesario que el Fondo de Capital Privado, presente ante la Superintendencia Financiera, el Reglamento del fondo, el cual se estructura a su vez, con todas las partes, definiendo aspectos generales, política de inversiones, proceso de restitución de aportes, tamaño del fondo, manejo operativo, procedimientos para la divulgación de la información, la naturaleza de los aportes, el término del fondo, entre otra información relevante y requerida por la Superintendencia Financiera.

Otro elemento del marco regulatorio, es el Régimen de Inversiones (decreto 2555 de 2010), en el cual se establecen las condiciones de inversión para los Fondos de Pensiones y Compañías aseguradoras. Este Régimen Establece que para los Fondos de Pensiones, el capital máximo que pueden invertir en Fondos de Capital Privado es el 5% del valor del fondo moderado, para las inversiones que se realicen con el dinero de este fondo, y 7% del valor del fondo de alto riesgo. Para el fondo conservador, está prohibido realizar inversiones en Fondos de Capital Privado. En cuanto a Compañías Aseguradoras, se permite invertir máximo el 5% de su portafolio. Para ambos es necesario que el gestor del fondo tenga mínimo 5 años de experiencia, y un 1 billón de pesos en activos administrados (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2010).

1.3.2.4 Características de los fondos actuales

Los fondos de capital privado, se componen de sociedades gestoras y sociedades administradoras. Las primeras son las que conciben la idea, o las que detectan las oportunidades de inversión, por lo tanto se encargan de la conformación del grupo de profesionales y expertos encargados de ejecutar las ideas, y proyectos, según sus aptitudes. Las sociedades administradoras, son las encargadas del recaudo del dinero, y son la imagen ante los inversionistas, además, tienen la responsabilidad de hacer cumplir la reglamentación, presentar los resultados y realizar el ejercicio de valoración del fondo, entre otras tareas netamente administrativas. (Flórez Blair, 2012). En Colombia, hay tres tipos de sociedades administradoras: Las sociedades administradoras de Inversión, Sociedades Fiduciarias y Comisionistas de bolsa. Actualmente en Colombia existen 38 Fondos de Capital Privado Vigentes, los cuales son administrados por tipo de sociedad de

la siguiente manera: 19 FCP por Sociedades Fiduciarias, 17 por Comisionistas de Bolsa, y 2 por Sociedades Administradoras de Inversión (Superintendencia Financiera, 2012).

Las inversiones que se llevan a cabo en los Fondos de Capital privado pueden tener un plazo desde los 3 años hasta los 40 años, sin embargo, la mayoría de ellos manejan plazos entre los 7 y los 10 años (Bancóldex, 2010).

En Colombia actualmente, existe gran variedad de sectores y empresas objeto de inversión por parte de los Fondos de Capital Privado. A continuación se describen los principales sectores y características de las empresas en las cuales invierten:

Infraestructura: busca realizar inversiones principalmente en Proyectos de Infraestructura, o empresas de este sector. Los principales subsectores son Servicios Públicos, saneamiento básico, infraestructura de transporte, como puertos, carreteras, sistemas de transporte de pasajeros y vías férreas, infraestructura para el transporte y manejo de hidrocarburos y recursos mineros, e infraestructura para la generación, transporte y comercialización de energía eléctrica. Principalmente buscan empresas y proyectos con altas perspectivas de crecimiento de demanda o tráfico, y con un marco regulatorio maduro y estable.

Adquisición de empresas de diversos sectores: en este caso, los FCP buscan obtener ganancias de capital a largo plazo, a través de la adquisición mayoritaria de empresas de tamaño pequeño o mediano, mediante el mejoramiento del desempeño comercial, operacional y financiero. Cada FCP establece las características que busca en cada una de las empresas, relativas principalmente al tamaño y al sector, según sus perfiles de riesgo, y estudios de factibilidad. Muchos de ellos le apuestan a la inversión en sectores como salud, educación, ingeniería especializada, tratamiento y aprovechamiento de residuos, agroindustria, sector químico, logística, biotecnología, TIC, ingeniería aplicada y en general sectores con altos índices de innovación. La gran mayoría se abstienen de invertir en empresas cuyo producto no haya sido probado en el mercado, y en sectores como bebidas alcohólicas, tabaco, y juegos de azar. Por otro lado, la mayoría de los fondos buscan empresas en crecimiento, es decir, con un producto probado, altos índices de crecimiento en ventas y con una existencia mínima de un año en el mercado, o empresas maduras, con ventas anuales mayores a los 10 mil millones de pesos, con más de 50 empleados, y utilidad neta positiva. Sin embargo, algunos pocos, han buscado invertir en empresas en proceso de creación, sin un producto probado en el mercado, o inclusive actuando como capital semilla, con productos en fase de desarrollo, o prototipos diseñados.

Sector inmobiliario: invierte en la adquisición de bienes inmuebles, que según la especificación del fondo, pueden ser inmuebles comerciales, industriales, o de vivienda.

Hidrocarburos: exploración y explotación de campos petroleros y producción de gas natural.

Cine: incluye la adquisición de derechos, u opciones de compra en proyectos cinematográficos, con perfil de internacionalización y contenido original.

Sector forestal: consiste en la identificación de terrenos del territorio colombiano con gran potencial para el desarrollo de la actividad forestal. También permite el desarrollo de plantaciones agrícolas, agroindustria, y obtención de certificados de reducción de emisiones de carbono.

Agricultura: fondo específico para el cultivo del cacao. Busca invertir en construcciones, muebles y equipo necesario para la producción de cacao. Busca a su vez invertir en cultivos transitorios para el correcto desarrollo del cultivo de cacao, como el plátano y maderables.

Ganadería: fondos destinados a la inversión en ganado vacuno para el desarrollo de la ganadería y la intensificación de la tierra destinada para su uso.

Energía: invierten exclusivamente en el sector energético, mediante la realización de proyectos, o participación en empresas del sector, que incluyen la construcción de la infraestructura necesaria para la generación, transporte y comercialización de energía eléctrica, además, la adquisición de activos del sector.

Otro factor a considerar, es que Los Fondos de Capital Privado cuentan con tres actores estratégicos principales, los gestores, o Sociedad gestora, que como se explicó anteriormente, gestiona el conocimiento técnico a favor de la inversión realizada, los administradores, o sociedad administradora, la captadora de dinero, valoradora del fondo, y expositora de los resultados, y por último los inversionistas, los capitalistas, aquellos, que a través de la gestión de los dos primeros, deciden realizar la inversión en el fondo. La sociedad gestora, es decir, el FCP conformado, debe tener una junta directiva, la cual, estará conformada por miembros tanto de la sociedad gestora y administradora, como externos si es necesario. Estos miembros deberán tener las cualidades técnicas y la trayectoria profesional, que este acorde con el propósito del fondo, para así garantizar que las inversiones que se decidan realizar, contribuyan de manera efectiva con el objetivo del fondo, y con las expectativas de los inversionistas.

1.3.2.5 Proceso de Inversión

El proceso de inversión en Fondos de Capital Privado puede apreciarse desde dos perspectivas: desde el punto de vista de los potenciales inversionistas, y desde el punto de vista de los creadores del Fondo, en donde se incluyen la sociedad administradora y los gestores del fondo.

Para los administradores del Fondo, en primera instancia debe constituirse un Fondo de Capital Privado. Este será vigilado por la Superintendencia Financiera en todos sus procesos aunque no necesitará su autorización para la simple constitución (Superintendencia Financiera, 2012). A continuación, se debe definir en qué sector de la economía se desea intervenir, donde se tendrán en cuenta numerosos factores macroeconómicos como perspectivas y proyecciones de crecimiento, niveles de riesgo e incertidumbre del mercado, contexto nacional e internacional, marco regulatorio, entre otros.

- Perspectivas y proyecciones de crecimiento: el estudio de este factor, proporciona las herramientas necesarias para establecer expectativas de rentabilidad. Este se realiza teniendo en cuenta el comportamiento histórico del sector, y los elementos actuales y futuros relacionados con el contexto social, económico y político, que puedan dar pie a la aceleración o desaceleración del crecimiento del sector, lo cual implica para el Fondo, una información valiosa que le permitirá contemplar el panorama y ayudarlo en su decisión de inversión.
- Niveles de riesgo e incertidumbre: para analizar el nivel de riesgo del sector, es necesario identificar todos aquellos factores que puedan representar un riesgo de pérdida, con el fin de medir el impacto que este puede tener en el desempeño del sector, de manera que se puedan establecer expectativas de rentabilidad y riesgo.
- Contexto nacional e internacional: el estudio del marco situacional a nivel global, proporciona herramientas para establecer márgenes de crecimiento del sector, proyección de mercado, potencial de innovación, barreras de entrada y salida del mercado, facilidad para la captación de capital, desarrollo de herramientas tecnológicas, y posibilidades de expansión.
- Marco regulatorio: es necesario el análisis de la normatividad vigente relacionada con el sector estudiado, para determinar la congruencia de este, con el potencial del sector y los intereses de los administradores de los fondos.

Con base en los estudios anteriores, los creadores del fondo identificarán las oportunidades presentes para continuar con la fase de estudios, ahora en un sector específico. A continuación debe realizarse un estudio de mercado con el fin de identificar oportunidades de inversión en los diferentes sub sectores correspondientes al sector seleccionado. Este se realizará identificando empresas específicas que a través del análisis de diversos factores como tamaño de la empresa, tamaño de mercado objetivo, políticas internas, gobierno corporativo, entre otras, que determinarán las posibles oportunidades de inversión en algunas compañías. Dentro de los factores de mayor peso, se encuentran tamaño de mercado potencial, y gobierno corporativo y prácticas empresariales. El análisis del gobierno corporativo y las prácticas empresariales es importante para determinar las mejores oportunidades. Los Fondos de Capital Privado buscan compañías que tengan problemas en estas áreas (Colombia Capital, 2011), pues son usualmente los problemas más sencillos de corregir una vez cambie la administración, y hacen que el precio de la compañía disminuya, haciéndola así más atractiva tanto para el Fondo como para los potenciales inversionistas. El tamaño de mercado potencial es también muy importante debido a que los Fondos de Capital Privado están interesados en realizar inversiones en compañías que puedan llegar a ser líderes en los mercados en donde compiten, por eso mientras mayor sea el tamaño de mercado potencial, más atractiva será la compañía. Además, esta será una primera aproximación en el cálculo de la penetración del mercado y será importante para las proyecciones de crecimiento y rentabilidad del fondo (Fondo de Capital Privado de Inversion Forestal, 2011).

Cuando concluye la fase del estudio del sector y de las compañías, los creadores del fondo se disponen a la elaboración del Reglamento del Fondo de Capital Privado (Fondo Escala Capital, 2008). Este reglamento contiene toda la información relevante para cuando un inversionista se disponga a realizar una inversión. Los aspectos más relevantes de éste reglamento incluyen:

- Aspectos generales: en este capítulo se incluyen definiciones, objetivos del reglamento, principios del fondo, definición de la sociedad, denominación y naturaleza, definición de la sociedad administradora y gestora, plazos (duración) del Fondo, monto mínimo de inversión para iniciar operaciones y monto máximo de aportes al fondo, valor total del fondo, entre otros.
- Políticas de inversión: este capítulo incluye los objetivos de la inversión, activos aceptables para invertir, diversificación y manejo del riesgo, estrategias de inversión, operaciones de cobertura y liquidez, políticas de desinversión, entre otras.
- Mecanismos de administración, gestión, control y gobierno corporativo: se describen la sociedad administradora y el gestor del Fondo de Capital Privado, al igual que sus características, derechos y obligaciones, definición de un comité de vigilancia, la política de reuniones y actas, nombramiento de la junta directiva del fondo, mecanismos de control y gestión y de seguimiento, entre otros. Este es uno de los capítulos más importantes del reglamento, pues es aquí donde se determina las personas que estarán a cargo de administrar y tomar las decisiones más importantes una vez en fondo se encuentre en operación.
- Naturaleza y características de los derechos: se menciona la forma en la que se administrarán las unidades de participación. Además, en caso de que el Fondo cuente con diferentes compartimentos, estos deberán ser mencionados en este capítulo, y cómo difieren unos de los otros.
- Aportes y Rendiciones: se define el proceso de aportes y redenciones de los suscriptores. Se definirá igualmente el compromiso de inversión de los suscriptores, en caso de existir alguno. Para el comienzo de la operación de los Fondos de Capital Privado, usualmente no es necesario que éste cuente con la totalidad del portafolio, pues la adquisición de las empresas y/o la realización de las inversiones no se hará toda desde el primer momento. Por esta razón, los inversionistas, a la hora de ingresar al fondo, deben firmar un compromiso de inversión, en donde luego de haber depositado una suma inicial de dinero, se comprometan a depositar otra en el futuro en caso de que el fondo llegase a necesitarlo. En este capítulo se mencionan también las sanciones que aplican para los inversionistas que no cumplan con este compromiso, la cual suele llegar a niveles de castigo del 50% de la inversión inicial (Flórez Blair, 2012). Adicionalmente, se menciona el procedimiento que el Fondo de Capital Privado llevará a cabo en caso de requerir una mayor contribución de capital por encima del monto máximo previamente fijado en los aspectos generales del Fondo.

- Derechos y obligaciones de los inversionistas: se describen las obligaciones y derechos que tendrán los inversionistas por participar en el Fondo de Capital Privado.
- Valoración: las sociedades Administradoras de los Fondos de Capital Privado están obligadas a valorar para que los inversionistas del Fondo puedan llevar su respectiva contabilidad. En este capítulo se definirá la metodología de valoración que usará el Fondo de Capital Privado, al igual que los responsables de la misma, teniendo en cuenta que estos valoran por unidades y valor de unidad. La valoración de los Fondos de Capital Privado es uno de los aspectos más delicados y complejos de su gestión puesto que el valor de las compañías requiere de un análisis muy profundo de la misma y resulta siendo un valor muy difícil de calcular. Adicionalmente, la valoración de los Fondos de Capital Privado debe hacerse diariamente (Superintendencia Financiera, 2011). A diferencia de títulos valores, que valoran por precio y/o por las condiciones de títulos similares en el mercado, las empresas no se comportan de la misma manera. Por esta razón, los Fondos de Capital Privado suelen contratar los servicios de compañías expertas en estos temas, como Bancas de Inversión. Con el fin de evitar una carga operativa y altamente costosa, la valoración de los Fondos se realizará periódicamente, usualmente una o dos veces al año y el valor del mismo diariamente aumentará (o disminuirá) linealmente hasta la próxima revisión, en donde será corregido el valor del fondo y se modificará el valor del incremento (o disminución) diario.
- Remuneraciones y gastos: se establece el proceso de remuneración de la sociedad Administradora y del Gestor del Fondo de Capital Privado y los gastos que estarán a cargo del Fondo.
- Información general: se establece qué información será revelada al público en general, a los inversionistas y el procedimiento para citar a reuniones informativas.
- Liquidación del fondo: se establecen causales de disolución del Fondo de Capital Privado así como su procedimiento y penalizaciones por la liquidación anticipada del Fondo.
- Modificaciones: se establecen las condiciones y procedimientos para realizar una reforma al reglamento y/o una remoción del gestor o del administrador del fondo en caso de que alguno de estos sea necesario.
- Solución de Controversias: en este capítulo se establece cómo se solucionarán los conflictos y controversias que surjan durante la ejecución del Fondo de Capital Privado.
- Otros: cualquier aspecto que la sociedad Administradora o el Gestor del fondo considere importante mencionar en el reglamento.

Al finalizar la construcción del reglamento, este debe ser presentado a la Superintendencia Financiera de Colombia para la aprobación, con el fin de determinar la

validez de los aspectos, regular al Fondo de Capital Privado y garantizar la transparencia con el mercado y los inversionistas. El fondo no podrá continuar con la siguiente fase hasta no recibir la aprobación definitiva del reglamento por parte de la Superintendencia Financiera (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2007).

Luego de aprobado el reglamento, la siguiente etapa constituye la búsqueda de potenciales inversionistas para el Fondo de Capital Privado. En esta etapa, la sociedad Administradora y el Gestor del Fondo prepararán conjuntamente una detallada presentación. Los aspectos clave de esta deben ser los siguientes:

- Credenciales de la Sociedad Administradora y los Gestores: esta sección debe ir enfocada a presentar al inversionista la sociedad Administradora y los Gestores del Fondo de Capital Privado. En esta deben enunciar sus principales fortalezas, experiencia en el sector, reconocimientos del mercado, y cualquier otro tipo de información que pueda dar valor agregado al inversionista por escoger a estas firmas como administradores del Fondo.
- Resumen de los estudios anteriores: en esta sección, se presentan los estudios realizados anteriormente en una forma resumida, para contextualizar al inversionista y además demostrar un amplio conocimiento del mercado. Se debe mencionar además la metodología que fue utilizada y los resultados a los que se llegó. Lo más importante es mencionar dónde se realizará la inversión y porqué. Es importante también presentar el número de compañías que se pretenden adquirir y porqué. Por último, es importante mencionar cuántas empresas se han estudiado y cuántas de estas se encuentran en línea con el fondo para realizar una posible adquisición una vez el fondo se encuentre operando.
- Equipo administrador: los administradores del fondo deben presentar en esta sección a las personas que actuarán en representación del Fondo. Los fondos suelen formar cuerpos colegiados de personas con altos recorridos y reconocimientos en el mercado, y en los campos de actuación del mismo. Esto los ayudará a atraer a los más importantes inversionistas ya que, si bien no es una garantía del éxito del fondo, genera mayor confianza a los inversionistas y aumenta la probabilidad de éxito del fondo.
- Proceso a seguir: definición general del proceso de selección y adquisición de compañías, proceso de gestión, en dónde se describirá la forma de actuar, y el proceso de salida, cuando el Fondo esté llegando a su fin.
- Presentación del reglamento: el reglamento debe ser entregado al potencial inversionista para que este tenga la oportunidad de estudiarlo de manera más detallada y así ayudarlo a tomar una decisión.
- Otras consideraciones: cualquier otra información que sea relevante a la hora de buscar inversionistas. Pueden incluirse algunas secciones con el valor de la comisión a pagar, forma de pago, rentabilidad objetivo, alternativas de diversificación, estructura de capital, entre otras.

Para un potencial inversionista, el proceso empieza en el momento en el que se presenta una oportunidad de inversión. Esta puede ser detectada por ellos mismos a través de un análisis del mercado, buscando diferentes alternativas de inversión, o puede ser presentada a ellos por un Fondo específico en búsqueda de capital. En cualquiera de los dos casos, el proceso a seguir es el mismo, en primer lugar, debe analizarse tanto la presentación inicial del Fondo como el reglamento preparado, y éste puede solicitar información adicional y profundizar en su análisis tanto como lo desee. Una vez se haya tomado la decisión, debe proceder con la inversión y la firma de los documentos correspondientes, entre los cuales el más importante es el compromiso de inversión. El inversionista además debe hacer un análisis de sus finanzas personales para determinar si estará en capacidad de cumplir con este compromiso de inversión cuando el fondo lo pueda necesitar, ya que, en caso de incumplimiento, se le impondrá una alta sanción económica.

Una vez el inversionista haya decidido realizar una inversión en un determinado Fondo de Capital Privado, este hará la respectiva consignación de su inversión a la sociedad Administradora. Esta a su vez se encargará de entregar los recursos a los Gestores del Fondo a medida que estos vayan requiriéndola para realizar las respectivas inversiones. Mientras el Gestor del Fondo no necesite recursos, el dinero será administrado por la sociedad Administradora con el fin de obtener unos retornos mínimos mientras el dinero es requerido. Cabe destacar que nunca habrá flujo de dineros entre los inversionistas y los Gestores, en lugar de esto, todos se harán a través de la sociedad Administradora. Esto con el fin de garantizar la transparencia en las operaciones. Adicionalmente, esto representa una seguridad adicional para los inversionistas debido a que las sociedades Administradoras suelen ser firmas comisionistas o sociedades que se encuentran estrictamente reguladas por la Superintendencia Financiera.

1.3.2.6 Liquidez y Mercado Secundario

La liquidez se entiende como la cualidad que tienen los activos para ser convertidos en dinero efectivo, sin la pérdida de su valor. Los Fondos de Capital Privado manejan diferentes tipos de liquidez. Estos se encuentran estipulados en los reglamentos del Fondo. La liquidez de los Fondos de Capital Privado puede darse en los siguientes escenarios:

- **Vencimiento del fondo:** los inversionistas deben esperar a que el Fondo de Capital Privado llegue a su etapa final para recibir el dinero por parte de este. Esta es la modalidad más común en los Fondos de Capital Privado, en donde los inversionistas perciben los ingresos de sus inversiones únicamente cuando se liquida el fondo. Los retornos que del fondo son reinvertidos dentro del mismo buscando la constante ampliación y crecimiento del Fondo.
- **Redenciones Parciales:** Si el fondo decide liquidar una o varias inversiones en activos, los rendimientos de éste podrán ser distribuidos a los inversionistas (siempre y cuando el reglamento lo permita). Esta modalidad puede darse en casos de desinversiones por parte del Fondo, cambio de objetivos, oportunidades de negocios, entre otras. Las Redenciones Parciales suelen existir cuando el

Fondo de Capital Privado se encuentra en una etapa de madurez, dónde su objetivo no es continuar creciendo vía inversiones, y cuando los recursos no son necesarios para seguirlo haciendo.

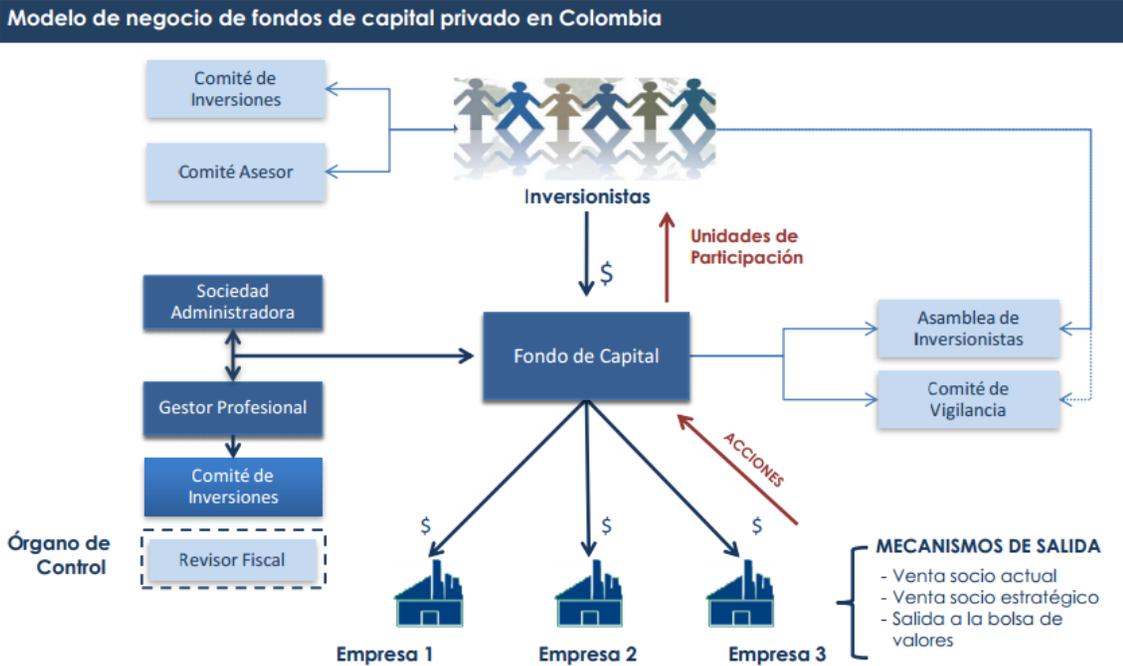
- Rendimientos Ordinarios: Una vez las inversiones de los Fondos de Capital Privado empiecen a generar utilidades, una parte de estas comienza a distribuirse a los inversionistas, usualmente con alguna periodicidad (mensual, anual, entre otras). Esta modalidad es popular en Fondos donde se realizan inversiones de muy largo plazo, y en su etapa de iniciación no producen utilidades. Los Fondos de Capital Privado especializados en el sector agrario ilustran un ejemplo de esta situación. Por ejemplo, el Fondo de Cacao administrado por Bolsa y Renta S.A. Comisionista de Bolsa, realizó una inversión en plantas de Cacao. Estas plantas crecen en promedio en 4 años, lo que significa que el Fondo únicamente generará costos y gastos durante ese período, pero una vez se encuentren desarrolladas las plantas, y su producción se esté vendiendo, los retornos de éstas se irán distribuyendo a los inversionistas periódicamente, en lugar de reinvertir ese dinero para el crecimiento del Fondo (Bolsa y Renta S.A., 2010).

1.3.2.7 Tipo de inversionistas

Entre los principales inversionistas que componen los Fondos de Capital Privado se encuentran grupos económicos, fondos de pensiones y cesantías, compañías de seguros, bancos comerciales o de inversión y/o personas naturales con un alto poder adquisitivo (SEAF y Tribeca - Fondos de Capital Privado, 2008). La inversión por parte de estos actores en los Fondos de Capital Privado está sujeta a la regulación, mencionada anteriormente.

1.3.2.8 Estructura de un Fondo de Capital Privado

La Figura 1, ilustra la estructura que debe conformarse en un Fondo de Capital Privado, incluidas las instancias reglamentarias necesarias para llevar a cabo la operación de un fondo.



Fuente: Nuevas Herramientas e Instrumentos Para La Inversión – Bancoldex 2011

Figura 1: Modelo de Negocio de Fondos de Capital Privado en Colombia

En la Figura 1 se puede observar gráficamente el proceso, y los agentes involucrados en el desarrollo y consolidación de un Fondo de Capital Privado. Un inversionista, proporciona capital al Fondo, el cual a su vez, procede a identificar las oportunidades de inversión, y puede adquirir el control de una o varias compañías o proyectos, lo cual generará un retorno para el inversionista, que podrá medir a través de las unidades de participación, asignadas al momento de consolidarse el negocio entre el fondo y los inversionistas. A su vez, alrededor de toda la estructura se consolidan también, las instancias reglamentarias, que se encargarán de gestionar y administrar el fondo. Adicionalmente, se enumeran los mecanismos de salida, los cuales hacen referencia al momento del cierre del fondo, en el cual, éste puede vender la propiedad que posee en las empresas intervenidas, ya sea a un socio actual u otro socio estratégico, pero también, puede emitir acciones y vender a través de la bolsa de valores.

Comité de Vigilancia: es el encargado de realizar la gestión de control y veeduría sobre todas las actividades llevadas a cabo por el fondo, la Sociedad Administradora y el Gestor. Su función principal es vigilar que todo se realice dentro de los márgenes que la ley dispone, y el mismo reglamento del fondo, así como que las inversiones si se estén disponiendo de la manera acordada (Colombia Capital, 2009).

Comité de Inversiones: le corresponde el estudio y aprobación de las inversiones en activos que pueda realizar el fondo de conformidad con su política de inversiones y su perfil de riesgo. A su vez debe verificar que no existan conflictos de interés en las

actuaciones del fondo, de manera previa a una inversión. Evalúa y propone todas las medidas que tengan que ver con el interés de los inversionistas (Colombia Capital, 2009).

Asamblea de Inversionistas: está conformada por los inversionistas, y se encarga de tomar decisiones sobre proyectos de fusión, liquidación del fondo o cambios en la administración. Determina la necesidad de la contratación de un auditor externo para el fondo (Colombia Capital, 2009).

2 METODOLOGÍA

2.1 LIMITANTES DEL MARCO REGULATORIO

Para determinar las limitantes que se encuentran en las empresas inversionistas, o inversionistas particulares a la hora de invertir en Fondos de Capital Privado en Colombia con respecto al marco regulatorio que aplica para estas inversiones, se realizaron cinco entrevistas a expertos (Anexo 1, **¿Cuáles son los criterios que utiliza la empresa para invertir en un FCP?**

Primero que todo, deben ser FCP que inviertan en sectores en los cuales estemos interesados. Adicionalmente, nos fijamos mucho en la experiencia del sector y del equipo de trabajo que se conformará. Este suele ser el primer filtro.

También preferimos los FCP en los que una parte de la comisión depende del éxito del fondo. Esta funciona de la siguiente manera: se cobra un porcentaje fijo de comisión, y si además, se supera la rentabilidad objetivo, una parte de este excedente será para los administradores del fondo. A pesar de que a veces se pueden pagar comisiones más elevadas, esto da una pequeña garantía de que los gestores y administradores pondrán toda su energía en el éxito del fondo, pues estarán motivados en superar esta rentabilidad y así todos nos beneficiamos.

También nos enfocamos en saber qué inversionistas tendrá el Fondo. Si las Administradoras de Fondos de Pensiones o aseguradoras como Protección o Suramericana invierten en ellos, eso normalmente es una buena señal dado que estas compañías destinan muchos recursos estudiando y analizando el Fondo de Capital Privado. Genera mucha confianza saber que ellos serán inversionistas.

¿Cuáles son los montos mínimos de inversión en FCP?

La norma establece que no se pueden invertir menos de 600 salarios mínimos mensuales legales vigentes. Son montos muy altos, por lo que las inversiones deben ser bastante buenas para considerarlas. Hay mucho en juego

¿Qué elementos del marco regulatorio los limitan a ustedes para invertir en FCP?

Más allá de los montos mínimos de inversión, no se nos ha presentado ningún otro.

¿Normalmente en que sectores concentran la inversión?

Nos gusta el sector inmobiliario. Este ha presentado unos rendimientos muy buenos en los últimos años

¿Cómo es el proceso de inversión en un Fondo de Capital Privado?

Los FCP nos han contactado directamente en busca de capital. Ellos realizan una presentación en donde se presentan tanto como fondo y como equipo gestor. Nos cuentan además la idea que tienen, cómo la quieren llevar a cabo y por qué.

Después de esta reunión, nosotros estudiamos con detalle el Fondo, y leemos y analizamos el reglamento. Una vez termine este estudio, decidimos proceder o simplemente no invertir.

¿Qué limitantes existen para la empresa para la inversión en un FCP con respecto al proceso de inversión?

No contamos con un equipo especializado para analizar a profundidad estas inversiones, por lo que a veces las dejamos pasar. Son inversiones muy complejas. Si las Aseguradoras y Fondos de Pensiones están invirtiendo, eso da un cierto grado de tranquilidad al decidir invertir, aunque no es ninguna garantía.

¿Cuáles son los mecanismos de valoración de los FCP?

Valoramos con el valor de unidad publicado por el Fondo en la Superfinanciera

¿Han intentado alguna vez salir de una participación o han intentado adquirir una en un fondo ya cerrado, y como es el proceso que se debe llevar a cabo?

Hemos intentado comprar participaciones en un fondo inmobiliario. Lo hicimos contactando al fondo directamente pero nos dijeron que actualmente no había oportunidades. Este fondo no contaba con compromisos de inversión.

No hemos intentado nunca vender nuestra participación en un Fondo de Capital Privado, pero este proceso no es fácil. Algunos fondos no lo autorizan en el reglamento debido a que ellos deben saber quienes son sus inversionistas y esto implicaría volver a estudiar a nuevos inversionistas que no están aportándole nada al fondo (se está haciendo en el mercado secundario entonces los recursos no quedarían para el Fondo). Además, las inversiones no pueden estar pasando de mano en mano debido a que muchos de estos fondos obligan a sus inversionistas a firmar compromisos de inversión, y por lo tanto se aseguran que los inversionistas sean buenos. Si se empiezan a vender participaciones, y el fondo ya no sabe quien tiene participaciones realmente, no podrá garantizar que se los paguen a la hora de realizar un llamado de capital.

Anexo 2,

Anexo 3, Anexo 4,

Anexo 5) que en su día a día interactúan con grandes inversionistas, o con el mercado de capitales como tal. Para esto se buscaron personas dedicadas al análisis del mercado de inversiones, y empleados de las grandes empresas que se dedican a la inversión en distintos mecanismos, incluidos los Fondos de Capital Privado. Se diseñaron preguntas para identificar de manera más completa, como es la situación actual del mercado, sus características principales, y los elementos técnicos que poseen. Además, se hizo un estudio detallado de los decretos que a la fecha regulan el mercado de las carteras colectivas y el régimen de inversiones, que se constituyen como normatividades que afectan directamente el comportamiento de las inversiones. La información que se recopiló, se utilizó para complementar la información anteriormente recopilada a través de los expertos seleccionados, que son: Gabriel Flórez Blair, Gerente Financiero y de Planeación de El Colombiano S.A. y Cía. S.C.A; Germán Andrés Chaves Gómez, Jefe Financiero de El Colombiano S.A. y Cía. S.C.A, Melisa González, Directora de Inversiones Suramericana S.A., Juan Camilo Roldán, Especialista en Fondos de Capital Privado de Protección S.A., y Juliana Zapata Sierra, analista de Fondos de Capital Privado de Bolsa y Renta Comisionista de Bolsa S.A.. Posteriormente, y a partir de un análisis propio, basado en los elementos de la información recopilada, se concluirán las principales limitantes encontradas en este contexto.

2.2 LIMITANTES EN EL PROCESO DE INVERSIÓN

Para el desarrollo del segundo objetivo, se realizó una descripción detallada del proceso de inversión que se lleva a cabo a la hora de acceder a un FCP para un inversionista. Esta descripción incluyó todas las actividades necesarias para la constitución y acceso como inversionista en un FCP. Para esto se analizaron ejemplos concretos de reglamentos de FCP actualmente constituidos, y se complementó con las entrevistas a los expertos anteriormente mencionados que conocen de manera detallada el proceso de inversión. A partir de la información, se realizó el análisis propio y se concluyeron las limitantes del mercado relacionadas con el proceso de inversión.

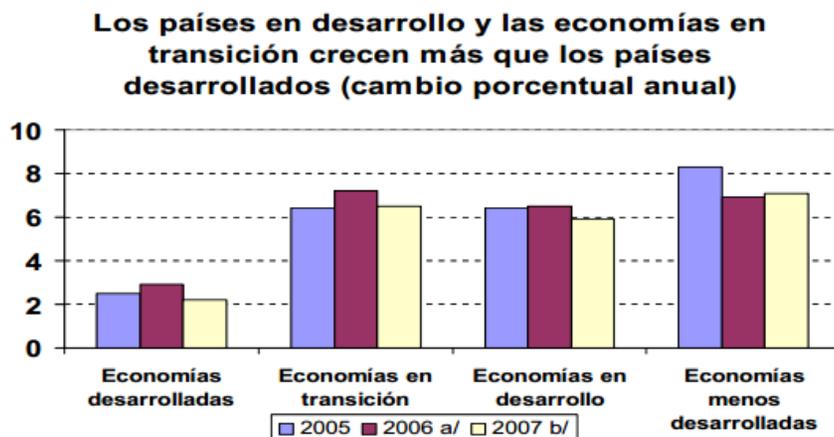
2.3 LIMITANTES EN LA LIQUIDEZ Y EL MERCADO SECUNDARIO

Para este punto, se describieron las formas de liquidez que tienen los FCP y su relación con el mercado secundario de valores. Para esto se analizó el reglamento de cuatro Fondos de Capital Privado constituidos, para determinar y definir las características de liquidez que ofrece el fondo. A su vez, se complementó la información con las entrevistas a expertos mencionadas anteriormente, a cerca de las formas de liquidez que ofrecen los fondos. A partir de esta información, y de un análisis propio, se identificaron las limitantes relacionadas con este contexto.

3 DESARROLLO DEL PROYECTO

3.1 LIMITANTES EN EL MARCO REGULATORIO DE FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

El marco regulatorio colombiano de las carteras colectivas y fondos de capital privado, fue el impulsor del desarrollo de este mercado, debido a que proporcionó confianza a los inversionistas internacionales, para realizar inversiones en este tipo de instrumentos, en contexto internacional en el cual los países en desarrollo y transición, crecían a mayores tasas que los países desarrollados impulsados en gran parte por la tasa de inversión extranjera directa.

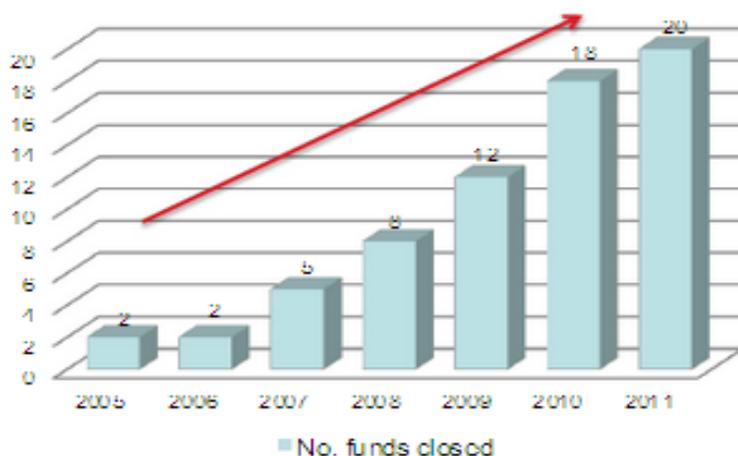


Fuente: (United Nations, 2007)

Figura 2: Crecimiento comparativo por tipo de economía.

Por esta razón, países en desarrollo como Colombia, se constituyeron como centros atractivos para la inversión. La estructuración e implementación de la regulación respectiva, impulsa notablemente el flujo de capitales hacia un país, porque es un factor importante a la hora de hacer negocios, pues le proporciona al inversionista, claridad, confianza y transparencia en las transacciones que lleva a cabo. Para el caso particular de los Fondos de Capital Privado, ha sido evidente, que desde el año 2007, se han desarrollado gran cantidad de fondos locales, y se ha experimentado un gran crecimiento del mercado, a través de la creación de nuevos fondos, como se puede ver en la Figura 3.

Fondos de Capital Privado en Colombia 2005-2011



Fuente: (Proexport Colombia, 2011)

Figura 3: Fondos de Capital Privado

Sin embargo, a partir del análisis realizado, con base en la información recopilada, y las cifras expuestas anteriormente, se encontraron limitantes en el marco regulatorio, que obstruyen de alguna manera, el desarrollo del mercado, entendido como la democratización del instrumento, evidenciado en la diversificación de los perfiles del inversionista, dinamismo, relacionado con el número de transacciones y figuras alternativas, y acceso, con respecto al flujo de información. En primer lugar, se encontró que, a partir del contexto regulatorio, y las condiciones de inversión que define necesarias a la hora de invertir en un Fondo de Capital Privado, el inversionista debe ser institucional o persona natural con un elevado poder adquisitivo. Esto se debe a que los montos mínimos reglamentarios de inversión son muy elevados, y a su vez, dada la estructura del proceso, es indispensable que tengan conocimientos técnicos, y del mercado, para definir acertadamente los criterios de inversión, proceso del cual el inversionista forma parte activa. Por otro lado, el régimen de inversiones establece fuertes limitaciones a los Fondos de Pensiones, y Sociedades Aseguradoras para su inversión en estos instrumentos, debido a que administran dinero de terceros. Estas Entidades son inversionistas muy importantes para el mercado, porque cuentan con activos elevados destinados exclusivamente para la inversión, por lo tanto, al limitar estrictamente los montos que pueden destinar a Fondos de Capital Privado, se evita que el mercado tenga un dinamismo acorde con su máximo potencial. Adicionalmente, se encontraron limitantes con respecto al cumplimiento de los límites establecidos en el régimen de inversiones, al momento de realizar la valoración del fondo, y por último, con respecto a la poca difusión que existe actualmente, y que no se promueve regulatoriamente, se encontró una limitante importante, pues evita que empresas e inversionistas tengan acceso a estos instrumentos. Estas limitantes se explican de manera detallada a continuación.

La regulación Colombia de Fondos de Capital Privado, se caracteriza por tener afinidad con la reglamentación internacional, lo cual acerca a Colombia al panorama que se vive a nivel global con respecto a la inversión en Fondos de Capital Privado. Incluso reglamenta nuevos instrumentos relacionados, como los llamados “fondos de fondos” (la inversión en el FCP se hace a través de la conformación de un fondo, que capta recursos de diferentes fuentes), que aún no han incursionado en el mercado colombiano.

La reglamentación se caracteriza por la gran libertad que otorga, tanto a inversionistas y gestores profesionales, como a Sociedades Administradoras, para el desarrollo de su actividad y su conformación. Para constituir un Fondo de Capital Privado, no es necesaria la autorización previa de la Superintendencia Financiera, y la definición de todos los criterios de inversión, y la reglamentación del fondo, se negocian entre las partes. Sin embargo, es muy estricta con respecto al contenido y los parámetros que deben tener presentes los actores principales del fondo, como la constitución del comité de inversiones, el perfil de sus integrantes, solidez, experiencia y condiciones que solicitan a la Sociedad Administradora. Esto con el fin de asegurar que el fondo esté siendo administrado por profesionales, con la infraestructura administrativa necesaria, y con códigos de ética definidos, que proporcionan transparencia en el proceso, sin eliminar la libertad de negociación entre los interesados, de las condiciones y parámetros relacionados con la inversión en el fondo. Esto puede constituirse como una ventaja para muchos inversionistas, pues garantiza la correcta administración de su inversión, y a su vez permite que éste, use sus conocimientos previos, para participar en la definición del reglamento, otorgándole capacidad para defender sus propios intereses. No obstante, este modelo implica que el inversionista, al tener acceso a la negociación del reglamento, tenga una formación académica y empírica previa, para garantizar que las condiciones se desarrollen de tal manera que cumplan con el marco legal y a su vez se encaminen a tomar decisiones de inversión serias que contribuyan al crecimiento del fondo y sus inversiones.

Una de las condiciones que se reglamentan en el decreto 2175 de 2007, es que el monto mínimo para la inversión en fondos de capital privado por inversionista, no puede ser inferior a 600 salarios mínimos mensuales legales vigentes, y que cada uno debe tener al menos 2 inversionistas.

Con la evolución que se ha desarrollado en el mercado de capitales en Colombia, evidenciado en que la Bolsa de Valores de Colombia, ya es la cuarta plaza bursátil de la región (Ramírez, 2012), se ha diversificado aún más el perfil de los inversionistas, sin que sea ampliamente inclusivo dadas las condiciones sociales y económicas de Colombia. Por otro lado, según la reglamentación de carteras colectivas, específicamente de los FCP, se plantea que es necesario que los inversionistas tengan un soporte patrimonial que les permita absorber las pérdidas que se puedan generar en la inversión, y adicionalmente, la mayoría de estos, cuenta con capacidad técnica de análisis que fundamenta la toma de decisiones (Superintendencia Financiera, 2010).

Los principales inversionistas privados locales, son: Horizonte, ING, Protección S.A., Porvenir, Colfondos, Skandia, Seguros Bolívar, Suramericana S.A., Bancolombia, Argos y Corficolombiana. De doce entidades que se han consolidado como principales

inversionistas en el mercado local, nueve son Aseguradoras y Fondos de Pensiones, lo cual implica que estos grupos económicos, junto con el sector bancario, son los inversionistas más importantes, que han aportado mayores recursos, y que a partir del aumento histórico de sus activos bajo administración, se han convertido en objetivo principal de los mismos Fondos de Capital Privado locales que están en búsqueda de capital. Esto implica que pequeñas y medianas empresas con excedentes de capital, que deseen realizar inversiones rentables de largo plazo, y personas naturales con deseos de conformar un ahorro a futuro, se quedan de lado, y constituyen una parte poco significativa del capital que buscan los fondos, pues la participación se consume en mayor parte por los grandes inversionistas (Sartori, 2011).

Específicamente para las compañías aseguradoras y sociedades capitalizadoras, así como para los Fondos de Pensiones, como se relacionó anteriormente en el capítulo uno, existe un régimen de inversiones, el cual establece límites y condiciones para la inversión en fondos de capital privado, debido a las reservas técnicas (inversiones que respalden el pago de sus pasivos de largo plazo) que deben mantener, y que el manejo del dinero debe tener máximos permitidos de riesgos, puesto que pertenece a terceros.

El régimen establece que estas sociedades deben presentar ante la superintendencia financiera, los criterios de inversión y de riesgo que se tuvieron en cuenta, la evaluación riesgo-retorno y la documentación relacionada con la inversión. Adicionalmente, la sociedad administradora, deberá tener a disposición de los adherentes, en este caso las sociedades aseguradoras, toda la información que permita valorar, identificar y conocer cada una de sus inversiones. De acuerdo con lo anterior, la política de inversión para los Fondos de Capital Privado, debe estar claramente definida en el reglamento, debe contemplar el plan de inversiones, los activos subyacentes en los que se invertirá y los criterios para su selección. Igualmente el reglamento deberá definir el tipo de adherentes permitidos en el fondo, así como la prohibición de realizar inversiones en títulos, participaciones o activos, cuyo emisor sea la misma sociedad administradora o sus filiales. Adicionalmente, la sociedad aseguradora, deberá verificar que el gestor profesional del fondo, acredite por lo menos 5 años de experiencia en la administración o gestión de los activos subyacentes del fondo. Dicha condición de experiencia también aplicará para los fondos de fondos (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2010).

Esta condición establece una limitante importante para el mercado de Los Fondos de Capital Privado, pues limita el monto que los principales inversionistas, como los mencionados anteriormente, están en capacidad de invertir en ellos. Esto implica que este tipo de inversionistas, dada la limitante en el monto de inversión y los niveles de riesgo que están en capacidad de asumir, sean muy selectivos a la hora de invertir en un Fondo de Capital Privado, pues estarán únicamente interesados en aquellos que cuenten con una amplia trayectoria, gestores altamente reconocidos en el medio, sectores de la economía estables y/o altamente rentables, entre otros, sin siquiera considerar otras alternativas en fondos que no cuenten con estas características. Esta situación limita la creación de nuevos fondos ya que dificulta su capacidad de acceder a este tipo de inversionistas y en consecuencia la de reunir los recursos suficientes necesarios para la operación del fondo.

Por otra parte, con respecto al régimen de inversiones, específicamente con la norma que establece los porcentajes máximos que los Fondos de Pensiones y Aseguradoras pueden invertir en Fondos de Capital Privado, se presenta otra limitante importante relacionada a su vez con los compromisos de inversión y la valoración.

El límite de exposición en Fondos de Capital Privado para estas compañías, establecido en el Régimen de Inversiones, está determinado con base en el valor del portafolio de inversiones de las compañías como un porcentaje de éste (a medida que el portafolio aumenta también puede aumentar la exposición a los Fondos de Capital Privado sin ir a sobrepasar el porcentaje límite). Por ejemplo, las empresas de seguros de vida pueden invertir hasta un cinco por ciento del total de su portafolio de inversiones en Fondos de Capital Privado (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2010). El valor del portafolio de este tipo de empresas es dinámico, ya que en el día a día de la operación pueden aumentar o disminuir las inversiones. Por ejemplo, la valoración de los activos hace que los títulos cambien de valor cada día, se pueden realizar pagos grandes que impliquen la venta de títulos, pueden realizarse grandes cobros que lleven a aumentarlas, entre otras razones. El valor de las inversiones en Fondos de Capital Privado también es dinámico, pues se actualiza día a día según valoración del mismo fondo (metodología establecida por los mismos Fondos de Capital Privado, como se explicará en el siguiente capítulo) que puede hacer que éste se valore o desvalore.

Si la inversión en Fondos de Capital Privado, en un período de tiempo, presenta grandes valorizaciones, es decir, aumenta el valor de la inversión de la empresa por este concepto, dado su mayor valor, implica que la exposición en Fondos de Capital Privado se encuentra más cerca del límite establecido por el Régimen de Inversiones. Bajo esta situación, un Fondo de Capital Privado que haga un llamado a capital, es decir, requiera que sus inversionistas aporten parte o la totalidad de sus compromisos de inversión, para algunas compañías puede presentar un gran problema hacer efectivo este pago, dado que al hacerlo, aumentan su participación en Fondos de Capital Privado en el valor del aporte y de esta forma podrían incumplir el límite normativo. En caso de que esto suceda, la compañía podrá ser sancionada por la Superintendencia Financiera por sobrepasar el límite, o por el Fondo de Capital Privado por incumplir con el compromiso de inversión (González González, 2012). Esta situación implica que los Fondos de Pensiones y Aseguradoras sean muy conservadores a la hora de invertir en Fondos de Capital Privado, y dejen un amplio margen para evitar incumplimientos como los descritos anteriormente. Al hacerlo, dejan de invertir importantes sumas de dinero en otros Fondos de Capital Privado, limitando a su vez el desarrollo del mercado de éstos, pues representan dos de los principales actores en este mercado.

Por otra parte, a pesar de que el marco regulatorio colombiano ha sido fuerte impulsador del mercado de Fondos de Capital Privado, y ha sido consecuente con las normas internacionales que regulan este tipo de inversiones, se evidencia un grado de orientación hacia inversionistas institucionales únicamente, dejando de lado la posibilidad de acceso a inversionistas más pequeños. Según las características del inversionista que se encuentran implícitas en el reglamento, como la capacidad adquisitiva elevada, y las características de formación que debe tener para hacer parte de la negociación de las condiciones del contrato, limita el acceso a personas naturales o pequeñas empresas que

deseen realizar inversiones alternativas. Esto implica que la captación de capital privado nacional, es limitada, pues existen relativamente pocos inversionistas institucionales con estas características, lo que lleva a la búsqueda de capital extranjero, más difícil de conseguir, y no se explota el potencial del mercado nacional, lo que impide su dinamización.

Por otro lado, una limitante importante, es que no centra atención, en la necesidad de difusión de los FCP. Dentro de la regulación, es importante, establecer unas obligaciones de difusión por parte de los Fondos y la Sociedades Administradoras, de tal manera que empresas con las características idóneas para acceder a la inyección de capital que otorgan los fondos, puedan darse a conocer y venderse, constituyéndose esto como un punto importante para el desarrollo del mercado.

Todas las limitantes anteriores, tienen una contribución importante, con respecto al poco desarrollo del mercado, que comparado con el mercado internacional, es muy joven e inmaduro, pues lleva 8 años aproximadamente operando, inferior a los 30 años que lleva a nivel internacional. Sin embargo es necesario tomar medidas importantes, a nivel estructural, para mitigar el impacto de las limitantes analizadas, de tal manera que se puedan aprovechar más satisfactoriamente, los beneficios que conlleva la inversión en un Fondo de Capital Privado, para un país con las características que posee Colombia. En este contexto, la limitante relacionada con el régimen de inversiones, será fundamental, pues tiene un impacto muy alto en el mercado, por lo que se deben realizar modificaciones o considerar nuevos enfoques que puedan contrarrestar las consecuencias de esto. El impacto de esta limitante, está enfocado en que no propicia la creación de nuevos fondos, por las restricciones relacionadas con la seguridad de las inversiones, y a su vez, hace que la mayor parte del capital se concentre en los fondos con mayor trayectoria, que son los internacionales. A su vez, las condiciones de máximos de inversión, impuestas para los principales inversionistas, tienen un efecto negativo en el mercado, porque limitan la oferta de capital disponible para invertir en estos instrumentos. El desarrollo de mecanismos enfocados a mitigar el efecto de esta situación, será parte fundamental el desarrollo de la propuesta final, en donde se buscará, sin modificar la regulación vigente, ampliar la oferta de capital, a partir de la inclusión de pequeños inversionistas, como personas naturales, y pymes. A partir de esto, se buscará equilibrar la demanda, con la oferta, e incluso, aumentarla, a través de la creación de nuevos fondos.

Por otro lado, los montos mínimos de inversión, y la estructura del fondo como tal, han excluido de igual manera, a los pequeños inversionistas de esta alternativa de inversión, pues además de que necesitan una gran disponibilidad de dinero, presente y futuro, deben también contar con conocimientos técnicos, que les permitan entender las inversiones, y participar de manera activa de la toma de decisiones. La consecuencia de esto, es que igualmente, se limite la oferta de capital para Fondos de Capital Privado locales, pues es posible que existan pequeños inversionistas que a pesar de que entienden la inversión, no poseen el capital, o que por el contrario, posean el capital, pero no entiendan la inversión.

Por lo tanto, la consecuencia principal de las limitantes encontradas en el marco regulatorio, es, como se explicó anteriormente, la poca oferta de capital para Fondos de Capital Privado en Colombia actualmente, lo que a su vez lleva al entorpecimiento del desarrollo y dinamismo del mercado a través de la diversificación de los inversionistas y creación de nuevos fondos. Por lo anterior, se buscará dar solución a esta consecuencia, y a su vez, promover la difusión de los fondos, mediante herramientas que se explicarán posteriormente.

3.2 LIMITANTES EN EL PROCESO DE INVERSIÓN EN FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

En el contexto del proceso de inversión, y a partir de la información recopilada, se realizó un análisis, por medio del cual se encontraron las limitantes relacionadas con aspectos específicos del proceso. En primer lugar, hay una limitante importante con respecto a la valoración de los Fondos de Capital Privado, pues debido a la metodología, y la información disponible, se puede considerar poco transparente, pues no muestra la realidad del mercado ni de las inversiones del fondo. Esto implica que las ganancias o pérdidas en las que puedan incurrir los inversionistas, no se ven reflejadas de manera real en sus balances, por lo que los resultados al cierre del fondo, pueden resultar muy diferentes a los registrados en periodos anteriores, beneficiando en algunas situaciones, pero también perjudicando. Por otro lado, se identificó una limitante con respecto a los compromisos de inversión, porque limitan el acceso a los fondos, por parte de inversionistas pequeños, pues normalmente éstos, no tienen condiciones económicas estables que les permitan garantizar ese dinero a futuro. Esto limita de manera significativa la oferta de capital. Adicionalmente, y con respecto a los plazos de inversión requeridos, se considera que esto constituye una limitante importante, pues en el mercado existen inversionistas que dadas sus características, tienen necesidades de inversión cambiantes, por lo que permanecer tanto tiempo en una inversión, puede que no les parezca tan atractivo. Otra limitante encontrada es, que por la naturaleza de la inversión, los Fondos de Capital Privado, se constituyen como mecanismos muy complejos, que normalmente las personas no entienden fácilmente, lo cual limita el acceso a capital por parte de inversionistas diferentes a los tradicionales. Por último, hay una limitante importante con respecto a la poca experiencia de las grandes empresas colombianas, con respecto a estas inversiones, lo cual hace que el proceso de análisis sea lento, y que en algunos casos, los recursos utilizados en este análisis, sean elevados con respecto a la inversión.

La valoración de los Fondos de Capital privado constituye la principal limitante a la hora de invertir en uno de estos. En el reglamento de cada Fondo de Capital Privado se establece la metodología que se utilizará para realizar la valoración del fondo. En este aspecto, la ley otorga libertad a las partes que negocian para establecer metodologías que determinen el valor de éste y la periodicidad en la que se realizará, siempre y cuando estos métodos estén aprobados por la Superintendencia Financiera (González González, 2012).

Sin embargo, la valoración tiene cierto grado de estandarización entre los fondos. Por lo general, se establece que el método para determinar el valor del fondo es a través del

Valor Neto de los Activos (NAV, por sus siglas en inglés), incluso a nivel internacional. Este método consiste en restar de los activos del fondo, los pasivos. Adicionalmente, en Colombia, es obligatorio establecer el valor de unidad, para lo cual es necesario precisar en el reglamento, la fórmula mediante la cual el valor del fondo, pasa a expresarse en un valor de unidad. Esto normalmente se hace, determinando una cantidad inicial de unidades y un valor para cada una de ellas, y posteriormente se divide el valor del fondo, por el total de unidades, logrando de esta manera percibir el retorno del fondo para los inversionistas. Adicionalmente, la Superintendencia Financiera, exige la determinación del valor de unidad diariamente y su publicación, para que pueda ser visualizado por los inversionistas, a través de su página web. Este requisito, solamente se solicita a los fondos locales, pues en el mercado internacional, no existe la valoración por unidad, y no es obligatorio realizar y publicar la valoración diariamente.

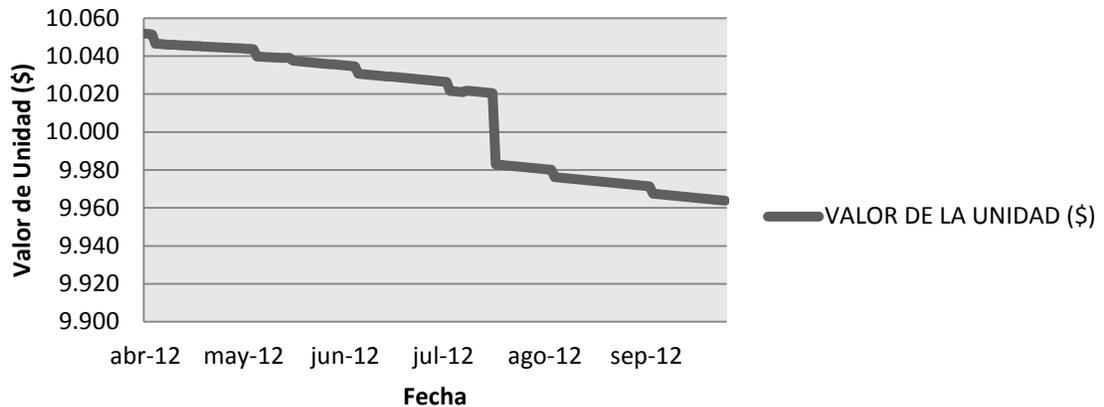
Para llevar a cabo la valoración por el método NAV, se debe determinar el valor de los activos, mediante el valor de mercado de cada uno de ellos. Determinar dicho valor de mercado para los activos de los fondos locales, que en Colombia no están listados en bolsa, se constituye como una tarea compleja, pues lleva consigo un gran consumo de recursos expresados en tiempo y dinero, debido a la gran intensidad operativa que se requiere para realizarlo. Esto implica que se vuelve prácticamente imposible para un fondo valorar sus activos de manera diaria. Por esto, los fondos locales, no realizan este ejercicio diariamente, si no que establecen en el reglamento, la periodicidad para esto. Independientemente de esta periodicidad que se establezca, el fondo aún debe reportar un valor de unidad diario, pues no puede incumplir la disposición de la Superintendencia Financiera, lo que los obliga a establecer un comportamiento de la unidad basado en proyecciones del sector, comportamiento histórico y las inversiones, entre otros, entre un periodo de valoración y otro.

Adicionalmente, existen diversos métodos de valoración de alta certificación técnica que están aprobados por la Superintendencia Financiera y que también son utilizados por diferentes fondos. En los reglamentos de cada uno de ellos, se establecen los tipos de valoración que utilizará dependiendo de la política de inversiones que se haya establecido, debido a que el método más popular, descrito anteriormente, no puede ser aplicado en compañías de todos los sectores, pues las características de estas compañías varían significativamente entre sí, por lo que se constituyen mecanismos de valoración más adecuados, según el sector, y naturaleza de la actividad (Altra Investments, 2009).

Para ilustrar lo anterior, se observa la curva de valoración para diversos fondos locales:

La Figura 4, corresponde al comportamiento del valor de unidad del Fondo de Capital Privado Inversor, administrado por la Comisionista de Bolsa Corredores Asociados.

FONDO DE CAPITAL PRIVADO INVERSOR



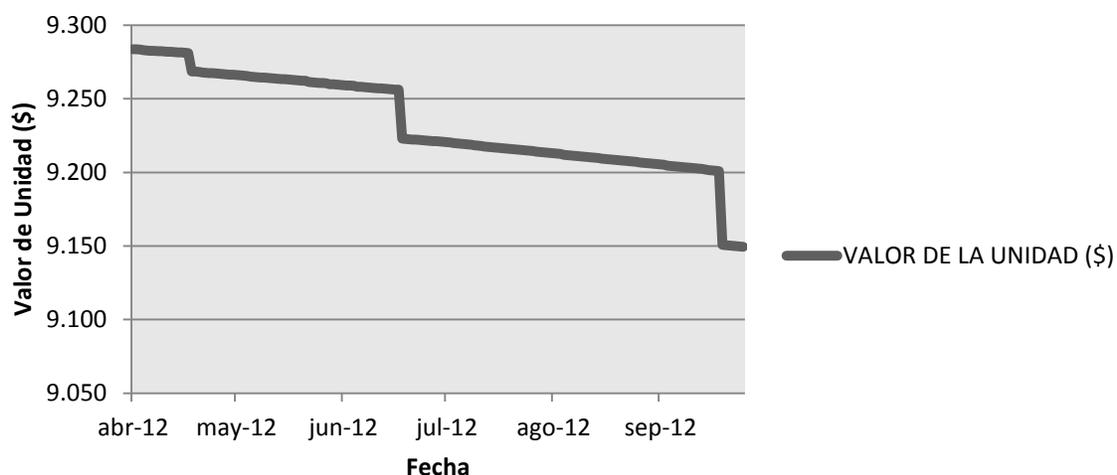
Fuente: Elaboración Propia. (Superintendencia Financiera, 2012)

Figura 4: Valor Unidad de Fondo de Capital Privado Inversor

En esta figura se puede observar que el valor de la unidad sigue un patrón constante con ciertos puntos con mayor o menor desvalorización. Empieza aproximadamente en \$10,050, y se va desvalorizando de manera constante hasta el valor de \$ 10,020. A partir de este momento, en un mismo periodo, la unidad sufre una desvalorización hasta \$9,980, lo cual corresponde al momento en el cual se volvió a calcular el valor del fondo, por el método reglamentado. Posteriormente, la unidad se sigue desvalorizando, a una tasa visualmente similar a la anterior a la revisión, hasta llegar a un mínimo de \$9,960. Cuando se realiza de nuevo el cálculo del valor de fondo, según la periodicidad establecida, se decide seguir desvalorizando la unidad a una tasa constante, hasta la siguiente valoración del fondo.

La Figura 5 corresponde al comportamiento del valor de unidad del Fondo de Capital Privado Teka Colombia, administrado igualmente por la Sociedad Comisionista Corredores Asociados.

TEKA COLOMBIA



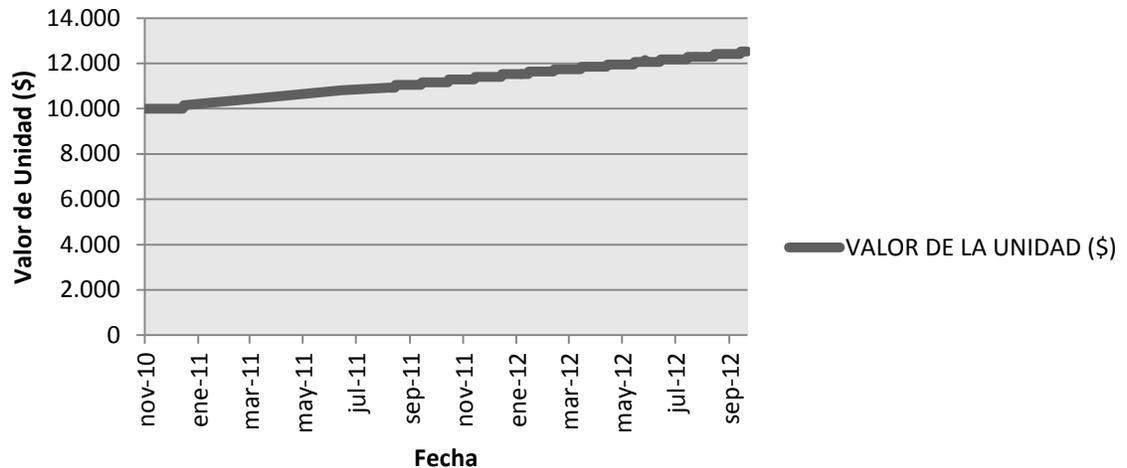
Fuente: Elaboración Propia. (Superintendencia Financiera, 2012)

Figura 5: Valor Unidad Fondo de Capital Privado Teka Colombia

En esta figura se presenta una situación similar a la anterior, sin embargo la desvalorización de la unidad se comporta a partir de un patrón completamente lineal. Se observa que la unidad empieza su desvalorización de manera lineal, hasta que se realiza una valoración del fondo que representa una desvalorización más abrupta. A partir del nuevo valor, se desvaloriza la unidad visualmente con el mismo patrón lineal, hasta llegar a otra valoración del fondo. Esta situación se presenta una vez más en la figura. La periodicidad de valoración que se observa en la figura, es de 2 y 3 meses.

La siguiente, corresponde al Fondo de Capital Privado de Cacao, administrado por la Sociedad Comisionista Bolsa y Renta S.A:

FONDO CACAO



Fuente: Elaboración Propia. (Superintendencia Financiera, 2012)

Figura 6: Valor Unidad Fondo de Capital Privado Cacao

Este fondo, empezó su actividad el 17 de noviembre de 2010. A partir de esta fecha, se ha ido valorizando su unidad de manera constante lineal, y a octubre de 2012 presenta una valorización de 12.65% efectiva anual. A pesar de la valorización, éste Fondo de Capital Privado aún no ha empezado a operar y se encuentra actualmente en la fase de inversión, es decir, sólo se han causado inversiones y gastos. A pesar de esto, el fondo presenta una valorización relativamente alta, y los inversionistas ya cuentan con una valorización de sus inversiones en su contabilidad. Esta valorización depende exclusivamente de la metodología de valorización utilizada, y de los criterios y perspectivas tenidas en cuenta por los gestores y administradores del fondo.

La conclusión que se puede obtener del análisis de las gráficas anteriores, es que los fondos colombianos, realizan la valoración reglamentaria del fondo periódicamente, y el comportamiento diario del valor de unidad lo establecen a partir de una proyección basada en sus propias perspectivas del sector y del mercado. La periodicidad se puede revisar y modificar según las situaciones que se presenten y que puedan ser coyunturales a la hora de valorar el fondo, y a su vez esto puede pasar con el comportamiento diario del valor de unidad.

De lo anterior se dependen limitantes importantes a la hora de invertir en Fondos de Capital Privado. En primer lugar, el método de valoración diaria, con valor de unidad, no refleja la realidad del mercado, porque, como se evidenció anteriormente, gran parte de la valoración, está basada en proyecciones y perspectivas del mismo fondo, lo cual puede llegar a considerarse subjetivo en algunos puntos de análisis, dado que no es el mercado en su totalidad quien lo está valorando, si no que parte de la reflexión de los actores

relacionados con el fondo. La valoración del fondo tendría un comportamiento más acertado, si las fluctuaciones se realizarán con respecto a las perspectivas del mercado, como lo hacen las acciones, pues esta conducta evidencia el comportamiento de la empresa, del sector y sus resultados, hablando de un mercado libre de especulación. Esto implica para los inversionistas, ganancias o pérdidas que no reflejan la realidad de su inversión, por lo que la información que estén utilizando en su estado de resultados periódicamente, puede ser significativamente diferente de la realidad. Adicionalmente, por tratarse de inversiones de tan largo plazo, si esta brecha entre la realidad y la valoración del fondo perdura en el tiempo se deberán realizar grandes ajustes hacia el momento de terminación del fondo, en donde, en un escenario donde éste se encuentre sobrevalorado, se presentarán pérdidas muy significativas para los inversionistas, con respecto a los períodos de valorización anteriores, especialmente a la hora de cerrar y/o vender los activos del fondo.

La transparencia se puede ver afectada con esta metodología de valoración. Los administradores del fondo, al tener cierto grado de libertad en cuanto a la valoración, pueden inflar los resultados del mismo, buscando una mejor imagen frente al mercado que pueda servir de credencial para gestionar otro tipo de proyecto, posiblemente otro Fondo de Capital Privado. Esta situación será evidenciada para los inversionistas mucho después, cuando empiecen a percibir los resultados reales del mismo.

Por otro lado, los compromisos de inversión a los cuales están sujetos los inversionistas según el reglamento del fondo, se establecen principalmente para que éste, pueda contar en el futuro con un capital que puede necesitar, de acuerdo con la naturaleza de la inversión. Dichos compromisos son herramientas muy importantes a la hora de establecer un FCP, pues garantizan que las decisiones de inversión a futuro que se puedan presentar para el fondo y que sean importantes para su desempeño, están respaldadas por este capital proveniente de los compromisos, el cual es adicional al pago inicial que realizan los inversionistas, y que en caso de incumplimiento, incurre en una multa significativa.

Sin embargo, esto se constituye a su vez como una limitante para algunos inversionistas que deseen acceder a la inversión. Para poder garantizar un capital comprometido, es indispensable que el inversionista posea una solidez y una madurez, que garanticen el acceso a este dinero en un futuro. Para una pyme, o una persona natural, es mucho más complicado avalar el compromiso de un dinero a largo plazo, pues debido a sus condiciones financieras, es tan probable que tenga el dinero, como que no lo tenga. Esto conlleva a que ciertas empresas o personas interesadas en la inversión, y con la capacidad para acceder a ellas, prefieran invertir en otros instrumentos, debido a que sus condiciones financieras tienden a ser más inciertas que las de los grandes inversionistas institucionales.

Adicionalmente, para los mismos Fondos de Capital Privado, es preferible contar con inversionistas con madurez, solidez y trayectoria, que garanticen de manera segura, la adquisición de los compromisos establecidos en el reglamento. Esto constituye una problemática de doble vía, pues así como los pequeños inversionistas evitan la inversión en estos fondos, a su vez los fondos evitan atraer inversionistas de este tipo, generando

así un círculo vicioso que impide el desarrollo y la dinamización del mercado, vía diversificación de inversionistas.

A esta situación, se suma el problema que trae el hecho de que los Fondos de Capital Privado impongan castigos económicos a aquellos inversionistas que se deseen retirar de la inversión. A diferencia de las grandes corporaciones, los pequeños inversionistas que se han descrito anteriormente, poseen situaciones financieras más volátiles que las de dichas corporaciones, lo que implica que sus necesidades de liquidez y sus perfiles de riesgo e inversión, pueden cambiar en el corto plazo, lo que los puede llevar a cambiar fácilmente el objetivo de sus inversiones. Además la dificultad que presentan los Fondos de Capital Privado hoy en día para desprenderse de una participación, puede constituirse como un determinante para estos inversionistas a la hora de tomar una decisión de inversión en ellos.

Una limitante que se encontró, está relacionada con los plazos de inversión que poseen los Fondos de Capital Privado. La mayoría de estos fondos tienen plazos de entre 7 y 10 años, es decir, son inversiones de muy largo plazo. Estos están explicados porque las inversiones que realizan están orientadas a reestructuraciones de empresas vía adquisiciones, o a sectores muy específicos, donde los resultados de las inversiones se perciben en el largo plazo. Esto implica que la disposición de los pequeños inversionistas para introducir sus recursos en este tipo de instrumentos, es muy limitada, debido a que generalmente, y de acuerdo con sus características y sus perfiles, tienen necesidades de liquidez cambiantes, que pueden ser diferentes en un mismo periodo de tiempo. Por lo tanto, es normal que estas personas, o pymes, prefieran realizar inversiones en diferentes tipos de instrumentos que les proporcionen soluciones de liquidez diversas que se ajusten a sus necesidades. En el siguiente capítulo se analizarán de manera detallada las formas de liquidez que se ofrecen en los Fondos de Capital Privado.

En cuanto a la complejidad de las inversiones, aquellas en Fondos de Capital Privado suelen ser más complejas que el resto, haciéndolas más difíciles de comprender para los pequeños inversionistas. Al comparar las inversiones en Fondos de Capital Privado con otras herramientas de inversión, puede que su entendimiento sea mucho más complejo. Las inversiones en bonos y CDTs son relativamente sencillas, pues el inversionista desembolsa una suma de dinero, y en el futuro se le entregará una suma de dinero mayor. Las inversiones en acciones, aunque más complejas que las inversiones en bonos y CDTs, también son relativamente sencillas, pues los inversionistas están adquiriendo un porcentaje de participación en una empresa. Adicionalmente, pueden monitorear el valor de sus inversiones diariamente ya que debido a las condiciones del mercado actual, la información es pública y de fácil acceso. Las inversiones en Fondos de Capital Privado, por el contrario, son inversiones que requieren un mayor grado de atención e involucramiento por parte del inversionista, dado que a simple vista no sabe en qué se está invirtiendo, pues los fondos tienen diferentes características entre sí. Adicionalmente, los inversionistas no perciben el valor de sus inversiones diariamente, dado el problema de valoración, descrito anteriormente. Por otro lado, dada la complejidad de las inversiones que realizan los fondos, los inversionistas requieren de mucha información, y de una presentación detallada en donde se expliquen los modelos de las inversiones que se pretenden realizar para que el fondo pueda llevar a cabo la obtención de recursos.

Cuando se trata de inversionistas con alto poder adquisitivo, o institucionales con gran trayectoria, resulta viable para el fondo explicar detalladamente las condiciones de las inversiones a cada inversionista, pues la captación potencial es muy alta. Por el contrario, cuando los inversionistas son pequeños, realizar presentaciones detalladas a cada uno de ellos resulta inviable dada la inversión en tiempo y en recursos. Esto hace que los pequeños inversionistas no tengan interés en invertir en los Fondos de Capital Privado, pues su acceso a toda la información se encuentra muy limitada.

Por otro lado, se observa que no hay en ningún paso del proceso de inversión, en donde se promueva la difusión del fondo entre las diferentes empresas que puedan cumplir con las características para ser intervenidas. Esto se constituye como una limitante importante a la hora de considerar el desarrollo del mercado de estos fondos, pues implica que son instrumentos poco conocidos entre las empresas, y que la comunicación se realiza solamente en una vía. Esto limita las ventajas que tienen los fondos como alternativas de financiación de empresas pymes.

Por último, una gran limitante encontrada, es que las empresas colombianas, tienen poca experiencia a la hora de invertir en Fondos de Capital Privado, lo que significa, que deben tomarse mucho tiempo para el análisis de un fondo, pues generalmente no cuentan con el personal para realizar esta labor rápidamente, mientras que una empresa internacional, puede demorarse un mes analizando un fondo debido a que cuentan con departamentos que realizan exclusivamente esta actividad. Esto hace que los fondos locales, tengan un rezago con respecto a otros fondos a nivel internacional, pues normalmente, deben recurrir a capital nacional de empresas colombianas para llevar a cabo su ejecución, pues acceder a capital extranjero, considerando la poca experiencia, es difícil, y costoso. Esto hace que estos fondos locales, se demoren mucho tiempo en adquirir el capital mínimo que necesitan para operar, considerando a su vez, que las empresas con las características necesarias para invertir en ellas, son muy pocas en Colombia (González González, 2012).

En conclusión, las consecuencias de las limitantes que se identificaron anteriormente, están relacionadas, con el tipo de inversionistas que están en capacidad de invertir en Fondos de Capital Privado. El proceso de inversión, está limitando, en algunos casos de manera justificada, la diversificación de los inversionistas de los fondos, debido a que, según los requisitos que se solicitan, dejan de lado el acceso a otros potenciales inversionistas, que no tienen capacidad para asumir compromisos, no tienen capacidad técnica para entender la inversión, o simplemente no están dispuestos a asumir inversiones de tan largo plazo. Adicionalmente se encuentra que la información de la valoración se basa en perspectivas del fondo, y no del mercado, lo que se puede proporcionar a un inversionista, información, que aunque está sustentada no es correcta.

Por esto, se parte de estos problemas, para estructurar una propuesta, que además de hacer mucho más participativa la inversión, pueda implementar métodos de valoración más precisos, y basados en perspectivas del mercado en su totalidad. El desarrollo que se desencadene de las medidas y herramientas que se propone crear, propiciará a su vez que se facilite el estudio de la inversión, para mejorar la eficiencia, y disminuir los tiempos de análisis inicial.

3.3 LIMITANTES EN LA LIQUIDEZ Y EN EL MERCADO SECUNDARIO

Las limitantes encontradas dentro del contexto de la liquidez y el mercado secundario, se pueden resumir en una sola, y es la falta de alternativas que posee un inversionista para salir y convertir en efectivo, una participación en un Fondo de Capital Privado. No hay en Colombia, ningún tipo de adelanto o desarrollo que permita la comercialización de estas participaciones en el mercado secundario, sino que por el contrario, salir de una participación, se puede convertir para un inversionista, en una tarea difícil, pues implica un desgaste importante de recursos, pues un fondo debe conocer siempre quienes son sus inversionistas, para tener las garantías que ellos requieren para operar.

La liquidez en los Fondos de Capital Privado en Colombia se encuentra muy limitada. Como se describió anteriormente, la liquidez de los fondos depende exclusivamente del fondo, es decir, de los tiempos que éste mismo establezca para realizar las devoluciones de dinero, bien sea como dividendos o retorno de capital.

En Colombia, los Fondos de Capital Privado, a diferencia de los bonos, CDTs y algunas acciones, no cuentan con un mercado secundario desarrollado, pues estos no se encuentran inscritos en bolsa. Esto implica que un inversionista no está en la capacidad de salir de su inversión en el momento en el que lo desee a través del mercado de capitales. Para realizarlo, deberá acudir al Fondo.

Algunos Fondos de Capital Privado contemplan el proceso mediante el cual los inversionistas pueden vender su participación del fondo. Los fondos que permiten esta salida, normalmente son aquellos en los que no se firman compromisos de inversión, por ejemplo los agropecuarios, en los que se realizan una serie de inversiones iniciales y luego se dispone a explotar los activos. Esto debido a que independientemente de quien sea el inversionista, el Fondo ya no tendrá el riesgo de que el nuevo inversionista no tenga el dinero suficiente para cumplir con sus compromisos de inversión en el futuro. Una vez un inversionista quiera salir de su participación en el fondo, deberá contactar al fondo para que éste busque potenciales inversionistas para que lo replacen. Otra forma de hacerlo es que el mismo inversionista interesado en retirarse consiga un inversionista que esté dispuesto a comprar su participación. Admitir nuevos inversionistas al Fondo representa una carga operativa adicional para la sociedad administradora del Fondo de Capital Privado, pues ésta debe realizar todos los trámites relacionados que implica el acceso de un nuevo cliente. En vista de que muchos Fondos de Capital Privado son administrados por Sociedades Comisionistas de Bolsa, estas, una vez incluyan nuevos clientes, deben llevar a cabo un estudio del mismo, el cual está enfocado en su gran mayoría a prevenir y controlar el lavado de activos (Zapata Sierra, 2012).

Los Fondos de Capital Privado que tienen como objetivo principal dedicarse a la compra de empresas no suelen permitir el retiro de sus inversionistas, pues estos fondos suelen funcionar bajo la modalidad de hacer firmar a sus inversionistas un compromiso de inversión. Esto se debe principalmente a que estos fondos, al momento de su conformación, tienen una lista de empresas ya estudiadas que podrían llegar a comprar. En el momento de iniciación del fondo, este reúne un capital pequeño por parte de sus inversionistas y comienza la adquisición de empresas. En caso de continuar creciendo

(comprando más empresas), este hará un llamado de capital para poder financiar la compra de las demás empresas, y así sucesivamente. Estos Fondos de Capital Privado suelen realizar estudios detallados a sus principales inversionistas con el fin de obtener garantías de éstos podrán asumir y pagar sus compromisos de inversión en el futuro. Si el fondo autorizara la salida sus inversionistas, no podrá garantizar que sus compromisos de inversión se cumplan por parte de los nuevos inversionistas sin realizar un estudio de la misma índole. Esta es la razón principal por la cual los Fondos de Capital Privado no autorizan la salida de sus inversionistas, y suele estar estipulada en el reglamento del fondo (Chaves Gómez, 2012).

En el mercado colombiano no suele haber traspasos de inversiones en Fondos de Capital Privado entre inversionistas dada la gran limitante que se presenta. Debido a esta condición, algunos Fondos prefieren limitar a sus inversionistas y no autorizar la rotación de sus inversionistas bajo ninguna circunstancia con el fin de proteger el fondo ante posibles especulaciones. Si un alto número de inversionistas busca abandonar el fondo, se generará una especulación acerca del futuro rendimiento del fondo. Adicionalmente, si un Fondo de Capital Privado cuenta con inversionistas importantes, por ejemplo Administradoras de Fondos de Pensiones o compañías de seguros, y alguno de estos decide vender su participación en el fondo, esto generaría una situación de estrés entre los inversionistas actuales debido a que estas compañías son los principales actores del mercado colombiano y son quienes se encuentran más actualizados de las situaciones y condiciones del mercado. Esta serie de eventos podría afectar la credibilidad de los administradores del fondo y de su gestión en el mismo, dado que el proceso de conseguir nuevos inversionistas puede ser un poco demorado, pues no es la labor principal de los fondos.

Para este caso, se desarrollará como parte de la propuesta, una alternativa para la inversión en Fondos de Capital Privado, que permita convertirlos en efectivo de una manera más fácil y rápida, garantizando así, que se desarrolle la liquidez del mercado, y por lo tanto, se atraiga mayor capital a través de la diversificación del perfil del inversionista. Esto contribuirá con el desarrollo del mercado mediante un mejor desempeño en el dinamismo y el acceso a la inversión.

3.4 PROPUESTA DE INVERSIÓN PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO

La propuesta que se describirá a continuación, se enfoca en un mecanismo para desarrollar el mercado secundario de Fondos de Capital Privado en el país, y de esta forma permitir la democratización de los mismos. Esta propuesta se desarrolla a partir de las limitantes encontradas anteriormente para intentar dar solución a las mismas. En primer lugar, y como base de la estructura de toda la propuesta, se propone la creación de unos entes especiales dedicados exclusivamente a la inversión en Fondos de Capital Privado, en adelante Las Entidades (o La Entidad), administrados por sociedades de inversión, tales como Firms Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias, u otras sociedades creadas exclusivamente para la administración de éstos.

3.4.1 Descripción

Las Entidades no podrán funcionar por sí mismas, pues será necesario que lo hagan a través de una de las sociedades mencionadas anteriormente; esto con el fin de que una sociedad pueda administrar varias Entidades, y sea ésta quien responda por su(s) Entidad(es). Las Entidades actuarán como fondos de inversión, es decir, realizarán inversiones por sí mismas con recursos de terceros, tal como lo hace una cartera colectiva, y por lo tanto estarán sujetos a la regulación vigente de dichos instrumentos. Una misma sociedad administradora de inversión, tal como una Firma Comisionista de Bolsa o Sociedad Fiduciaria podrá tener bajo su administración la cantidad de fondos (Entidades) de este tipo que desee, según conveniencia. Éstas serán vigiladas por la Superintendencia Financiera y tendrán la obligación de cumplir con todas sus disposiciones y requerimientos de conformación.

La Entidad debe tener toda la capacidad administrativa y estructura tecnológica necesaria para gestionar sus inversiones, que para este caso se concentrarán en Fondos de Capital Privado. Adicionalmente es indispensable que cuente con un personal que se dedique única y exclusivamente a la gestión de la inversión en Fondos de Capital Privado, independiente de aquellos que se dedican a la gestión operativa y administrativa. Adicionalmente, dado que el estudio de los Fondos de Capital Privado es un proceso complejo, que requiere de mucho conocimiento de la economía, del sector en donde el fondo realizará sus inversiones, entre otros factores, es necesario que La Entidad tenga a disposición un Comité de Inversión y Riesgos, en donde se analicen las inversiones para determinar su viabilidad. Por otra parte, este departamento estará enfocado a la asignación de cupos, tanto para inversiones en Fondos de Capital Privado, como para otras inversiones que puedan llevarse a cabo. Quienes conformen dicho comité, deben ser personas calificadas y con experiencia tanto en el Mercado de Capitales como en Gestión de Riesgos. Dado que Las Entidades no son empresas conformadas, todo el personal y la logística descrita anteriormente deberá estar vinculada a la sociedad encargada de administrarlas.

La creación de Las Entidades estará enfocada en los pequeños inversionistas, quienes dados los montos mínimos de inversión establecidos en el marco regulatorio, y los compromisos de inversión establecidos por los Fondos de Capital Privado, no tienen acceso a la inversión en éstos. Los inversionistas depositarán dinero en La Entidad, quien será la encargada de tomar las decisiones de inversión con base en el reglamento establecido por la misma, descrito a continuación.

Antes de entrar en operación, La Entidad debe constituir un reglamento, en donde establezca la forma en la que destinará sus inversiones. Este reglamento será un documento sencillo que contendrá información acerca de las inversiones que La Entidad planea realizar, los montos mínimos de inversión por parte de los inversionistas, los plazos mínimos de permanencia (por ejemplo un día, un año, etc.), y otros factores que se consideren relevantes. El reglamento puede ser tan abierto o tan específico como se desee en cuanto a las inversiones, pues lo que se busca es que se establezcan muchas Entidades de este estilo en el mercado, con condiciones distintas, buscando que cada inversionista se acomode a la que le ofrezca las condiciones más acordes con sus

necesidades de inversión y perfil de riesgo. Por ejemplo, el reglamento puede establecer que se invertirá en cualquier tipo de Fondo de Capital Privado, o también, éste puede limitar las inversiones únicamente a Fondos de Capital Privado dedicados a proyectos específicos, sectores de la economía (por ejemplo sector minería, energía, infraestructura, entre otros). El reglamento también podrá incluir, en caso de que La Entidad lo desee, un capítulo donde se mencione los momentos de apertura de la misma, es decir, el momento en el que estará disponible para recibir recursos para destinar a inversión. Esto con el fin de que La Entidad evite los excesos de liquidez que la puedan volver ineficiente e improductiva. Esto puede suceder en momentos en que La Entidad no identifique oportunidades de inversión en Fondos de Capital Privado, las cuales pueden estar limitadas por el mismo reglamento de La Entidad (por ejemplo si sólo puede invertir en un sector específico y que en la actualidad no haya inversiones de esa índole disponibles) o por las condiciones del mercado, que la obliguen a mantener estos recursos en inversiones temporales y menos rentables, las cuales se describirán posteriormente, y diluir la participación en Fondos de Capital Privado de los inversionistas actuales.

La captación de recursos por parte de La Entidad será como ésta lo establezca a partir de la infraestructura tecnológica que tenga. Podrá ser por consignaciones directas, transferencias electrónicas, o cualquier otro mecanismo que la entidad desee implementar. Esta captación se realizará de manera constante, a excepción de que La Entidad no se encuentre abierta para recibir recursos.

3.4.2 Procedimiento de inversión

Como se describió, Las Entidades captarán recursos por parte de inversionistas y los destinarán principalmente a la inversión en Fondos de Capital Privado. Previo al recaudo, debe hacerse un proceso de difusión del producto. Cuando se habla de producto, se refiere al vehículo de inversión y las características que se planea ofrecer a los pequeños inversionistas. Éste consiste en que, a partir del reglamento descrito se ofrecerá a los clientes un producto que tiene como objetivo la inversión en Fondos de Capital Privado. Posteriormente, se procede a realizar la captación del dinero a través de alguno de los métodos propuestos. Paralelamente, el grupo de personal seleccionado para analizar las inversiones, se concentrará en el análisis del mercado de Fondos de Capital Privado y de la economía en general para identificar las oportunidades más atractivas de inversión que cumplan con los parámetros del reglamento de La Entidad.

La Entidad, una vez apruebe una inversión en un Fondo de Capital Privado determinado, actuará como inversionista institucional ante dicho fondo, a partir de la captación que realizó de su público objetivo de pequeños inversionistas. Dada esta condición, La Entidad deberá llevar a cabo todo el proceso requerido ante el fondo. Esto supone que, una vez realizado un primer filtro, en donde se eligen prospectos de fondos para invertir, es necesario que cada uno sea analizado por un departamento de riesgos, que se encargará de analizar los riesgos operativos, financieros y de mercado que se pueden presentar en el fondo, teniendo relación con el reglamento en donde se establecen los perfiles de riesgo de los inversionistas, y por tanto, los niveles máximos de riesgo que se pueden asumir. A su vez, debe existir un área legal que se encargue del análisis jurídico de los contratos que se deben firmar con los fondos, para identificar puntos que puedan

constituirse como un riesgo jurídico. Una vez realizada esta labor, se establecen los cupos, es decir, la cantidad máxima que se debe invertir en un fondo determinado. De esta manera, el portafolio, puede estar constituido por varios Fondos de Capital Privado, en las proporciones que se haya establecido, de manera que se diversifique el riesgo, dentro del margen del reglamento y su política de inversión. Cabe resaltar que pueden otorgarse cupos por diferentes categorías. Pueden establecerse cupos por fondo, los cuales limitan la inversión a un máximo. Adicionalmente, pueden existir cupos por sector, cuya idea es diversificar el riesgo por sectores de la economía. Por ejemplo, pueden establecerse límites de inversión en Fondos de Capital Privado que estén dedicados al sector energético, otro al sector minero, entre otros.

Posteriormente se procede a hacer efectiva la inversión, lo que se llama el *Due Diligence*. En este proceso se inicia la formalización de la relación con el fondo, en donde se firma el contrato y se nombran los representantes de La Entidad dentro de las instancias reglamentarias del fondo, que son el Comité de Vigilancia, la Asamblea de Inversionistas y el Comité de Inversiones. Si el reglamento del Fondo lo permite, es importante que La Entidad tenga representantes en estas instancias, que posean los conocimientos necesarios que les permitan defender los intereses de La Entidad, dentro de las inversiones realizadas por el fondo. Es necesario que dentro de La Entidad, exista un estudio constante del mercado y de los riesgos de las inversiones, que les permitan basar las posiciones de los representantes en las instancias, en una fundamentación sólida.

En la medida en la que se vaya captando dinero, debe existir una adecuada gestión dentro de La Entidad, que les permita tener siempre los recursos disponibles para cuando identifiquen una oportunidad atractiva de inversión. A su vez, esto debe realizarse cuando por el contrario, no encuentren atractiva ninguna inversión, para evitar excesos de liquidez. Esto se realizará a través de mecanismos de flujo efectivo de la información, mediante los cuales se procurará mantener informados a los clientes de estas situaciones, alentándolos a realizar depósitos, en momentos de grandes oportunidades, y a reservarse sus aportes, cuando no se visualicen buenas opciones de inversión. Se recomienda llevar a cabo la divulgación de la información vía internet a través de la página web de La Entidad. Dado que La Entidad se constituye como un fondo que administra dinero de terceros, es fundamental que cuente con un adecuado manejo de la información de sus clientes, así como con un sistema efectivo de rendición de cuentas, y de resultados. Para esto, el insumo principal, serán los informes de rendición de cuentas que debe proporcionar cada Fondo de Capital Privado, publicándolos en los medios de información disponibles, para que puedan ser revisados en cualquier momento por cada uno de los clientes. Por otra parte, los clientes deben tener la posibilidad de acceder a los resultados diarios de su inversión, de manera que puedan observar cómo ha sido su desempeño, y cuáles han sido las valorizaciones o desvalorizaciones que se han generado de manera diaria. Para esto, se tendrá como base el valor diario de la unidad, y cada Entidad, manejará un valor de unidad único. Cuando un cliente decida realizar la inversión, se le asigna un número de unidades, con valor de unidad del día en que ingrese, tal y como lo hacen todos los fondos de inversión. Sin embargo, el cálculo del valor de unidad deberá cambiar, y pasará a realizarse con respecto al valor de mercado, a partir del desarrollo que se propone del mercado secundario para Fondos de Capital Privado, que se explicará con detalle más adelante.

Resulta importante anotar que los recursos captados por Las Entidades serán administrados por éstas a su disposición, siempre y cuando se mantengan en línea con sus reglamentos. Como ya se afirmó anteriormente, las Entidades serán constituidas única y exclusivamente para realizar inversiones en Fondos de Capital Privado. Con el nuevo enfoque que se espera darle al mercado, a partir del desarrollo de un mercado secundario, una Entidad, tiene dos opciones a la hora de adquirir una participación. Puede hacerlo en el mercado primario, o en el secundario. En el primero, deberá realizar gestión conjunta con los administradores y gestores del fondo, y estudios de factibilidad específicos relacionados con la política de inversiones que el fondo aspira a implementar. Si lo hace a través del mercado secundario, La Entidad adquirirá una participación, por el monto que desee, de un fondo listado en Bolsa, a partir de sus proyecciones y perspectivas del mercado. Este proceso se realizará de la misma forma en la que se negocian las acciones en la Bolsa de Valores de Colombia, sólo que esta vez, en lugar de transar acciones, se transarán las unidades que componen los Fondos de Capital Privado. También puede diseñar un portafolio con adquisiciones en ambos mercados. La Entidad tendrá la libertad de implementar la estrategia de adquisición que considere más adecuada para llevar a cabo su estrategia de inversión, de acuerdo con el momento que esté viviendo el mercado.

3.4.3 Mercado Secundario

Al igual que los fondos de inversión y las carteras colectivas, Las Entidades sólo podrán realizar inversiones en títulos inscritos en bolsa, con el fin de poder administrar sus inversiones de una manera más eficiente y garantizar la transparencia de cara al mercado. Esto significa, que para que Las Entidades puedan realizar inversiones en Fondos de Capital Privado, estos deben encontrarse listados en bolsa. Esta es la manera más eficiente de garantizar la transparencia en las operaciones, pues a la hora de invertir y desinvertir en activos se estará haciendo de cara a todo el mercado.

En primer lugar, cada Fondo de Capital Privado vigente en el país, debe realizar el proceso reglamentario para lanzar sus títulos de participación, para el caso específico, unidades, al mercado secundario. Por ley, según la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia Financiera, las sociedades administradoras de fondos comunes especiales, como Fondos de Capital Privado, pueden registrar los derechos de participación en el mercado secundario. Para realizar esta gestión, la sociedad administradora, debe solicitar el registro de los títulos en el Registro Nacional de Emisores e Intermediarios, adscrito a la Superintendencia Financiera. Este proceso se realiza mediante el diligenciamiento de unos formatos en los cuales se solicita toda la información relacionada con el título, cómo plazo, política de inversiones, información reglamentaria de la sociedad administradora, prospecto de emisión, entre otros requisitos enfocados a la recopilación de información de interés para los inversionistas potenciales. También se deben incluir reseñas importantes de los gestores y administradores. En el momento en el que el registro sea aprobado por la Superintendencia, el fondo puede realizar una oferta pública de valores en el mercado primario. Esto consiste en que la Sociedad, ofrece a personas no específicas, los títulos que está emitiendo, y obtiene de ellos una demanda determinada, que posteriormente se definen los cupos, de acuerdo con la oferta realizada. Este mecanismo implica que, cuando se constituye un fondo, éste deberá registrar sus

unidades de participación, y realizar una oferta pública de valores, en donde conseguirá el capital necesario para empezar con su operación.

El siguiente proceso, es la negociación de los títulos en el mercado secundario. Para esto, es necesario que antes de realizar la oferta pública, se inscriba el fondo en la Bolsa de Valores de Colombia (Ver Anexo 6), a través de un formato mediante el cual se proporciona información relevante sobre el emisor, que en este caso sería la Sociedad Administradora. Para realizar este proceso, es necesario demostrar a la Bolsa de Valores, que la Superintendencia aprobó el registro del título, y además, solicitan a su vez que se registre en el Depósito Centralizado de Valores, Deceval, entidad en la cual está centralizada toda la información de los títulos valores que se negocian en la Bolsa de Valores.

Esto se realizará con el fin de proporcionarles una alternativa eficiente de liquidez a los posibles inversionistas. Como se discutió anteriormente en el presente capítulo, existe una gran dificultad de liquidez para los inversionistas de estos fondos, debido a que la relación entre cada uno de ellos y sus inversionistas es personal y estrecha, porque el inversionista forma parte activa de las decisiones que se toman dentro de la operación, y es por esta razón, que el Fondo busca conocer quiénes son, con el fin de evitar el entorpecimiento de sus actividades y logro de objetivos. Por lo anterior, se implementará un registro o certificación por parte de la Superintendencia Financiera, mediante el cual, las sociedades administradoras de las Entidades, adquieren un permiso para negociar estos títulos en el mercado de valores, según unos criterios de solidez, conocimiento técnico, respaldo patrimonial y experiencia, para desempeñar un papel idóneo como inversionistas.

3.4.4 Compromisos

Las Entidades deben mantener como mínimo el treinta por ciento (30%) del valor de los compromisos de inversión en Inversiones Admisibles (el porcentaje puede variar según la diversificación de La Entidad). Se entiende por Inversiones Admisibles aquellas que se realicen en cuentas de ahorro o corrientes, fondos de inversión de renta fija calificados AAA con plazos máximos de retiro de dos semanas, o títulos de Renta Fija en pesos, que cuenten con calificación AA+ o superior, clasificadas por la Superintendencia Financiera de alta liquidez. Por ejemplo, si una Entidad cuenta con inversiones en Fondos de Capital Privado por COP 1.000.000, y la suma de los compromisos de inversión, aun no pagados, asciende a COP 2.000.000, La Entidad deberá mantener en inversiones admisibles el treinta por ciento (30%) de estos COP 2.000.000, o sea COP 600.000, en Inversiones Admisibles en caso de un eventual llamado a capital por parte de un Fondo de Capital Privado.

Esta limitante se establece con el fin de proteger a Las Entidades y a sus inversionistas de posibles sanciones por incumplimiento con los compromisos de inversión. En caso de que un Fondo de Capital Privado realice un llamado a capital, Las Entidades tendrán un saldo disponible, o unas inversiones altamente líquidas para salir a vender que le permitan afrontar este compromiso.

Las Inversiones Admisibles sólo pueden incluir títulos de Renta Fija debido a que son aquellos que presentan la menor volatilidad en el mercado, y las inversiones principales de Las Entidades estarán enfocadas en los Fondos de Capital Privado. No se autorizan Inversiones Admisibles en acciones debido a que estas inversiones son de naturaleza de corto plazo. Los llamados a capital pueden ocurrir en cualquier momento, posiblemente obligando a La Entidad a recomponer su portafolio y vender algunas de sus Inversiones Admisibles. Dada la volatilidad de las acciones, es muy probable que se presenten desvalorizaciones en el corto plazo, y al momento de venderlas para cumplir con un llamado de capital, La Entidad perdería dinero, afectando su gestión y el rendimiento de sus inversionistas.

Se establece como Inversiones Admisibles un porcentaje del total de los compromisos de inversión debido a que los Fondos de Capital Privado no siempre realizan los llamados a capital, y de hacerlo, es poco probable que varios de ellos lo hagan al mismo tiempo.

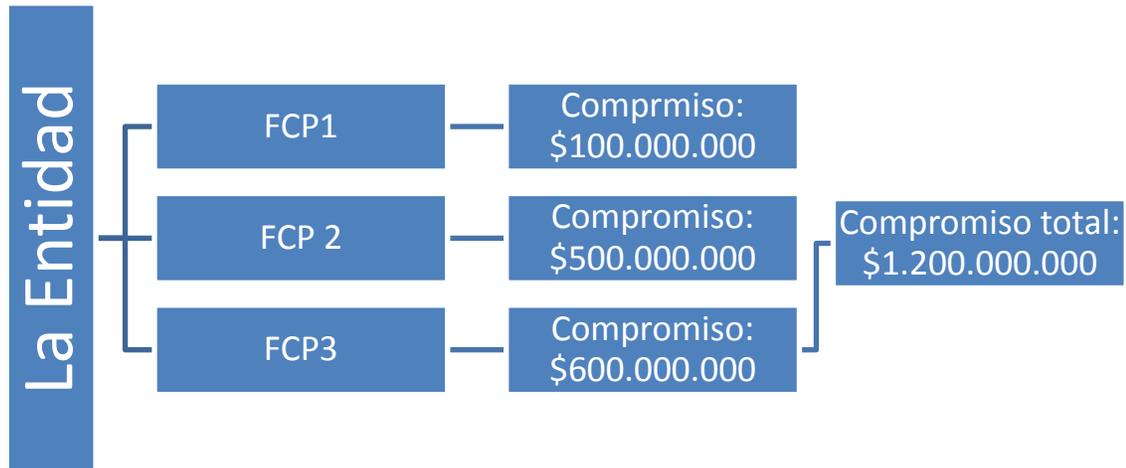
Por esta razón, el porcentaje de los compromisos de inversión que se debe mantener en inversiones Admisibles será inversamente proporcional al número de Fondos de Capital Privado en los que La Entidad tenga inversiones, siempre y cuando esta inversión supere el 2% del valor total del Fondo de Capital Privado. Esto con el fin de que las participaciones significativamente pequeñas no afecten en lo absoluto el cálculo de las Inversiones Admisibles, evitando que Las Entidades adquieran participaciones muy pequeñas en otros Fondos de Capital Privado con el fin de disminuir el porcentaje que deben mantener en reserva como Inversiones Admisibles. La relación porcentual se plantea que debe ser inversa porque, en primer lugar, en caso de que alguno de los fondos realice un llamado a capital, el valor que La Entidad debe desembolsar, es sólo una porción del compromiso total, mientras que si la Entidad posee únicamente un fondo y éste realiza un llamado, ésta deberá desembolsar lo equivalente a todo el compromiso adquirido. Y en segundo lugar, es poco probable que todos los Fondos de Capital Privado hagan el llamado al mismo tiempo, obligando a La Entidad a desembolsar grandes sumas de dinero en un mismo período. Cuando se cuente con inversiones en varios Fondos de Capital Privado, el valor del compromiso de inversión total se encuentra distribuido en todos estos, lo que significa que en caso de un llamado a capital por parte de un fondo, La Entidad sólo tendrá que desembolsar un porcentaje más pequeño del total que tiene comprometido. En caso de que La Entidad no tenga la manera de cumplir con un llamado a capital con sus inversiones, ésta deberá hacerlo con su propio patrimonio.

Las Entidades deben mantener el siguiente porcentaje de los compromisos de inversión firmados en inversiones admisibles, según el número de Fondos de Capital Privado en los que tenga inversión:

- 1 FCP: 80% del total del compromiso de inversión en Inversiones Admisibles
- 2 FCP: 70% del total de los compromisos de inversión en Inversiones Admisibles
- 3 FCP: 60% del total de los compromisos de inversión en Inversiones Admisibles
- 4 FCP: 45% del total de los compromisos de inversión en Inversiones Admisibles

- 5 FCP o más: 30% del total de los compromisos de inversión en Inversiones Admisibles

A manera de ejemplo, se tiene la siguiente situación:



Fuente: elaboración propia

Figura 7: Ejemplo reserva compromisos

En este caso, el compromiso total es de 1.200 millones de pesos. En caso de que el FCP 2 realice un llamado a capital por el valor total del compromiso, es decir, por 500 millones de pesos, La Entidad, deberá responder con la reserva que tenga en Inversiones admisibles. Según la tabla de porcentajes, esta entidad debe tener reservado, un valor de 720 millones, equivalentes al 60% del total del compromiso, cifra con la cual puede dar cumplimiento al llamado de capital. Si en otro escenario, es el FCP 3 el que realiza el llamado, la Entidad también tendrá como responder el compromiso. Sin embargo, pueden presentarse casos en los que la reserva no alcance para dar cumplimiento al compromiso, por lo cual, y con el fin de evitar multas elevadas, se establece que en dichos casos, La Entidad responda con patrimonio propio. Sin embargo, los porcentajes que se establecen, son mínimos reglamentarios, pues la Entidad, podrá realizar una gestión diferente, asignando porcentajes superiores, según sus proyecciones y consideraciones propias.

Es evidente en el ejemplo, la razón de ser del establecimiento de estos porcentajes. Mientras más fondos se tengan, el posible llamado de capital tendrá un impacto más pequeño en la reserva que se tiene debido a la proporcionalidad con el compromiso total, y dicho impacto se irá incrementando a medida que el número de fondos con participaciones se disminuya.

3.4.5 Sanciones

Las Entidades estarán sujetas a la misma vigilancia a la que se encuentran sujetas las carteras colectivas. Adicionalmente, Las Entidades deberán reportar diariamente el balance de sus inversiones a la Superintendencia Financiera. Se diseñará un formato para dicho reporte, en el que se evaluará principalmente que los requisitos referentes a las Inversiones Admisibles se estén cumpliendo.

El comité de vigilancia será el principal responsable de monitorear la operación de La Entidad y de velar por los derechos de sus inversionistas. También será la encargada de verificar que el reglamento de ésta se esté cumpliendo. Sin embargo, la Superintendencia Financiera tendrá la libertad de realizar visitas a Las Entidades con el fin de asegurarse de que los procesos, operaciones, reglamento, entre otros, se estén llevando a cabo de la forma correcta y de manera transparente.

3.4.6 Contribución al desarrollo del mercado

La propuesta descrita anteriormente se encuentra enfocada en dar solución a las principales limitantes con las que cuenta el mercado de Fondos de Capital Privado. A continuación se describirá la forma en que ésta lo haría.

Con respecto a la limitante relacionada con los montos mínimos de inversión, la propuesta mencionada anteriormente busca que cualquier persona esté en capacidad de invertir en Fondos de Capital Privado a través de Las Entidades como vehículos de inversión, ya que la inversión mínima pasará de 600 SMMLV a la política de inversión mínima que acoja cada Entidad. Se estima que ésta oscilaría entre COP 100.000 y 1.000.000. Adicionalmente, serán mucho más los inversionistas que estén disponibles para realizar inversiones en Fondos de Capital Privado, pues estos ya no incluirán un selecto grupo de inversionistas. Esto es posible, debido a que el pequeño inversionista realizaría una inversión en estos fondos, a través de un ente que actuara como inversionista ante cada uno de los fondos, cumpliendo así los requisitos establecidos para estos. Esto implica a su vez, que a diferencia del modelo actual, que obliga al inversionista a tener una relación directa con el fondo y una participación activa de las decisiones, el inversionista no tiene que realizar directamente el contacto, sino que lo hace a través de un intermediario, lo cual lo despoja automáticamente de las obligaciones propias de los inversionistas de los fondos, pues elimina la necesidad de tener conocimientos técnicos y formación previa en el tema para poder entender la inversión y hacer parte de la toma de decisiones, ya que estas responsabilidades pasan a ser un asunto exclusivo de Las Entidades, las cuales, por el contrario, deberán cumplir las condiciones de formación y solidez necesarias.

La propuesta de inversión daría libertad a los Fondos de Pensiones y sociedades aseguradoras de volverse mucho menos conservadores con respecto al cumplimiento del régimen de inversiones. Como se mencionó anteriormente, estas entidades sólo pueden invertir en Fondos de Capital Privado hasta un porcentaje de su portafolio total de inversiones, y este porcentaje aumenta a medida que el fondo se valoriza (en caso de hacerlo) y en el momento de realizar aportes adicionales una vez los Fondos de Capital Privado realicen llamados a capital. Una vez los Fondos de Capital Privado podrían ser

libremente negociados en el mercado de valores, estas entidades podrán aprovecharlo para salir a vender sus participaciones en los fondos una vez estén en peligro de sobrepasar el límite que la ley establece. Adicionalmente, el desarrollo del mercado secundario, permitirá a los Fondos de Pensiones y Aseguradoras diversificar el portafolio que poseen en Fondos de Capital Privado, logrando a su vez desarrollar estrategias de inversión más flexibles que les permitan diversificar el riesgo. Esto se da porque una empresa de este tipo, al tener los límites regulatorios en la inversión, con las condiciones actuales del mercado, tiene posibilidad de invertir en pocos fondos, debido a que debe tomarse tiempo y dinero en estudiar la inversión, por lo que al tener la oportunidad de acceder a participaciones de una manera más fácil, y a través de montos menores, puede distribuir el capital para inversión en fondos de una manera que consideren más eficiente y que les pueda maximizar el retorno.

Como se discutió en el análisis anterior en el presente capítulo, acerca de las limitantes en la valoración de los fondos de capital privado, se vio que dadas las condiciones y metodologías de valoración del mercado actualmente, los resultados diarios de los fondos no resultan ser del todo reales, porque se basan en perspectivas de ellos mismos. A su vez esto puede resultar poco transparente, dando pie para que se realicen proyecciones erradas, con mala fe. La propuesta descrita anteriormente, resuelve satisfactoriamente el problema observado, mediante el desarrollo de un mercado secundario. Bajo esta perspectiva, la valoración de un Fondo de Capital Privado, pasaría a realizarse con respecto al valor de mercado, que incluye las perspectivas, percepciones y proyecciones del mercado en su totalidad. Por lo tanto, esta pasaría a ser la valoración real del fondo, y la que los inversionistas estarían obligados a llevar, bajo esta metodología, los inversionistas valorarían la inversión en los Fondos de Capital Privado diariamente con el valor publicado por Deceval, y este sería el de la última transacción que se haya realizado en bolsa de valores. Sin embargo, cada fondo seguiría realizando paralelamente, la valoración con la metodología tradicional, con el fin de establecer un precio de referencia, en el cual el mercado puede partir para basar sus proyecciones. De esta manera la valoración se convertiría en un procedimiento de total transparencia, puesto que el valor del fondo estaría determinado por la totalidad de mercado y tendería a ajustarse a un valor más aproximado a la realidad, pues éste estaría dictado por el comportamiento de la oferta y la demanda del título.

Por otro lado, la propuesta contribuye a la disminución del impacto que generan los compromisos de inversión de muchos inversionistas, con características especiales, que en muchos casos no pueden asegurar el dinero que exige el fondo a futuro. Mediante la propuesta, el compromiso seguiría siendo un punto muy importante a la hora de desarrollar un reglamento, pero ya no será un problema para los inversionistas, por dos razones principales. En primer lugar, en caso de no tener el respaldo y estabilidad económica necesaria para adquirir una participación con un compromiso de inversión, el inversionista puede acudir a Las Entidades que se pretenden constituir, con el fin de que actúen como intermediarios. Bajo este esquema, el inversionista depositaría las sumas de dinero que desee, en el momento en que así lo quiera, pues La Entidad es quien actúa como inversionista ante el fondo, y por lo tanto es ella quien asume los compromisos de inversión, mediante su propia gestión para ello. En segundo lugar, cualquier inversionista que haya adquirido o desee adquirir una participación en un Fondo de Capital Privado, en

nombre propio, es decir, actuando por sí mismo como inversionista y que se encuentre afrontando situaciones coyunturales no previstas que pueden afectar a futuro el cumplimiento del compromiso, podría vender su participación de una manera más fácil y rápida en el mercado secundario, y ya no tendría que realizar él mismo la gestión de conseguir y presentar ante el Fondo, un nuevo inversionista que lo pueda reemplazar. Esto se debe a que en el mercado secundario de valores, solo podrían comprar y vender entidades autorizadas, de manera que el fondo, acepta de manera automática al nuevo inversionista, porque se da por sentado que cumple con las condiciones que ellos requieren y que les garantizan que pueden cumplir un llamado de capital en cualquier momento.

Adicionalmente y como se analizó de manera previa, otra limitante que afecta el desarrollo del mercado, por el efecto que tiene en los inversionistas potenciales, es el hecho de que la inversión en un Fondo de Capital Privado, normalmente es de largo plazo, lo cual puede llevar a algunos de ellos a buscar alternativas de inversión que puedan convertir en efectivo en el momento en que les sea más conveniente. En este aspecto, la propuesta descrita anteriormente, busca minimizar el efecto que esto tiene en el mercado. Si bien la inversión en un fondo seguirá siendo de largo plazo debido a la naturaleza de las inversiones que realiza, se espera que con el desarrollo que se propone del mercado secundario mediante la inscripción de los títulos de participación de todos los Fondos de Capital Privado y la libre negociación de éstos, se amplíen las opciones de liquidez de los fondos. Esto contribuye directamente con la diversificación del perfil de los inversionistas, pues el modelo implica que éste, podría salir de una participación en el momento en que lo desee o lo necesite, sin ser sujeto de multas y sanciones, dando como resultado, un mercado de Fondos de Capital Privado en donde se amplía el objetivo de captación de capital, y se democratiza la inversión.

Los Fondos de Capital Privado, son vehículos de inversión que resultan complejos para muchos inversionistas. La solución a esta limitante se evidencia en que se eliminaría la necesidad de estudiarla y entenderla a la perfección, y se brindaría una alternativa para quienes en realidad no tengan el conocimiento del mercado y los mecanismos. Bajo el modelo que se propone, La Entidad es la encargada de actuar como inversionista ante los Fondos de Capital Privado. Esto implica que, para quienes en realidad están asumiendo la inversión y el aporte de capital, solo es necesario tener un buen entendimiento de cómo funciona el modelo, y una noción general de los fondos, pues el estudio de las implicaciones económicas de las inversiones, la identificación de las oportunidades a través del estudio del mercado y los sectores, la gestión operativa y de riesgo, y la participación en el comité de vigilancia, quedan exclusivamente a cargo de La Entidad. Es ésta quien se encargará de la educación de sus clientes a través de la promoción del producto mediante la adecuada gestión de información, y no tendrá que explicar detalladamente las inversiones y las razones que la llevaron a realizarla, aunque deberá mantener informado al cliente de todos estos movimientos. Por otro lado, se elimina el obstáculo que representa esta complejidad para los mismos Fondos, pues con el modelo actual, cuando realizan el proceso de divulgación del fondo con el fin de captar dinero, se limitan a hacerlo de cara a los inversionistas institucionales, que en Colombia son limitados, por lo que se pueden dar casos en que estos inversionistas no estén interesados, y el fondo se quede sin opciones de captación, pues no le resulta productivo

explicar su inversión a inversionistas pequeños, por los montos que pueden ofrecer, y porque no se consideran tan seguros. Con este nuevo esquema, el fondo puede acudir directamente a Las Entidades, que centralizan los intereses de todos estos inversionistas más pequeños, pero que tienen el entendimiento y el respaldo patrimonial que les proporciona confianza, con un valor agregado, que es que tienen un equipo dedicando el 100% de su tiempo en el estudio del mercado y el análisis de cada uno de los fondos, lo que les garantiza mayor eficiencia y rapidez en las decisiones de inversión.

4 DISCUSIÓN DE RESULTADOS

A partir de la información recopilada se identificaron una serie de limitantes que tienden a ir en contra del desarrollo del mercado de Fondos de Capital Privado. Dentro del marco regulatorio se evidencian montos de inversión sumamente elevados, haciendo que este tipo de inversiones no estén disponibles para todos los inversionistas, y límites de inversión para los principales jugadores de éste mercado, las Administradoras de Fondos de Pensiones y sociedades aseguradoras. Los procesos de inversión, tanto para inversionistas como para los mismos Fondos de Capital Privado, se evidencia que la valoración de las inversiones en Fondos de Capital Privado no refleja la realidad de las inversiones. Por último, la libre negociación de las inversiones en Fondos de Capital Privado, que debería darse a través del mercado secundario, no se está dando en la actualidad ya que existen unos compromisos de inversión en algunos Fondos de Capital Privado para los actuales inversionistas, impidiéndoles salir de ésta por los mismos reglamentos con los que se comprometieron al momento de realizar las inversiones.

En primer lugar se identificaron limitantes relacionadas con el marco regulatorio y se encontraron las siguientes:

- Montos mínimos de inversión: en el marco regulatorio se establece que los montos mínimos de inversión en Fondos de Capital Privado son de 600 SMMLV, por lo que se excluye de esta inversión a gran parte de potenciales inversionistas que no cuentan con sumas elevadas de dinero o excedentes de recursos que les permitan acceder a la inversión. Esto implica a su vez que, en caso de que un potencial inversionista tenga suficientes recursos disponibles para invertir estos montos de dinero, es posible que no lo haga debido a que puede resultar más atractivo diversificar el riesgo a través de varios tipos de inversiones. La consecuencia de esta limitante es que limita la oferta de capital para el mercado de Fondos de Capital Privado ya que no pueden tenerse en cuenta los pequeños inversionistas.
- Régimen de Inversiones: este decreto limita de manera significativa el mercado de Fondos de Capital Privado debido a que restringe la inversión de Administradoras de Fondos de Pensiones y sociedades aseguradoras, quienes son los principales inversionistas en Fondos de Capital Privado. El decreto los obliga a tomar una posición muy conservadora con respecto a estas inversiones, pues sólo pueden invertir en estos mecanismos un porcentaje del portafolio total de inversiones, para aseguradoras, y el valor del fondo que administran para los Fondos de Pensiones, y adicionalmente, el valor de la inversión se actualiza diariamente, hecho que los obliga a dejar un margen significativo con respecto al porcentaje de inversión admisible. Esto implica que estos jugadores no destinan todos los recursos que podrían invertir en estos vehículos, lo cual limita de forma drástica la oferta de capital local, y a su vez limita la consecución de capital para nuevas iniciativas de Fondos de Capital Privado que no cuenten con una gran trayectoria ni experiencia en el mercado.

- Formación del inversionista: debido a que los inversionistas toman la decisión de inversión a partir del estudio que realicen acerca de todos los aspectos de los Fondos de Capital Privado, evidenciado en los reglamentos de éstos, es indispensable que tengan un nivel de entendimiento y conocimiento de la inversión y de la economía en general que le proporcione los elementos necesarios para la toma de la decisión. Esta limitante excluye a potenciales inversionistas que no tengan el conocimiento necesario para entender por sí mismos la inversión.

En segundo lugar se identificaron limitantes con respecto a los aspectos relacionados con el proceso de inversión:

- Valoración: en este aspecto, se encontró que, debido a la necesidad de valorar diariamente, los mecanismos que se utilizan están fundamentados en proyecciones y perspectivas propias de los Fondos de Capital y no tienen en cuenta las de la totalidad del mercado, lo que implica que la valorización o desvalorización que sufra la inversión diariamente para los inversionistas pueden ser resultados que no son necesariamente la realidad, a la vez que tienen impacto directo en los mismo resultados del ejercicio para los inversionistas. Además esto puede contribuir a que se vea afectada la transparencia de la inversión. Lo anterior implica que al finalizar el ciclo de inversiones del fondo, y se realice la redención total para los inversionistas, los resultados varíen significativamente para los inversionistas, para bien o para mal.
- Compromisos de inversión: los Fondos de Capital Privado exigen que los inversionistas adquieran un compromiso de inversión, que puede efectuarse en un eventual llamado a capital. Esto constituye una limitante importante relacionada con el acceso de estos vehículos de inversión por parte de inversionistas medianos y pequeños, debido a que sus situaciones económicas y financieras son muy dinámicas, y muchos de ellos no tienen la capacidad de garantizar un capital a futuro, incluso si tienen el dinero en el momento de realizar la inversión. Esto, sumado a las altas sumas de dinero que deben pagar en caso de incumplir el compromiso, los motivan más a buscar alternativas diferentes de inversión.
- Plazos de inversión: los Fondos de Capital Privado representan inversiones de muy largo plazo debido a su naturaleza. Esto tiene como consecuencia que muchos potenciales inversionistas decidan no invertir en Fondos de Capital Privado debido a que no están dispuestos a asumir esta falta de liquidez por tanto tiempo.
- Complejidad de las inversiones: las inversiones en Fondos de Capital Privado suelen ser inversiones con un grado de complejidad alto debido a que se deben tener muchos aspectos en cuenta y no son inversiones convencionales como acciones, bonos, CDTs, entre otras. Las personas no suelen estar informadas y no conocen los mecanismos bajo los cuales éstos operan. Esta falta de conocimiento hace que inversionistas potenciales destinen sus recursos a inversiones que realmente entienden y conocen. Además, se convierte en una limitante para los mismos Fondos de Capital Privado, pues necesitan promover los fondos

capacitando de manera completa a los posibles inversionistas, destinando una gran suma de recursos económicos y de tiempo. Esto los lleva a que su búsqueda de capital la realice enfocada principalmente a los más grandes inversionistas, que normalmente cuentan con el conocimiento para estudiar los Fondos de Capital Privado.

Por último se determinaron las limitantes que se presentan con respecto a la liquidez de los Fondos de Capital Privado y el mercado secundario

- **Liquidez:** los inversionistas de los Fondos de Capital Privado cuentan con pocas alternativas para recibir el dinero de sus inversiones. Ordinariamente, lo hacen cuando el Fondo de Capital Privado llega a su vencimiento y éste retorna proporcionalmente los recursos obtenidos a sus inversionistas, cuando éste realiza desinversiones y distribuye los recursos provenientes de éstas, y cuando distribuye periódicamente la utilidad que se va generando. Otra forma de obtener liquidez es vendiendo su participación en el Fondo de Capital Privado a otro inversionista, lo cual debe ser previamente aprobado por el mismo Fondo de Capital Privado, pues éste debe tener conocimiento de quiénes son sus inversionistas y su capacidad económica. Los Fondos de Capital Privado no siempre permiten la salida de sus inversionistas, pues esto requiere el proceso de estudiarlos detalladamente e invertir recursos en ello, razón por la cual prefieren no hacerlo.
- **Mercado secundario:** en Colombia, los Fondos de Capital Privado no se encuentran inscritos en el mercado público de valores, por lo que no pueden ser negociados libremente entre diferentes inversionistas. Esta condición limita el mercado de Fondos de Capital Privado debido a que muchas de las limitantes anteriores podrán tener solución a partir del desarrollo del mismo. Esta impide una buena gestión de valoración, no permite la salida prematura de inversionistas, obliga a las Administradoras de Fondos de Pensiones y compañías aseguradoras a mantener sus inversiones en Fondos de Capital Privado hasta su vencimiento y a tener una posición conservadora con respecto a su inversión para no incumplir el límite establecido en el Régimen de Inversiones.

Finalmente se estructuró una propuesta enfocada principalmente en desarrollar el mercado secundario y así, el mercado de Fondos de Capital Privado. Esta consiste en la creación de unas sociedades especiales (Las Entidades) que actuarán como carteras colectivas, es decir, captarán dinero de terceros, para invertir por sí mismos exclusivamente en Fondos de Capital Privado. Los administradores de estas sociedades deberán cumplir una serie de requisitos legales para poder operar, entre ellos, contar con unos niveles patrimoniales altos ya que en caso de algún incumplimiento legal, éstos estarán en la obligación a responder a sus inversionistas con sus propios recursos y su patrimonio.

La propuesta permite al mercado de Fondos de Capital Privado contar con nuevos y valiosos recursos para su desarrollo. Los Fondos de Pensiones y aseguradoras, principales inversionistas en el mercado, podrán disponer más recursos para la inversión en Fondos de Capital Privado. Adicionalmente, el mercado contará con recursos

completamente nuevos, provenientes de pequeños inversionistas que nunca antes habían tenido la oportunidad de realizar aportes en estos mecanismos de inversión. Esta disponibilidad de recursos impulsará al mercado a recurrir a nuevas iniciativas.

5 CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

La estructura que se plantea para Las Entidades requiere de una gran infraestructura tecnológica con el fin de atender todos los procesos operativos y de seguridad que requiere la administración de recursos de terceros para realizar inversiones, generar reportes para la Superintendencia Financiera, tener la capacidad de transmitir la información necesaria a sus inversionistas, entre otros. Es necesaria también una fuerza de ventas para el ofrecimiento del producto, y esta a su vez debe estar calificada para ofrecerlo de manera detallada y completa. Es importante además, que quien administre alguna de estas Entidades cuente con trayectoria en el mercado, pues necesitará generar confianza ante sus inversionistas a través de la experiencia y la buena gestión. A su vez, los administradores de estas Entidades deben contar con unos niveles altos de solvencia y de patrimonio, ya que en caso de incumplir con un compromiso de inversión o cualquier otro requerimiento legal, estos deberán responder a sus inversionistas con sus propios recursos. Por las razones expuestas anteriormente, quienes actualmente cumplen con este perfil son las Sociedades Comisionistas de Bolsa y Sociedades Fiduciarias, ya que tienen cuentan con la infraestructura tecnológica que exige el negocio, una base de empleados que realizan labores similares, una amplia base de clientes para facilitar su difusión, conocimiento de los Fondos de Capital Privado, entre otros, por lo que se espera que sean éstas quienes decidan crear las primeras Entidades.

Gran parte de los Fondos de Capital Privado son administrados por Sociedades Comisionistas de Bolsa y Sociedades Fiduciarias. El hecho de que sean éstas mismas entidades quienes comiencen a implementar la propuesta, se crea el riesgo de un posible conflicto de intereses ante la posibilidad de que ésta invierta, a través de Las Entidades, en un Fondo de Capital Privado administrado por ella misma. Por esta razón, es importante crear un control adicional en el cual los equipos que administren los Fondos de Capital Privado y las Entidades sean completamente independientes, de tal manera que quienes hagan parte del Comité de Inversiones del Fondo de Capital Privado no tomen las decisiones de inversión de Las Entidades, evitando la utilización de información privilegiada. Esto se garantizará con la vigilancia de la Superintendencia Financiera, mediante los criterios que ellos mismos definan para este control.

A partir del análisis de todas las limitantes encontradas, se observa que las principales consecuencias que tienen en el mercado de Fondos de Capital Privado son la poca oferta de capital y las pocas alternativas de liquidez. La propuesta se encuentra enfocada en eliminar estas consecuencias, pues las participaciones en los Fondos de Capital Privado se podrán negociar libremente a través del mercado de valores y un gran número de nuevos inversionistas entrará en el mercado. Estos nuevos inversionistas serán los principales beneficiados ya que tendrán la posibilidad de invertir en un nuevo vehículo de inversión, que históricamente ha sido altamente rentable, y como las acciones, podrán generar valor a través de los retornos del Fondo de Capital Privado o como producto de la valorización de los mismos a través de la negociación en el mercado secundario.

Se espera que el desarrollo del mercado se dé por partes. Lo primero que se observará es una mayor oferta de capital una vez pequeños y medianos inversionistas comiencen a realizar inversiones en Fondos de Capital Privado a través de Las Entidades. Por último, el desarrollo total del mercado secundario es un proceso de más largo plazo que requiere de un mayor número de Fondos de Capital Privado disponibles para su negociación, mayores volúmenes de inversiones en éstos, entre otras. Una vez éste mercado se encuentre completamente desarrollado, se espera que su comportamiento sea similar al mercado accionario, en donde se evidencia su dinámica en los montos de negociación diaria.

Además de que se espera un gran desarrollo del mercado de Fondos de Capital Privado como tal, se espera una evolución paralela del Mercado de Valores colombiano a través del ingreso de un mayor número de jugadores al mercado y la diversificación de instrumentos de inversión.

6 BIBLIOGRAFÍA

- Altra Investments. (31 de Marzo de 2009). Reglamento Fondo de Capital Privado Altra FCP I. Bogotá D.C., Bogotá D.C., Colombia.
- Bancoldex. (2008). *Estadísticas y Estudios*. Recuperado el 16 de Marzo de 2012, de Departamento Nacional de Planeación: <http://www.dnp.gov.co/Programas/DesarrolloEmpresarial/MicroPeque%C3%B1asyMedianasEmpresas/Estad%C3%ADsticasyEstudios.aspx>
- Bancóldex. (2010). *Fondos de Capital Privado en Colombia*. Recuperado el 2012
- Bancóldex S.A. (2009). *FONDOS DE CAPITAL PRIVADO, ABIERTOS A LA INTERNACIONALIZACIÓN*. Bogotá: Latin Trade.
- Bolsa y Renta S.A. (Noviembre de 2010). Reglamento Fondo de Capital Privado "Cacao para el Futuro". Medellín, Antioquia, Colombia. Recuperado el 12 de Septiembre de 2012, de Bolsa y Renta S.A.
- Bonilla Mejía, L. (2008). *Economía Regional*. Banco de la República, Cartagena.
- Chaves Gómez, G. A. (18 de septiembre de 2012). Fondos de Capital Privado. (C. Flórez , & L. Uribe, Entrevistadores)
- Colombia Capital. (12 de Junio de 2007). *Decreto 2175 de 2007*. Recuperado el 20 de Marzo de 2012, de Colombia Capital: www.colombiacapital.com.co/decreto_2175_de_2007.doc
- Colombia Capital. (Junio de 2009). *Manual de Procesos Tipo para Fondos de Capital Privado*. Recuperado el 24 de Octubre de 2012, de Colombia Capital: <http://www.colombiacapital.com.co/admin/docs/1285173412manualdeprocesostipo fcpjunio2009.pdf>
- Colombia Capital. (2011). *Guía Práctica para Fondos de Capital Privado*. Recuperado el 18 de Marzo de 2012, de Departamento Nacional de Planeación: <http://www.dnp.gov.co/LinkClick.aspx?fileticket=In4Fhp2Crck%3D&tabid=809>
- Consultorio Contable. (Septiembre de 2007). *Universidad Eafit* . Recuperado el Marzo de 2012, de www.eafit.edu.com: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/Boletin%2063%20Mercado%20de%20capitales.pdf>
- DANE. (2011). *Censo Económico*. Recuperado el 23 de Marzo de 2012, de Departamento Nacional de Planeación:

<http://www.dnp.gov.co/Programas/DesarrolloEmpresarial/MicroPeque%C3%B1asyMedianasEmpresas/Estad%C3%ADsticasyEstudios.aspx>

Echeverry, J. C. (25 de Marzo de 2012). El buen momento economico del pais durará 10 años. (E. Pais, Entrevistador)

Flórez Blair, G. (16 de Septiembre de 2012). Fondos de Capital Privado. (C. Flórez Sierra, & L. M. Uribe Palacio, Entrevistadores)

Fondo de Capital Privado de Inversion Forestal. (Febrero de 2011). *Reglamento Fondo de Capital Privado de Inversion Forestal*. Recuperado el Agosto de 4 de 2012, de Fiduagraria: <http://www.fiduagraria.gov.co/admin-7.7/pdfs/ReglamentoFondoForestal2011.pdf>

Fondo Escala Capital. (5 de Septiembre de 2008). *Reglamento Fondo Escala Capital*. Recuperado el 12 de Septiembre de 2012, de Valores Bancolombia: <http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abina>

González González, M. (11 de Octubre de 2012). Inversion en Fondos de Capital Privado en Suramericana S.A. (L. M. Uribe Palacio, & C. Florez Sierra, Entrevistadores)

Interbolsa S.A. (Julio de 2006). *Reglamento Fondo de Capital Privado Inmobiliario*. Recuperado el Octubre de 15 de 2012, de Interbolsa SAI: http://www.interbolsasai.com.co/c/document_library/get_file?uuid=06c5cc31-262c-4a29-b729-3572a20c69fc&groupId=10450

Latin America Venture Capita Association. (2010). *The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*. Nueva York: Economist Intelligence Unit.

Lefcovich, M. (21 de Septiembre de 2004). *Las pequeñas empresas y las causas de sus fracasos*. Recuperado el 10 de Abril de 2012, de Degerencia: http://www.degerencia.com/articulo/las_pequenas_empresas_y_las_causas_de_sus_fracasos

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2007). *Decreto 2175 de 2007*. Bogotá.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (12 de Junio de 2007). *Superintendencia Financiera*. Recuperado el Septiembre de 2012, de Superfinanciera: <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/dec2175120607.pdf>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2010). *Decreto 2555 de 2010*. Recuperado el 2012, de DMSJURIDICA: <http://www.dmsjuridica.com/CODIGOS/LEGISLACION/decretos/2010/2555.htm>

- Proexport Colombia. (Octubre de 2011). *Colombia: una oportunidad inversión en Fondos de Capital Privado*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Proexport Colombia: <http://www.slideshare.net/inviertaencolombia/fondos-de-capital-privado-octubre-2011>
- Ramírez, M. C. (12 de Octubre de 2012). La bolsa local pide flexibilizar régimen de inversión de los fondos de pensiones. *La República*, pág. 1.
- Sartori, M. (16 de Septiembre de 2011). *Nuevas Herramientas e Instrumentos Para La Inversión*. Recuperado el 24 de Octubre de 2012, de Asobancaria: <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/1712048.PDF>
- SEAF y Tribeca - Fondos de Capital Privado. (2008). *Estudio de Caso Seaf y Tribeca*. Bogotá.
- Semana. (2011). Desigualdad Extrema en Colombia. *Semana*, 1-2.
- Stangl Herrera, H. F. (3 de Junio de 2011). *Principales Causas de Quiebra*. Recuperado el 16 de Marzo de 2012, de Portafolio: <http://www.portafolio.co/opinion/blogs/valoracion-empresas/principales-causas-quiebra>
- Superintendencia Financiera. (octubre de 2012). *Consulta de fondos de valores e inversión*. Recuperado el Octubre de 2012, de Portafolios de inversión: http://www.superfinanciera.gov.co/web_valores/?Mlval=/Consulta_renta_fondo.htm
- Superintendencia Financiera. (1995). Resolución 400 de 1995. Bogotá D.C., Bogotá D.C., Colombia. Obtenido de superfinanciera.
- Superintendencia Financiera. (Diciembre de 2008). Boletín Jurídico.
- Superintendencia Financiera. (Junio de 2010). *Boletín Jurídico*. Recuperado el Agosto de 2012, de Superfinanciera: <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin2610/fondos.htm>
- Superintendencia Financiera. (Julio de 2011). *Circular externa 031 de 2011: Valoración Carteras Colectivas*. Recuperado el Octubre de 15 de 2012, de Superfinanciera: www.superfinanciera.gov.co/Normativa/.../cap11caretracolectivas.doc
- Superintendencia Financiera. (2012). *Portafolios de Inversión*. Recuperado el 2012, de Superfinanciera.
- United Nations. (2007). *Situación y Perspectivas de la Economía Mundial en el 2007*. Recuperado el 2012, de UN: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2007wesp_es_sp.pdf

Zapata Sierra, J. (9 de octubre de 2012). Fondos de Capital Privado. (C. Flórez, Entrevistador)

Anexo 1: Entrevista Germán Andrés Chaves Gómez

Fecha de la entrevista:	18 de septiembre de 2012
Lugar de la entrevista:	El Colombiano
Municipio:	Medellín
Teléfono:	3359326
Nombre del entrevistador:	Camilo Flórez – Lina María Uribe
Nombre del entrevistado:	Germán Andrés Chaves Gómez
Empresa:	El Colombiano S.A.
Cargo:	Jefe financiero

¿Cuáles son los criterios que utiliza la empresa para invertir en un FCP?

Primero que todo, deben ser FCP que inviertan en sectores en los cuales estemos interesados. Adicionalmente, nos fijamos mucho en la experiencia del sector y del equipo de trabajo que se conformará. Este suele ser el primer filtro.

También preferimos los FCP en los que una parte de la comisión depende del éxito del fondo. Esta funciona de la siguiente manera: se cobra un porcentaje fijo de comisión, y si además, se supera la rentabilidad objetivo, una parte de este excedente será para los administradores del fondo. A pesar de que a veces se pueden pagar comisiones más elevadas, esto da una pequeña garantía de que los gestores y administradores pondrán toda su energía en el éxito del fondo, pues estarán motivados en superar esta rentabilidad y así todos nos beneficiamos.

También nos enfocamos en saber qué inversionistas tendrá el Fondo. Si las Administradoras de Fondos de Pensiones o aseguradoras como Protección o Suramericana invierten en ellos, eso normalmente es una buena señal dado que estas compañías destinan muchos recursos estudiando y analizando el Fondo de Capital Privado. Genera mucha confianza saber que ellos serán inversionistas.

¿Cuáles son los montos mínimos de inversión en FCP?

La norma establece que no se pueden invertir menos de 600 salarios mínimos mensuales legales vigentes. Son montos muy altos, por lo que las inversiones deben ser bastante buenas para considerarlas. Hay mucho en juego

¿Qué elementos del marco regulatorio los limitan a ustedes para invertir en FCP?

Más allá de los montos mínimos de inversión, no se nos ha presentado ningún otro.

¿Normalmente en que sectores concentran la inversión?

Nos gusta el sector inmobiliario. Este ha presentado unos rendimientos muy buenos en los últimos años

¿Cómo es el proceso de inversión en un Fondo de Capital Privado?

Los FCP nos han contactado directamente en busca de capital. Ellos realizan una presentación en donde se presentan tanto como fondo y como equipo gestor. Nos cuentan además la idea que tienen, cómo la quieren llevar a cabo y por qué.

Después de esta reunión, nosotros estudiamos con detalle el Fondo, y leemos y analizamos el reglamento. Una vez termine este estudio, decidimos proceder o simplemente no invertir.

¿Qué limitantes existen para la empresa para la inversión en un FCP con respecto al proceso de inversión?

No contamos con un equipo especializado para analizar a profundidad estas inversiones, por lo que a veces las dejamos pasar. Son inversiones muy complejas. Si las Aseguradoras y Fondos de Pensiones están invirtiendo, eso da un cierto grado de tranquilidad al decidir invertir, aunque no es ninguna garantía.

¿Cuáles son los mecanismos de valoración de los FCP?

Valoramos con el valor de unidad publicado por el Fondo en la Superfinanciera

¿Han intentado alguna vez salir de una participación o han intentado adquirir una en un fondo ya cerrado, y como es el proceso que se debe llevar a cabo?

Hemos intentado comprar participaciones en un fondo inmobiliario. Lo hicimos contactando al fondo directamente pero nos dijeron que actualmente no había oportunidades. Este fondo no contaba con compromisos de inversión.

No hemos intentado nunca vender nuestra participación en un Fondo de Capital Privado, pero este proceso no es fácil. Algunos fondos no lo autorizan en el reglamento debido a que ellos deben saber quienes son sus inversionistas y esto implicaría volver a estudiar a nuevos inversionistas que no están aportándole nada al fondo (se está haciendo en el mercado secundario entonces los recursos no quedarían para el Fondo). Además, las inversiones no pueden estar pasando de mano en mano debido a que muchos de estos fondos obligan a sus inversionistas a firmar compromisos de inversión, y por lo tanto se aseguran que los inversionistas sean buenos. Si se empiezan a vender participaciones, y el fondo ya no sabe quien tiene participaciones realmente, no podrá garantizar que se los paguen a la hora de realizar un llamado de capital.

Anexo 2: Entrevista Juliana Zapata Sierra

Fecha de la entrevista:	9 de octubre de 2012
Lugar de la entrevista:	Bolsa y Renta S.A.
Municipio:	Medellín
Teléfono:	4484300
Nombre del entrevistador:	Camilo Flórez Sierra
Nombre del entrevistado:	Juliana Zapata Sierra
Empresa:	Bolsa y Renta S.A.
Cargo:	Analista de Estructuración

¿Cómo se realiza una valoración en un Fondo de Capital Privado del sector agropecuario?

La metodología de valoración puede cambiar en este tipo de Fondo, pero lo más común es valorar por medio de flujos de caja del inversionista, proyectados descontados.

¿Cuál es la forma en la que se “asegura” que la valoración sea la correcta, dado que las inversiones empiezan a generar retornos en períodos muy largos?

Es muy importante ajustarse al presupuesto que esté aprobado por el fondo porque este se hizo con base en un estudio muy detallado. Si uno se asegura de cumplir al máximo el presupuesto, esa es la forma en la que la valoración del fondo estará lo más acertado posible a la realidad.

Sin embargo, esto no significa que el valor del fondo se ajustará a la realidad. Es por eso que, según esté establecido en el reglamento, deben realizarse unos ajustes periódicos en donde se recopile nuevamente información, se ajuste el presupuesto, las proyecciones, y se realicen los cambios que se consideren necesarios.

¿Está permitido para los inversionistas ceder o vender sus participaciones en estos Fondos de Capital Privado?

Dentro de algunos fondos en el sector agropecuario esto está permitido, principalmente porque no se firman compromisos de inversión. Sin embargo, esto no deja de ser maluco para los administradores del fondo ya que implica ayudar al inversionista a buscar un remplazo para que lo compre, un cambio en la base de datos de los clientes, un estudio del cliente (así no sea crediticio) de lavado de activos dada la naturaleza del sector, etc.

Anexo 3: Entrevista Gabriel Flórez Blair

Fecha de la entrevista:	10 de septiembre de 2012
Lugar de la entrevista:	Residencia
Dirección:	Cll 12 sur # 18 210
Municipio:	Medellín
Teléfono:	3170318
Nombre del entrevistador:	Camilo Flórez Sierra
Nombre del entrevistado:	Gabriel Flórez Blair
Empresa:	El Colombiano S.A.
Cargo:	Gerente financiero y de Planeación

¿Cuáles son los criterios que utiliza la empresa para invertir en un FCP?

Normalmente lo más importante son los resultados que ha tenido el gestor, y cuál es su experiencia en el tema. Buscamos que si la inversión está enfocada en el sector inmobiliario, los gestores tengan experiencia y muchos conocimientos en ese gestor. Además, si por ejemplo, en el fondo ya hay un Fondo de Pensiones como inversionista, nos da tranquilidad, y el estudio que hacemos del fondo no es tan riguroso.

¿Cuáles son las funciones de la Sociedad Administradora?

Son el vínculo entre el gestor y los inversionistas. Son los que se encargan de las labores administrativas, de la recolección del dinero, de generar los informes de rendición de cuentas. Esto da confianza y hace el proceso más transparente.

¿Qué proceso se lleva a cabo cuando se desea salir de una participación en un fondo?

Es un proceso muy complicado, porque siempre requiere de la autorización del gestor, la entrada de otro inversionista. Por ejemplo, si la empresa desea salirse de su participación, es responsabilidad exclusiva de él buscar un inversionista que esté interesado en su participación y hacer toda la gestión necesaria para que el gestor lo apruebe, pues es responsabilidad de ellos hacer el estudio del inversionista, con el fin de evitar riesgos operativos como la recepción de dinero de lavado de activos.

¿Cómo es el proceso de inversión en un Fondo de Capital Privado?

El primer paso es cuando un Fondo de Capital Privado que está requiriendo capital, nos contacta y nos hace una presentación que incluye todo lo referente al equipo gestor, quienes son, que han hecho en el pasado, cuáles son sus profesiones y sus áreas de estudio. Si el sector en el que van a invertir es el de nuevas tecnologías, pero solo tienen experiencia por ejemplo en el sector inmobiliario, no nos interesa. Además nos muestran cuál es la inversión que quieren hacer, y la sustentación, es decir, que criterios utilizaron para definir esa inversión. Luego, se decide si sí nos interesa. Además, también puede pasar que nosotros seamos los que buscamos al fondo, porque tengamos alguna necesidad de inversión, o por nuestro propio estudio del mercado.

¿Qué limitantes existen para el inversionista en el proceso de inversión en un FCP?

Normalmente, se cobran unas amonestaciones, más o menos del 50% de la inversión inicial, cuando no se puede cumplir con los compromisos. Esto de los compromisos normalmente es la mayor limitante para nosotros, porque a veces tenemos la inversión inicial, pero no necesariamente el compromiso, entonces ahí no podemos invertir, debido a que la amonestación es muy dura, y así lo establece el reglamento. Otra cosa, es que se deben invertir recursos y tiempo en el análisis de un fondo, que muchas veces, la disponibilidad de la empresa para invertir, no generaría los retornos que nos interesan, debido a ese desgaste en el análisis. Son muy poco líquidos.

¿Qué alternativas de liquidez ofrecen los fondos?

La más común es al cierre del fondo. En casi todos los fondos, se debe esperar a que liquiden el fondo para obtener retornos. En otros hay la posibilidad de tener retornos parciales, sobre todo si el fondo implica una inversión que implica costos y gastos en los primeros años, entonces cuando empieza a producir, hacen retornos periódicos. Otra forma es cuando hacen desinversión, le devuelven a los inversionistas.

Anexo 4: Entrevista Melisa González González

Fecha de la entrevista:	10 de octubre de 2012
Lugar de la entrevista:	Dirección General Suramericana S.A.
Dirección:	Carrera 64 B # 49 A 30
Municipio:	Medellín
Teléfono:	2602100
Nombre del entrevistador:	Lina María Uribe Palacio
Nombre del entrevistado:	Melisa González González
Empresa:	Suramericana S.A.
Cargo:	Directora de Inversiones

¿Cuáles son los criterios que utiliza la empresa para invertir en un FCP?

Nos fijamos primero en cuál es su estrategia de inversión, es decir qué tipo de empresas comprar, y que criterios utilizan para tomar la decisión de compra. Además lo principal en esto es que vaya en concordancia con la política de inversiones que tiene la compañía, es decir, que el riesgo de la inversión sea coherente con los riesgos que puede asumir la empresa como estrategia. Ellos nos mandan un folleto con toda esta información, y nosotros estudiamos muy bien el análisis que ellos ya hicieron del sector en el que van a invertir. También se estudian bases de datos especializadas que proporcionan toda la información de todos los fondos de capital privado, como de cuanto son los llamados, cuanto distribuyen o como es el benchmarking, el cual realizan ellos mismos, en dónde muestran los diferentes valores de los fondos en términos de múltiplos. Estos múltiplos son la manera de ver los resultados del fondo. El múltiplo siempre empieza en 1, y se va valorizando de acuerdo a los retornos de la inversión y el comportamiento del mercado, por encima o por debajo de uno, y este análisis de múltiplos se debe complementar con el análisis de la Tasa Interna de Retorno (TIR), pues esta tiene en cuenta el tiempo de la

inversión, y el múltiplo no, entonces significa que la interpretación de un múltiplo puede cambiar por el tiempo. Si por ejemplo el fondo hizo un múltiplo de 3, que es muy bueno, si se entra a ver el tiempo del fondo, el múltiplo será mucho mejor si el tiempo fue de 3 años que si fue de 10, porque la TIR es mucho mejor. También es importante ver el año en que inicio el fondo. Es imposible comparar dos fondos que hayan iniciado en 2 años distintos, porque las condiciones de mercado son distintas y esto influye en los resultados, es por esto que se comparan fondos de años iguales. Es así como estudiamos el fondo que nos estén ofreciendo.

Otra cosa que yo considero que es lo más importante, es la experiencia del gestor. Los fondos hacen mucho énfasis en la experiencia que han tenido, y todo eso lo documentan en el folleto que nos presentan, entonces nos muestran como ha sido el desempeño de sus inversiones anteriores, como han mejorado las empresas que han comprado, y cuál es el retorno que han obtenido. En este aspecto, son clave quienes conforman el equipo de gestores. Nos fijamos que su experiencia y conocimiento sea en gran medida coherente con la inversión que se va a realizar. En fondos muy grandes el equipo es muy grande, entonces hay mucha variedad de conocimiento, sin embargo, ellos nos mandan la estadística de las áreas de conocimiento que más se manejan en el fondo. También tenemos en cuenta, cuanto tiempo llevan trabajando juntos, porque muchas veces no hay química en los equipos de trabajo, pero esto no se puede anticipar en fondos recién conformados. En Colombia, los fondos que hay casi todos son muy nuevos y apenas está en proceso su primera inversión, por lo que no tienen acreditada esa experiencia que tienen los fondos internacionales. En ese caso, estudiamos muy bien a casa individuo, que han hecho en su carrera, y se les da el voto de confianza, aunque invertir en un fondo nuevo es muy difícil y más si uno como empresa es el primer inversionista.

En general eso es lo que tenemos como criterios, el “track record”, que hace referencia a todos los proyectos anteriores del fondo, y sus cifras y como han hecho para generar valor, así como la experiencia de los gestores. Eso lo que nos da es seguridad, porque nos da herramientas para determinar si el fondo si es establece, para evitar posibles disoluciones.

Es muy importante para nosotros evaluar como generan valor. El valor múltiplo del fondo puede variar por muchas razones, como situación de mercado, márgenes operacionales, desempeño del EBITDA, y otros aspectos relacionados con la operación de los negocios adquiridos. Toda esa información está consolidada en el múltiplo. Nosotros analizamos en qué manera contribuyeron cada uno de esos elementos a la valorización del fondo, porque puede pasar que la valorización sea en gran medida por las condiciones del mercado, lo que quiere decir que compraron en el momento indicado, pero no habla de sus capacidad como gestores para generar valor en la empresas a través del mejoramiento de las prácticas de las compañías. No nos interesan esos fondos que no generan valor, y que dependen únicamente del mercado.

Por último, miramos la alineación de intereses. Hay 3 tipos de tasas en un fondo. La primera, es una tarifa fija que le cobran al inversionista por administrarle los recursos. Otra que es la tasa preferente que es la que garantiza el fondo al inversionista, y lo que genere la inversión por encima de esta tasa, un porcentaje es para el gestor, este método es conocido como cascada de retornos. La última es el Carried Interest, que es una tasa que

pasa el fondo periódicamente al inversionista como producto de los resultados de la inversión, por ejemplo, porcentaje de las utilidades de las empresas. Cuando un fondo nos pide capital, nos interesa que el gestor tenga una alineación de intereses con nosotros, es decir, que tenga la misma necesidad de nosotros de que al fondo le vaya bien, y que sus esfuerzos si van a estar encaminados a que sea así. Si un fondo solo cobra una tarifa fija por ejemplo, no va tener la misma motivación de que al fondo de vaya bien, pues el ingreso de él será constante siempre, independiente de los resultados. Por eso buscamos que ofrezca una tasa preferente, porque aquí si existe la motivación de los buenos resultados, pues necesita que le vaya bien al fondo para obtener un retorno. Entonces buscamos fondos que ofrezcan métodos que faciliten esa alineación de intereses, incluso, muchos de los fondos también participan ellos mismos como inversionistas, y eso nos da tranquilidad, porque significa que los intereses de que el fondo sea bueno, son los mismos para ellos y para nosotros.

¿Cuáles son los montos mínimos de inversión en FCP?

No tenemos montos mínimos de inversión los montos mínimos los ponen los gestores pero siempre tienen criterio para poder dejar entrar a alguien con menos monto. En los fondos internacionales más grandes el ticket mínimo suele ser de USD 10 millones. Pero he visto de USD 5 millones hasta de USD 20 millones. Pero aquí aplica lo que te dije anteriormente del desgaste del estudio del fondo. Buscamos que la inversión sea significativa para que ese desgaste si valga la pena.

¿Qué elementos del marco regulatorio los limitan a ustedes para invertir en FCP?

En el régimen de inversiones nos limitan mucho la inversión, porque solo podemos invertir en fondos cuyos gestores tengan más de 5 años de experiencia, y que sus activos en administración (AUM, Asset Under Management, que es el valor de mercado del fondo) sean superiores o iguales a 10 billones de pesos y que además el país en el que se invierte sea grado de inversión. Además, solo podemos invertir en fondos e 5% de nuestro portafolio, y eso nos impide acceder a muchos fondos locales por lo referente a la experiencia, y a muchos internacionales por los montos permitidos.

Una limitante que encontramos muy importante en este sentido, es que como yo ya dije, solo podemos invertir un 5% de nuestro portafolio. Nosotros asumimos unos compromisos con los fondos, que debemos cumplir porque si no nos multan, y esos fondos están valorados a valor de mercado, entonces si el fondo se valoriza puede pasar que el portafolio en FCP cuando hagan llamado al compromiso, supere el 5%. Eso significa o incumplir el compromiso y pagar la multa o incumplir el requerimiento de la Superintendencia.

¿Normalmente en que sectores concentran la inversión?

Somos generalistas. Invertimos en fondos que enfocan su estrategia en empresas de diversos sectores. No nos concentramos en fondos sectoriales. También invertimos en fondos de bienes raíces.

Adicionalmente, hay diversos tipos de fondos. Están los Venture, que se dedican a la adquisición de empresas en etapa inicial, muchas veces con prototipos y no productos probados en el mercado, los de crecimiento, que se enfocan en empresas que están en un proceso acelerado de crecimiento, los de expansión, en empresas con éxito probado en el mercado, en periodo de madurez pero con oportunidades de expansión global, y los *Distress*, que compran compañías en declive y muchas veces en bancarrota. Estos tipos de fondos se clasifican según el momento en el que se encuentre la empresa. Nosotros solo invertimos en los de expansión y de crecimiento.

¿Cómo es el proceso de inversión en un Fondo de Capital Privado?

Inversiones expresa su intención de invertir. Riesgos con ayuda de Inversiones, Jurídico e Impuestos analizan el fondo, las condiciones, el LPA, PPM (documentación para firmar, contrato). Después con una calificación de cada área se corre el modelo y se sugiere un cupo que se aprueba o niega por el comité de inversiones, que es independiente de la compañía.

¿Qué limitantes existen para la empresa para la inversión en un FCP con respecto al proceso de inversión?

El proceso que tenemos que llevar a cabo para estudiar el fondo, no es muy efectivo, en parte porque el mercado es muy nuevo, pero no somos eficientes. Las compañías internacionales pueden analizar un FCP en un mes mientras que nosotros nos demoramos 6 meses, y es así para casi todas las empresas Colombianas. Esto pasa también porque las personas encargadas para los temas de los fondos generalmente son muy pocas, en realidad puede ser hasta una persona solamente en el área de inversiones, mientras que una empresa internacional tiene equipos especializados para eso.

¿Cuáles son los mecanismos de valoración de FCP más utilizados?

NAV: Net Asset Value (Valor neto del activo) es la metodología, tanto a nivel local como internacional. Esto es el valor de los activos, menos los pasivos. Normalmente el inversionista se debe acomodar a la valoración que el fondo maneje, y no se mete en eso. La metodología la establece el gestor, y normalmente usan también el método de múltiplos, EBITDA y flujos de caja descontados.

¿Han intentado alguna vez salir de una participación o han intentado adquirir una en un fondo ya cerrado, y como es el proceso que se debe llevar a cabo?

No lo hemos hecho. En caso de querer vender se puede acudir a un Fondo Secundario y se debe dejar saber al gestor la intención de vender. Un fondo secundario, se encarga precisamente de comprar participaciones en Fondos de Capital Privado que alguien esté deseando vender. Estos fondos ofrecen comprar la participación pero con un descuento, que dada la dificultad de vender, disminuye la capacidad de negociación del vendedor, por lo que siempre se dan con descuento. Estos fondos no existen en Colombia.

Anexo 5: Entrevista Juan Camilo Roldán Mejía

Fecha de la entrevista:	20 de Octubre de 2012
Lugar de la entrevista:	Dirección General Protección S.A.
Dirección:	Calle 49 # 63-100
Municipio:	Medellín
Teléfono:	2307500
Nombre del entrevistador:	Lina María Uribe Palacio
Nombre del entrevistado:	Juan Camilo Roldán Mejía
Empresa:	Protección S.A.
Cargo:	Especialista Fondos de Capital Privado

¿Cuáles son los criterios que utilizan los inversionistas para invertir en un FCP?

Todo inversionista debe buscar gestores de largo plazo. Se debe entablar una relación transparente con criterios claros de gobernabilidad en donde haya una alineación de intereses. Esta alineación de intereses se puede dar de diversas formas. Los gestores cobran una comisión de administración (*management fee*), para poder operar, y es una tarifa fija que se cobra periódicamente y hace parte de los compromisos de inversión. Por otro lado, hay un retorno preferencial, que es una tasa que el gestor debe devolverle al inversionista, y si la rentabilidad del fondo es superior a dicho retorno, se divide el excedente entre inversionistas y gestores en unos porcentajes acordados. Esto se llama Carried Interest. Un inversionista debe buscar que el gestor ofrezca un retorno preferencial y un carried interest, porque esto lo motiva a realizar una buena gestión, pues en la medida en que lo haga, también puede ganar. Además es importante que el gestor sea también inversionista del fondo, de manera que en la gestión que lleva a cabo también están implicados sus propios intereses. La comisión de administración debe ser coherente con la operación, y se debe evitar que esté constituyendo en parte una rentabilidad para el gestor.

El inversionista además debe buscar gestores con muchos años de experiencia, en donde sea posible analizar sus resultados históricos. En cuanto a los fondos locales, que tienen poca experiencia, y muchos todavía no han percibido los resultados de las inversiones anteriores, se debe ser muy cuidadoso y selectivo. En este caso se estudia la experiencia del equipo, y las hojas de vida de cada uno de ellos.

Otro criterio tiene que ver con el track record del gestor. Esto hace referencia a los resultados en términos de rentabilidad que ha obtenido el gestor a través de su experiencia. Es importante que esté dentro del “*top quartile*”. Los fondos se dividen en cuartiles dependiendo del rendimiento que generan respecto del resto de los fondos en el mercado. Así el 25% de los fondos con el mejor rendimiento se ubicarán en el cuartil superior y el 25% de los fondos con el peor rendimiento se ubicarán en el cuartil inferior. Los fondos que se comparan deben ser similares, en cuanto a su “*vintage year*”, estrategias de inversión, sectores, entre otros.

El equipo de gestión es importante. Saber quiénes son, cual ha sido su experiencia, y así garantizar que exista transparencia y honestidad. Aquí es muy importante la ética.

La estrategia de inversión que esté proponiendo el gestor, debe ser coherente con la estrategia de inversión de la compañía en el caso de los inversionistas institucionales. Esta estrategia debe ser consistente coherente, y clara. Es importante que las inversiones históricas del gestor, tengan estrategias similares, lo que le da consistencia.

Por otro lado, como fondo de pensiones, la empresa tiene un deber fiduciario, al manejar dinero de terceros. Este deber implica el manejo confidencial de la información, existencias de instancias reglamentarias como comités de vigilancia, la asamblea de inversionistas, comité de inversiones, entre otros. Por eso se busca que el gestor también tenga un deber fiduciario.

Es importante tener en consideración, que el gestor pueda proporcionar un buen flujo de la información. Esta información, como los extractos, fechas de llamados, inversiones y otra información general, es importante para el inversionista, que sea oportuna y verídica.

Debe tener una correcta y adecuada gestión de riesgos. Tanto el gestor, como el inversionista, deben realizar sus estudios de riesgo, para definir sus estrategias de inversión de acuerdo con los niveles esperados de riesgo de cada uno. Esta gestión implica la implementación de mecanismos y herramientas, que les permiten constantemente administrar y monitorear el riesgo. En el comité de vigilancia, inversionistas y gestores interactúan y discuten resultados.

El gestor debe estar diversificado. Esto significa que sus inversiones anteriores hayan sido realizadas en diferentes sectores, o países.

¿Qué elementos del marco regulatorio considera limitantes para invertir en FCP?

Los límites que establece el régimen de inversiones que para los Fondos de Pensiones son el 5% del valor del fondo moderado y el 7% del valor del fondo Alto Riesgo. Además para pensiones voluntarias y cesantías, el límite es del 10%. Esto implica que en alguna situación se quiera invertir más de lo permitido y se evita de esta forma inversiones que pueden ser muy buenas. Además, hay vacíos legales debido al poco conocimiento del producto por parte del Ente Regulador, como por ejemplo, en ninguna parte del reglamento se indica cómo se deben valorar los Fondos internacionales. Como es una nueva industria, hay susceptibilidad de cambios en muy poco tiempo.

¿Normalmente en qué tipo de sectores concentran la inversión?

Puede ser en sectores específicos o generales. Normalmente se buscan sectores con potencial de crecimiento que puedan estar en procesos de cambio, que impliquen oportunidades económicas, sectores de baja penetración, sectores fragmentados donde se puedan crear marcas y generar estrategias para generar valor.

¿Cómo es el proceso de inversión en un FCP?

El proceso desde el punto de vista del fondo, debe estar establecido en el reglamento. En primer lugar ellos deben identificar, analizar y seleccionar inversiones potenciales y buscar oportunidades para llevar al Comité de Inversiones. Esto se hace a través de los criterios especificados en la política de inversiones del reglamento, en donde se definen

conceptos como el *top down* y *bottom up*, que tiene que ver con el análisis de las potenciales empresas a intervenir.

En segundo lugar, se procede a realizar el *Due Dilligence* de la industria para adquirir las empresas. Si éste es aprobado por el Comité de Inversiones se procede a ejecutar estas a través de la compra de las empresas. El paso a seguir es que el gestor empiece a ejercer los derechos políticos que adquiere al tomar el control de la empresa, mediante los cuales podrá implementar las estrategias que considere necesarias para generar valor. Posteriormente, debe estar en constante supervisión del comportamiento de los activos, y por último, debe gestionar los métodos de cierre y desinversión a través de la venta de los activos, que también necesita aprobación por parte del Comité de Inversiones.

¿Cuáles son los mecanismos de valoración más utilizados?

Valor Neto de los Activos, en dónde se restan del activo, los pasivos.

Descuento de Flujos de Caja Libre.

Múltiplos de valoración.

¿Qué limitantes considera que existen en el proceso de inversión?

Existen limitantes que se imponen en el reglamento de cada fondo, como por ejemplo que se limitan los porcentajes que éste puede invertir en un sector o en una región.

El *Asset Allocation*, que es la asignación estratégica de activos que asigna cada empresa a principio de año puede ser una limitante en caso de que se pueda encontrar una buena inversión que supere los porcentajes establecidos.

¿Qué proceso se lleva a cabo cuando se desea salir de la participación en un fondo?

Los mecanismos de salida deben estar descritos en el reglamento del fondo. Normalmente, las opciones que se tienen son la redención y cesión de las participaciones. La redención se refiere a los tiempos establecidos en el reglamento para obtener retornos de capital, y la cesión es cuando se cede la participación a otro inversionista que el gestor apruebe, y el proceso para realizarlo se detalla en el reglamento.

Anexo 6: Formato Vinculación Bolsa de Valores de Colombia

	FORMATO		Codigo: FO_GRI_7001	
	VINCULACION DE CLIENTES, USUARIOS, ADMINISTRADORES Y OTROS		Versión: 2,0	
			Página 1 de 1	
Tipo de vinculación:	Cliente <input type="checkbox"/> Usuario <input type="checkbox"/> Administrado <input type="checkbox"/> Otro <input type="checkbox"/>			
INFORMACION BÁSICA				
Ciudad y fecha:	_____	Persona Natural:	Persona Jurídica:	_____
Razon Social o Nombre Completo:	_____			NIT/C.C. No. _____
Domicilio Principal (Ciudad/País):	_____	Dirección:		Télefono: _____
Actividad Económica (ocupación, oficio o profesión para personas naturales)	_____			
Código CIU:	_____	Descripc	_____	
INFORMACION LEGAL Y FINANCIERA				
Escritura de Constitución No.	_____	Notaría:	_____	Fecha: _____
Última reforma escritura No.	_____	Notaría:	_____	Fecha: _____
Clase de Sociedad:	_____			
Objeto Social:	_____			
Capital Autorizado:	_____	Capital suscrita	_____	
Total Activos:	_____	Utilidad prome	_____	
Total Pasivos:	_____	Ingresos Mens	_____	
Detalle de otros ingresos o ingresos no operacionales u originados en actividades diferentes a la principal:				
INFORMACION DE REPRESENTANTES LEGALES O APODERADOS				
Nombre Representante Legal o Apoderado:	_____			Fecha poder: _____
Identificación:	_____	Cargo:	_____	
Dirección Domicilio:	_____	Ciudad:	Télefono:	_____
Dirección de la Oficina:	_____	Ciudad:	Télefono:	_____
Fax No.	_____	E-mail:	A.A. No.	_____
Envío de Correspondencia:	Oficina: _____	Residencia: _____	A.A.: _____	ubicación: _____

DECLARACIÓN DE ORIGEN DE LOS RECURSOS			
Declaro que los recursos empleados en el negocio Jurídico proceden del giro ordinario de actividades lícitas, las cuales resumo a continuación:			
RELACION DE CUENTAS EN ENTIDADES FINANCIERAS			
Entidad Financiera:	_____	Oficina:	_____
Tipo de Cuenta:	_____	Número de	_____
Entidad Financiera:	_____	Oficina:	_____
Tipo de Cuenta:	_____	Número de	_____
Entidad Financiera:	_____	Oficina:	_____
Tipo de Cuenta:	_____	Número de	_____
Realiza operaciones en moneda extranjera?	_____	Tipo de operaciones:	_____ Moneda: _____
Posee cuentas en moneda extranjera?	_____	Moneda:	_____ cuenta: _____ País/ciu _____
REFERENCIAS COMERCIALES			
ENTIDAD	DIRECCION / TELEFONO	CIUDAD	PERSONA A CONTACTAR
INFORMACION DEL PRODUCTO, SERVICIO O VÍNCULO			
Producto o servicio: _____			
Descripción del vínculo o relación (cuando no se trate de productos o servicios): _____			
Valor del negocio (en números):	_____	En letras: _____	Anual <input type="checkbox"/> ensual <input type="checkbox"/>
<p>Autorizo a la Bolsa de Valores de Colombia S.A. o a quien esta designe, para que solicite, indague y verifique mediante visita, consulta a centrales de información financiera u otras fuentes, la información sobre la empresa, sus representantes o apoderados y accionistas representativos presentada en este formato y en sus</p> <p style="text-align: center;"><u>Solicitante:</u> Firma (de representante legal para personas) _____</p> <p>Nombre: _____</p> <p>Cargo: _____</p> <p>Identificación: _____</p>			
<p>NOTA: . En desarrollo de la autorización, la BVC podrá solicitar al suscriptor de este formulario, la documentación que le permita dar cumplimiento a sus obligaciones legales</p>			
INFORMACION DE USO EXCLUSIVO DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA			
Funcionario responsable de vinculación: _____			
Nombre: _____			
Cargo: _____			
Identificación: _____			

Anexo 7: Formato Ingreso títulos Deceval

		FORMATO INGRESO TÍTULOS FÍSICOS		
Ciudad	<input style="width: 150px; height: 20px;" type="text"/>	Fecha	DIA	MES
			AÑO	
TENGA EN CUENTA:				
1) Enviar el formato diligenciado al Analista de Operaciones o al Jefe de Análisis y Emisiones de Valores de Deceval				
2) En lo posible favor anexar un ejemplar anulado del título con el fin de tener mayor conocimiento de las características de seguridad, papelería, logo y demás datos a ser validados en el análisis de ingreso de sus títulos				
1. CLASE DE TÍTULO				
Acciones	<input type="checkbox"/>	Bonos	<input type="checkbox"/>	CDT's
Aceptaciones	<input type="checkbox"/>	Títulos de Participación	<input type="checkbox"/>	OTRO
				<input type="checkbox"/>
				<input type="checkbox"/>
2. DATOS DEL TÍTULO				
Emisor	<input style="width: 560px; height: 25px;" type="text"/>			
Características de Seguridad	<input style="width: 560px; height: 25px;" type="text"/>			
Protectografo	<input style="width: 560px; height: 25px;" type="text"/>			
Certificaciones	<input style="width: 560px; height: 25px;" type="text"/>			
Diligencie la siguiente información teniendo en cuenta la CLASE DE TÍTULO que esta relacionando:				
Especificar Número de Expedición	Preimpreso	<input style="width: 540px; height: 20px;" type="text"/>		
	Expedición	<input style="width: 540px; height: 20px;" type="text"/>		
Para Acciones	Para Acciones, Bonos Ordinarios y CDT's, Títulos de Participación u Otros	Para Bonos Ordinarios y CDT's		Para Bonos Ordinarios y Títulos de Participación
Valor Nominal	Pago de Derechos	Tasa de Ingreso	Nominal <input type="checkbox"/>	Tasa Variable <input type="checkbox"/>
			Efectiva <input type="checkbox"/>	D' <input type="checkbox"/>
			No Aplic: <input type="checkbox"/>	IP <input type="checkbox"/>
			otra <input type="checkbox"/>	
				Fecha de Expedición
				Emisión
				Suscripción
Sellos	<input style="width: 540px; height: 25px;" type="text"/>			
Sucursal del Administrador	<input style="width: 540px; height: 25px;" type="text"/>			
Otros	<input style="width: 540px; height: 25px;" type="text"/>			
Nombre Representante Legal	FIRMA DEL REPRESENTANTE LEGAL			
<input style="width: 320px; height: 20px;" type="text"/>				



ESCUELA DE INGENIERÍA DE ANTIOQUIA

ACTA DE EVALUACIÓN FINAL DE TRABAJO DE GRADO

Fecha: (dd/mm/aa)	21/11/2012
Nombre del proyecto:	Los fondos de capital privado como alternativa de inversión en Colombia
Director del proyecto:	Juan Camilo Zapata Villegas

Nombre del estudiante	Programa académico
Camilo Flórez Sierra	Ingeniería Administrativa
Lina María Uribe Palacio	Ingeniería Administrativa

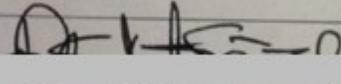
Nombre del Jurado: **Javier Vicente Jaramillo Betancur**

Evaluación del proyecto: Espacio exclusivo para jurado

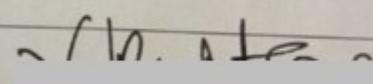
No aprobado Aprobado sin mención

con Mención Pública con Mención honorífica Trabajo laureado

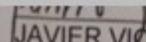
Justificación del reconocimiento: (Artículo 28 del Acuerdo 11: "El director del Programa presentará el acta final de evaluación al Consejo Académico, donde consta la solicitud de mención especial debidamente justificada y el Consejo determinará si se otorga o no"). La justificación debe tener mínimo 500 palabras.



JORGE ESTEBAN MESÍAS HOYOS
Director del Programa



JUAN CAMILO ZAPATA VILLEGAS
Director del Trabajo de Grado



JAVIER VICENTE JARAMILLO BETANCUR
Jurado (Si lo hubo)

Jurado (Si lo hubo)