

2017



Publicaciones URF

Documento Técnico

Modificación al régimen de fondos de capital privado en Colombia

Mariana Aya Guerrero ^a, Andrés Camilo Castro^a, Ana Maria Prieto^b

^a *Asesores*

^b *Subdirectora de Desarrollo de Mercados*

Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia

Resumen: El presente documento contiene la propuesta de modificación regulatoria para los fondos de capital privado en Colombia. Como elemento fundamental, se pretende construir un cuerpo normativo único para los FCP y de esta manera desligarlo de las normas particulares de los FIC, se define una estructura organizacional para los FCP, que reconozca la experiencia internacional y que recoja las principales prácticas de la industria local y finalmente se propone realizar una mejora a los estándares de gobierno y las funciones de los diferentes órganos que conforman los FCP.

Este documento técnico final fue aprobado por el Consejo Directivo de la Unidad con fecha xx del xxx de 2017: Andrés Velasco, Viceministro Técnico – Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Jorge Castaño, Superintendente – Superintendencia Financiera de Colombia; Felipe Lega Gutierrez, Director – Unidad de Regulación Financiera.

I. Introducción

Los Fondos de Capital Privado (FCP) se han convertido en jugadores importantes para el sistema financiero colombiano debido a que han facilitado la canalización de recursos hacia diferentes sectores económicos y han permitido desarrollar una industria de capital en riesgo facilitando el acceso de inversionistas profesionales a proyectos con retornos y riesgos diferentes a los que se encuentran en los mercados tradicionales.

Los FCP han logrado incursionar en sectores, compañías o proyectos que difícilmente pueden acudir a la financiación que otorga el sistema financiero tradicional, por sus características de riesgo o rentabilidad, pero que cuentan con potenciales y un perfil de ganancias que difícilmente se encuentra en los productos que tradicionalmente ofrecen los mercados de valores. Otra característica fundamental de los FCP es que logra que proyectos o compañías, luego de un proceso de transformación y crecimiento, puedan tener las facilidades para lograr formalizarse, crecer y llegar a consolidarse como firmas con un alto potencial para ser emisores de los mercados de capitales.

De igual manera, los inversionistas institucionales han venido incrementando su apetito por este tipo de inversiones, toda vez que son percibidos como un mecanismo apto para diversificar sus portafolios, ya que tienen baja correlación con otros activos financieros y les permiten participar en grandes proyectos.

En Colombia la industria de FCP ha registrado crecimientos notables, tanto en la cantidad de fondos como en el capital invertido. Entre 2005 y 2017 el número de FCP creados pasó de 2 a 103 (95 se encuentran actualmente en operación), de los cuales el 57% corresponde a vehículos locales y el 43% a internacionales. En términos de recursos administrados, durante el 2016 los compromisos totales de inversión totalizaron cerca de USD\$ 14.106 millones (5% del PIB) de los cuales 68% (\$ 9.687 millones) se han invertido en los diferentes proyectos que respaldan estos vehículos, mientras que el restante (\$4.977 millones) se encuentra disponible¹.

En materia regulatoria, se cuenta con un marco regulatorio que diferencia la figura y establece algunas particularidades de los FCP dentro de la regulación de los Fondo de Inversión Colectiva (FIC), todo lo cual se encuentra incluido en el Decreto 2555 de 2010. Si bien, este tratamiento busca homologar algunos requisitos entre los FIC y los FCP, la evidencia internacional y las practicas locales destacan que los FCP deben contar con un tratamiento diferente y único que destaque la importancia de sus particularidades, diferencie los derechos y deberes de los administradores y gestores profesionales, defina las reglas de divulgación de información, aclare las prohibiciones para estos vehículos y armonice las administración de los conflictos de interés, entre otros.

En tal sentido, el presente documento desarrolla una serie de propuestas que tienen como objetivo definir un marco regulatorio único e independiente para los fondos de capital privado dentro del Decreto 2555 de 2010. Para ello, se creará un único Libro que recoja la regulación actual de estos vehículos e incorpore nuevos elementos que estén acordes con las características principales de los

¹ Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. Fortaleciendo la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de Fondos de Capital Privado. Reporte 2017.

fondos, administradores, gestores y demás agentes involucrados en las actividades que se desarrollan durante las diferentes fases de inversión de estos vehículos.

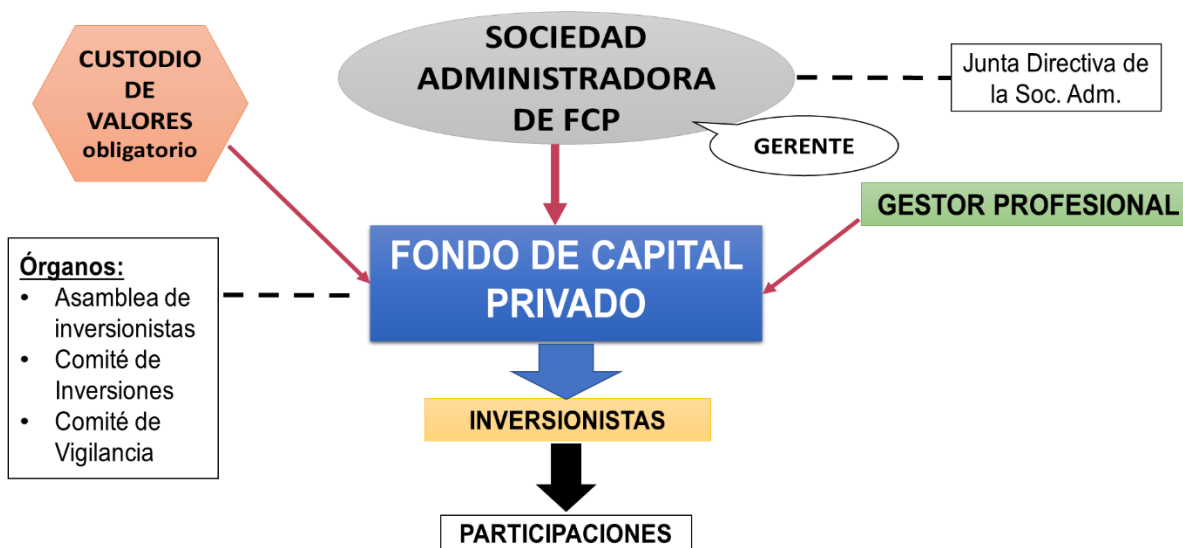
En este orden de ideas, el documento se divide en varias secciones, en las cuales se presentan las normas actuales y las posibles barreras y necesidades para su desarrollo, la experiencia internacional sobre los temas analizados y las propuestas regulatorias a desarrollar.

II. Retos y necesidades de la industria de FCP.

La industria de fondos de capital privado ha tenido una gran actividad en el frente regulatorio durante los últimos 5 años. Estos cambios han comprendido temas como la estructura y arquitectura para los fondos de inversión colectiva, ajustes en los regímenes de inversión de los inversionistas institucionales estableciendo límites particulares para los FCP y modificaciones en la definición de los fondos de capital privado, entre otros. Sin embargo, es necesario definir un marco único de regulación para los FCP y desligarlos de las normas que actualmente regulan los FIC, siguiendo las prácticas o estándares internacionales sobre este tema.

La estructura propuesta para los FCP busca reconocer la importancia de cada uno de los sujetos involucrados en la operación y funcionamiento de este tipo de vehículos, así como determinar para cada cual las funciones, deberes, obligaciones, entre otros aspectos, que deben cumplir de acuerdo con el marco normativo que se establezca. El gráfico # 1, establece la estructura organizacional que deberán comenzar a tener los FCP en Colombia, que estará conformada por la sociedad administradora, el gestor profesional o gerente, los inversionistas del fondo, el custodio de los valores que conforman el portafolio y los órganos de control.

Gráfico # 1. Estructura de los FCP en Colombia



Una vez definida la estructura que tendrán los FCP en Colombia, la presente sección analiza las principales condiciones y aspectos a tener en cuenta en la arquitectura regulatoria de este tipo de fondos.

1. Definición, ámbito de aplicación y principios de los FCP

Las normas sobre los FCP se encuentran establecidas en el libro 3 de la parte 3 del Decreto 2555 de 2010. En el mencionado libro se destaca que la mayor parte de las disposiciones que regulan los FCP se encuentran referencias a las condiciones y características de los FIC. Si bien, esta situación se genera como resultado del tratamiento como FIC cerrado de los FCP, es necesario hacer una clara diferenciación del tipo de características que deben ser acreditadas por los FCP teniendo en cuenta su naturaleza como vehículo de capital en riesgo². De manera particular encontramos que la definición actual que presentan los FCP realiza referencias hacia normas particulares de los FIC, pero no tiene en cuenta elementos como la naturaleza, la forma de constitución y el mecanismo como serán administrados los aportes de los inversionistas de estos vehículos, entre otros.

En este sentido, consideramos necesario establecer una definición única para los FCP que genere una clara diferenciación respecto de los FIC cerrados, con el objetivo de recalcar la naturaleza, las particularidades de estos vehículos y su condición como vehículo cerrado, teniendo en cuenta su papel como inversionista de largo plazo.

Por otro lado, se mantiene el tipo de sociedades autorizadas para la administración de estos vehículos (sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión) y se adecuan los principios rectores que rigen la labor de administración, los cuales deberán cumplirse por parte de estas sociedades durante la vigencia del vehículo. Finalmente, se aclara que cuando existan entidades que se encuentren por fuera de la sociedad administradora desarrollando actividades para el FCP, los principios rectores que cobijan estos vehículos, deberán ser cumplidos con los más altos estándares.

La anterior propuesta tiene entre otros los siguientes objetivos: i) realizar una clara diferenciación de los FCP de la figura y las características de los FIC, lo que permite resaltar la importancia que tiene los FCP dentro de la regulación local; ii) generar eficiencias en el tratamiento y manejo de los FCP, al establecer un cuerpo normativo único que define con claridad las instrucciones que deben acreditar estos vehículos; y iii) aclarar los principios rectores que deben cumplirse en el desarrollo de las actividades que se realicen en el marco de los FCP.

2. Requisitos de constitución de los FCP

La regulación vigente sobre FCP contenida en el Decreto 2555 de 2010 establece que los FCP que decidan constituirse deberán cumplir con lo siguiente:

“Artículo 3.3.1.1.6 Constitución. Las sociedades administradoras de fondos de capital privado deberán cumplir con lo previsto en el artículo 3.1.1.3.1 del presente decreto. Sin embargo, no será necesario obtener autorización previa de la Superintendencia Financiera de Colombia para la

constitución del respectivo fondo de capital privado, sino que bastará con allegar de manera previa la documentación prevista en el parágrafo primero de dicha disposición, junto con el perfil de la persona que actuará como gestor profesional, en caso de que se opte por su contratación.

Así mismo, no será obligatorio contar con la cobertura a que se refiere el artículo 3.1.1.3.4 del presente decreto.”

La normatividad no hace una diferenciación sobre el tipo de particularidades que deben cumplir los FCP y las remite a las condiciones particulares que deben acreditar los FIC. El único elemento diferenciador está relacionado con el papel que se surte ante la Superintendencia Financiera de Colombia por parte de los FCP. No obstante, la referencia normativa que actualmente existe genera confusiones teniendo en cuenta que dentro de las instrucciones de constitución para los FIC existen elementos que solo aplican para estos vehículos, como por ejemplo, la necesidad de cortar con coberturas para diferentes factores que afecten la operatividad del vehículo.

Por lo tanto, la propuesta define los elementos que deben acreditar los FCP al momento que decida formalizar su constitución, dentro de los que se incluyen, entre otros, la suficiencia operativa y técnica de los involucrados en la administración del FCP, la idoneidad y la dedicación exclusiva del personal relacionado con el vehículo, la elaboración y cumplimiento de los estándares de gobierno, así como la adecuada gestión de los riesgos inherentes al FCP. Adicionalmente, se incluye un nuevo elemento relacionado con la obligación de los inversionistas para que previo a la constitución del vehículo este deberá informar a la sociedad administradora que conoce elementos como: los criterios de inversión y riesgo que tuvieron en cuenta para realizar la inversión en el respectivo fondo de capital privado y las evaluaciones de la relación riesgo-retorno de los resultados esperados de la inversión que se realizará.

Además, se permitirá la posibilidad de que las participaciones de los FCP puedan negociarse en el mercado de valores, teniendo en cuenta el cumplimiento de las normas que regulan dicho mercado y asegurando que se respete el monto mínimo de constitución.

En lo que tienen que ver con las normas relacionadas con el número mínimo de inversionistas, el aporte mínimo para la constitución de un FCP, y la calidad de valor de los documentos en los que están representados los derechos de participación de los inversionistas no se realiza modificación alguna. En cuanto a la calificación del fondo, esta se continúa manteniendo voluntaria.

3. Políticas de inversión en los FCP

En la actualidad los FCP deben contar con una política de inversión que debe estar claramente definida en su reglamento. No obstante, la definición de esta política debería considerar elementos o criterios que pueden mejorar el flujo de información entre los diferentes órganos que conforman un FCP.

Este elemento toma relevancia, es especial para aquellos FCP que son objeto de inversión por parte de inversionistas institucionales como las administradoras de fondos de pensiones, puesto que dentro de los elementos que deben considerar estos al momento de invertir se destacan temas como periodos de inversión, límites de exposición, criterios de diversificación, evoluciones de la relación

riesgo-retorno de las inversiones que realice el vehículo, entre otros. Las anteriores consideraciones, teniendo en cuenta la importancia que representa este tipo de inversionistas para estos vehículos.

Por lo tanto, la propuesta normativa establece que en el reglamento del FCP la política de inversiones debe incluir como mínimo temas como el objeto del fondo de capital privado ; la relación de los activos que se consideran aceptables para invertir, de conformidad con el tipo de fondo de capital privado; las condiciones de diversificación del portafolio de acuerdo con el perfil de riesgo del fondo de capital privado, la administración del riesgo y los requerimientos de liquidez que prevea la sociedad administradora de fondos de capital privado. Así mismo, los parámetros para el manejo de las operaciones del mercado monetario, la política en relación con los depósitos en cuentas corrientes o de ahorros, la política respecto de las operaciones o transacciones que permitirán ampliar la exposición del fondo de capital privado por encima del valor de su patrimonio, entre otros.

4. Gastos, comisiones y remuneración de la sociedad administradora

La normatividad que aplica para los FIC establece una serie de gastos y comisiones que hacen parte de las labores de administración que se generan para estos vehículos. No obstante, algunos de estos conceptos no se ajustan a la estructura de los FCP o simplemente existen elementos que no aplican para estos vehículos. Así mismo, es necesario hacer claridad respecto de aquellos costos que no están definidos y si deben ser asumidos por la sociedad administradora o el gestor profesional.

La remuneración para la sociedad administradora de FCP es un tema que cobra relevancia debido a que este elemento se convierte en el principal incentivo que tiene una sociedad para facilitar el uso de su infraestructura para el desarrollo de este tipo de vehículos. Si bien, se entiende que este elemento debe ser definido claramente en el reglamento de un FCP, la normatividad vigente para este vehículo hace referencia a las instrucciones que aplican para los FIC.

En tal sentido, la propuesta respecto a estos temas tendrán en cuenta los siguientes elementos; i) se establecerá instrucciones particulares en las cuales se definen los costos y gastos que podrán imputarse al fondo de capital privado; ii) se aclara que en el reglamento deberán relacionarse de forma pormenorizada todos los gastos a cargo del fondo de capital privado; iii) los gastos no relacionados se entenderán a cargo de la sociedad administradora de fondos de capital privado; iv) en el caso que existan participación diferenciales, los gastos y obligaciones que no sean atribuibles expresamente a dicha diferenciación, serán asumidos a prorrata por la totalidad de los inversionistas; y finalmente, para la remuneración de la sociedad administradora se establece que en reglamento del fondo deben definirse con claridad las directrices que deberán seguirse para informar, divulgar y estimar dicho concepto.

5. Revelación de información en los FCP

Las normas para la revelación de información de los FIC establecen una serie de mecanismos que buscan garantizar que los inversionistas tengan la capacidad de conocer el estado del fondo, así como contar con herramientas para realizar seguimientos periódicos. En tal sentido, se establece que las sociedades administradoras deberán estar en la obligación de contar con los siguientes documentos:

1. Reglamento.
2. Prospecto.
3. Ficha técnica.
4. Extracto de cuenta.
5. Informe de rendición de cuentas

En el caso de los FCP se debe tener en cuenta que este tipo de productos son ofrecidos hacia un tipo de inversionistas (normalmente inversionistas profesionales o institucionales), los cuales por sus condiciones, pueden realizar un seguimiento activo al desempeño de estos vehículos, lo que genera que la mayor parte de estos documentos no sean adecuados para realizar estas labores o de informar adecuadamente a este tipo de inversionistas.

La práctica más recurrente en esta industria destaca que toda la información relacionada con el FCP deberá estar consignada en el reglamento, y el seguimiento que se hace a las labores de gestión del vehículo debe estar detallado en un informe de rendición de cuentas, que permita identificar los principales resultados, inversiones y decisiones que se han tomado en las diferentes etapas del proceso de inversión.

La propuesta respecto a los mecanismos de información establece los siguientes elementos; i) se establece que los únicos mecanismos de información serán el reglamento y el informe de rendición de cuentas; ii) se mantienen las instrucciones vigentes para los elementos mínimos que deberán conformar el reglamento del FCP, incluyendo los elementos mencionados en secciones anteriores; iii) se definen las características y los periodos de presentación del informe de rendición de cuentas, y iv) se incluye una nueva instrucción en la cual se deberá advertir en estos mecanismos las obligaciones de la sociedad administradora, los riesgos y demás elementos que sean necesarios poner en conocimiento de los inversionistas.

6. Prohibiciones y conflictos de interés

En el caso de los FCP se observa que las prohibiciones que se señalan en la normatividad actual incluyen algunas disposiciones que no son aplicables a los órganos o el fondo. Entre los elementos que se resaltan que no aplican para estos vehículos se encuentran prohibiciones relacionadas con posibles operaciones que puede desarrollar el gestor externo, incentivar el desarrollo de una fuerza de ventas, así como las relacionadas con operaciones que involucren y son prohibidas para los FIC.

Por otro lado, en materia de conflictos de interés se aclaran aquellas situaciones que deben ser administradas por la sociedad y el gestor profesional, teniendo en cuenta una serie de situaciones que son tipificadas en la propuesta normativa. No obstante, teniendo en cuenta la naturaleza de estos vehículos es necesario precisar algunos aspectos que actualmente se encuentra en la regulación de los FIC y que su aplicación no es clara para los FCP.

Entre las situaciones de conflictos que se aclaran se tiene en cuenta que la inversión directa o indirecta que pretenda hacer la sociedad administradora o el gestor profesional en el FCP deberá contar con unos límites de inversión y un tipo mínimo de permanencia los cuales deberán estar

definidos en el reglamento del respectivo fondos. Así mismo, teniendo en cuenta la naturaleza de estos vehículos se establece que operaciones que impliquen el apalancamiento con los recursos del fondo estas deberán definirse con claridad en el reglamento del respectivo fondo y debe establecerse un límite que tenga en cuenta el valor invertido como proporción de los activos administrados por el fondo.

Respecto a este tema, la propuesta normativa planteará los siguientes elementos; i) se establecen las prohibiciones que aplicaran exclusivamente para los FCP; ii) se definen las aquellas situaciones de conflictos de interés que aplicaran para los FCP; y iii) se aclara que para la administración de los conflictos de interés, en el caso que aplique, se incluirán a las entidades vinculadas según las instrucciones que para el caso expida la SFC.

7. Actividades (administración, gestión y custodia)

Las reglas que actualmente se encuentran definidas para las labores de administración, en cabeza de la sociedad administradora de los fondos de capital privado, son transversales para el manejo de todo tipo de fondo puesto que establecen una serie de criterios que determinan el actuar de estas sociedades y fijan la responsabilidad que asumirán en el caso que se presenten problemas en los vehículos. No obstante, teniendo en cuenta el objeto de la presente propuesta, se evitara realizar menciones a las normas que actualmente se presentan para los FIC y se dotara de un cuerpo único que aplique exclusivamente para los FCP.

En el caso de las labores de gestión, se debe tener en cuenta que esta figura se constituye en la principal herramienta para el desarrollo de los FCP ya que comprende elementos como la toma de decisiones de inversión y desinversión de las operaciones del fondo de capital privado, así como la identificación, medición, control y gestión de los riesgos inherentes al portafolio. Si bien, la normatividad contenida en el 2555 de 2010 establece una obligaciones particulares, se hace necesario mejorar el tipo de obligaciones que debe asumir quienes realicen esta actividad teniendo en cuenta su importancia.

Por lo tanto, quienes realicen las labores de gestión, en cabeza del gestor profesional o el gerente, en el caso que exista, deberán entre otras obligaciones, i) garantizar la ejecución de FCP de acuerdo a las instrucciones impartidas en el reglamento; ii) contar con los mecanismos adecuados para la gestión del riesgo del portafolio; iii) fijar criterios para la correcta identificación y divulgación de los conflictos de interés que se le presentes; iv) garantizar la entrega oportuna, clara y veraz de la información del fondo a los órganos de control y los inversionistas; v) cumplir a cabalidad con los demás aspectos necesarios para la adecuada gestión del portafolio.

Finalmente, en la propuesta normativa se reconoce la importancia de la actividad de custodia de valores como un mecanismo que facilita el cumplimiento y mejora las sinergias en los diferentes procesos a los que se ve enfrentado un FCP en cuyo portafolio hay un porcentaje de valores. Adicionalmente, la experiencia internacional que se describirá en la siguiente sección, destaca que la figura de la custodia comienza a tener relevancia en un importante número de jurisdicciones y se comienza a convertir en un requisito adicional para este tipo de vehículos, en especial para los instrumentos del mercado de valores que pueden ser custodiados por entidades que desarrollan esta labor. Lo anterior, implica que cuando los portafolios de los FCP estén constituidos en alguna

medida por valores, deberán contar con un custodio de valores.

8. Órganos de los FCP

La gráfica 1 establece que los FCP cuentan principalmente con tres órganos como la asamblea de inversionistas y los comités de vigilancia y de inversiones, los cuales desarrollan funciones relacionadas con el control y la revisión de las instrucciones definidas en el reglamento, la normatividad vigente, entre otras.

En el caso de particular de la asamblea de inversionistas se destaca que las instrucciones para este órgano hacen referencia a las aplicables para los FIC con una serie de precisiones como: se permiten su convocatoria por parte del comité de vigilancia o el gestor profesional y se aclara el papel de aquellas sociedades administradoras frente a este órgano en el caso que esta tenga inversiones en el fondo. Por lo tanto, en la propuesta normativa no se generan cambios en las funciones y obligaciones de este órgano pero se adecua a la forma como desempeñaría su papel en el marco del FCP.

Así mismo, el comité de vigilancia no presentará cambios significativos teniendo en cuenta que sus funciones principales atienden a verificar el cumplimiento de las obligaciones de la sociedad administradora y el gestor profesional, así como de la política de inversiones a partir de las instrucciones del reglamento y la normatividad vigente. En tal sentido, su figura se mantiene y no presenta cambios considerables en la propuesta normativa.

Finalmente, en el caso de comité de inversiones se destaca que los cambios propuestos estarán orientados en ejercer un rol más activo teniendo en cuenta sus funciones que están orientadas en analizar las inversiones, a partir de los lineamientos establecidos en la política que para el caso se defina en el reglamento del fondo. Por lo tanto, la propuesta buscará que este comité verifique el cumplimiento de las directrices establecidas en la política de inversión, así como el manejo integral de la liquidez con el fin de asegurar que se cuentan con los recursos suficientes para cumplir con las obligaciones derivadas de las operaciones del fondo y defina las características y condiciones bajo las cuales el fondo de capital privado asume obligaciones de endeudamiento con terceros.

III. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En la presente sección se hace una breve revisión de experiencias internacionales relacionadas con los FCP en diferentes jurisdicciones, así como los principios y elementos que deben tenerse en cuenta para la constitución de estos vehículos. Por otro lado, las experiencias analizadas muestran algunas actividades adicionales que realizan estos fondos para obtener liquidez para sus participaciones, teniendo en cuenta su calidad de valor, en los mercados de valores.

A continuación se exponen algunos de los ejemplos más relevantes de los fondos de capital privado en diferentes países.

1. ESTADOS UNIDOS – PRIVATE EQUITY FUND

Una de las experiencias más exitosas a nivel internacional en el desarrollo de estos FCP es Estados Unidos, debido a que alberga la mayor parte de estos vehículos y es el lugar donde esta industria ha tenido los desarrollos más notables. Según cifras de la Securities and Exchange Commission (SEC)³, con corte al primer trimestre de 2017 existen cerca de 15 mil vehículos de capital privado gestionados por cerca de 1.700 gestores o asesores y administran recursos equivalentes USD\$ 8.900 billones. Es importante resaltar que este valor solo incorpora aquellos vehículos que tienen la obligación de ser registrados ante la SEC, los cuales están representados por fondo que administran recursos superiores USD\$ 150 millones.

Luego de la expedición del Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, la industria de fondos de capital privado presentó una serie de modificaciones que implicaron obligaciones como el registro de los asesores de inversión de estos vehículos, mayores requerimientos de información, mejores estándares para el manejo de situaciones de conflictos de interés y mecanismos para asegurar el cumplimiento de la regulación por parte de estos fondos.

La regulación aplicable a estos vehículos establece los siguientes requisitos:

Regulación aplicable	Investment Company Act of 1940 Investment Advisers Act of 1940 Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
Características	Fondos privados de inversión considerados como vehículos colectivos de inversión La obligación de registro del vehículo y los asesores ante la SEC aplica para aquellos que administran recursos iguales o superiores a USD 150 millones.
Inversionistas	Institucionales o inversionistas profesionales
Tipo de activos	No existe restricción, sin embargo deben estar definidos en el reglamento del fondo o vehículo.
Obligaciones o deberes del asesor de inversiones⁴	<ul style="list-style-type: none"> - Registro ante la SEC - Deber fiduciario: Tiene la obligación fundamental de actuar en el mejor interés de sus clientes y proporcionar asesoramiento de inversión en función de los mejores intereses de sus clientes. - Adopción de políticas y procedimientos para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones y la normatividad. - Obligación de reportar la información relevante sobre las características, condiciones y desempeño del fondo, de acuerdo con la normas. - Deben contar con códigos de ética y gobierno para sus empleados - Debe mantener registros verdaderos, precisos y actuales relacionados con su negocio de asesoría de inversiones. - Procurar por la mejor ejecución de las operaciones que realiza en virtud de la política de inversión del fondo.
Conflictos de interés	Debe existir mecanismo para el manejo, administración y revelación de los conflictos de interés.

³ Securities and Exchange Commission. The Division of Investment Management’s Risk and Examinations Office. Private Funds Statistics. First Calendar Quarter 2017.

⁴ Ver, Information for Newly-Registered Investment Advisers. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm>.

Comisiones y gastos	Deben existir mecanismos de revelación para los costos a cargo del fondo, la remuneración para los asesores y las empresas de asesoría.
Custodia	Las empresas de inversión registradas deben estar en la capacidad o contratar los servicios de custodia de los activos de los clientes.
Valoración⁵	El Investment Company Act of 1940 establece que las empresas de inversión registradas ("fondos") utilicen valores de mercado para valorar los valores de la cartera para los cuales las cotizaciones de mercado están disponibles. Cuando las cotizaciones de mercado no están disponibles, los fondos deben valorar los valores de cartera y todos los demás activos utilizando su valor razonable según lo determinado por la junta directiva de los fondos.
Negociación mercado secundario	Las participaciones deben acreditar los requisitos para ser considerados como valores. Así mismo, los inversionistas deberán acreditar que disponen de la experiencia, capacidad y los recursos necesarios para adquirir estos valores.

De los anteriores aspectos se pueden destacar los siguientes aspectos:

- ✓ Las empresas asesoras de inversión deberán registrarse ante la SEC y cumplir con las obligaciones previstas en la reglamentación.
- ✓ Las labores de custodia deben ser contratadas por una entidad especializada para el desarrollo de esta.
- ✓ En el caso que se decida realizar la negociación de las participaciones del vehículo en los mercados secundarios, estos deberán cumplir con los requisitos de valor que establece la normatividad y los inversionistas deben acreditar su capacidad y conocimiento para adquirir estos instrumentos.

2. Fondos alternativos y de capital de riesgo europeos

En Europa la regulación ha establecido una serie de normas que buscan estimular el desarrollo de diferentes tipos de fondos. En tal sentido, la Comunidad Europea (CE) ha desarrollado diferentes requisitos aplicables a la autorización y supervisión de los gestores de este tipo de vehículos, con el objetivo de establecer parámetros coherentes para el manejo de los riesgos a los que se enfrentan los inversionistas de estos fondos.

En tal sentido, las principales instrucciones que aplican para estos vehículos se destacan a continuación:

Regulación aplicable	REGLAMENTO (UE) N o 345/2013. DIRECTIVA 2011/61/UE
Características	La presente Directiva establece las normas aplicables en lo que se refiere a la autorización, el ejercicio continuo de la actividad y la transparencia de los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) que gestionen y/o comercialicen fondos de inversión alternativos (FIA) en la Unión.
Inversionistas	Institucionales o inversionistas profesionales

⁵ Ver, Valuation of Portfolio Securities and other Assets Held by Registered Investment Companies — Select Bibliography of the Division of Investment Management. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/divisions/investment/icvaluation.htm>

Capital inicial	Los GFIA deberán acreditar un capital inicial de 300 000 EUR como mínimo. En el caso de GFIA sea designado como gestor externo de uno o varios FIA, dicho GFIA deberá contar con un capital inicial de 125 000 EUR como mínimo. Cuando el valor de las carteras de los FIA gestionados por el GFIA exceda de 250 millones EUR, el capital inicial deberá incrementarse en 0.02% del valor administrado, sin sobrepasar los 10 millones EUR.
Obligaciones o deberes del GFIA	<ul style="list-style-type: none"> - operen, en el ejercicio de su actividad, honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad; - actúen en el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado; - posean y utilicen con eficacia los recursos y procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad empresarial; - tomen todas las medidas que razonablemente quepa esperar para evitar conflictos de intereses y, cuando no puedan ser evitados, para detectar, gestionar y controlar y, si procede, revelar, dichos conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen los intereses de los FIA y de sus inversores y asegurar que los FIA que gestionen reciban un trato equitativo; - cumplan todos los requisitos reglamentarios aplicables al ejercicio de su actividad empresarial a fin de promover el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado; - traten de forma equitativa a todos los inversores de los FIA.
Conflictos de interés	<p>Los GFIA mantendrán y aplicarán dispositivos administrativos y de organización eficaces con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen a los intereses de los FIA y sus inversores.</p> <p>Los GFIA separarán, en su propio ámbito operativo, las tareas y responsabilidades que puedan considerarse incompatibles entre sí o que sean susceptibles de generar conflictos de intereses sistemáticos. Los GFIA evaluarán si las condiciones en que ejercen su actividad pueden suponer cualesquiera otros conflictos significativos de intereses y los comunicarán a los inversores de los FIA.</p>
Mecanismos de información	<p>Reglamento del FIA Informe anual Informe de reporte periódico a los inversionistas, según lo definido en el reglamento o los documentos de constitución del FIA.</p>
Custodia	Las empresas de inversión registradas podrán contratar los servicios de custodia de los activos de los clientes.
Valoración	El GFIA se asegurará de que, para cada FIA que gestione, se establezcan procedimientos adecuados y coherentes que permitan valorar correcta e independientemente los activos del FIA de conformidad con la legislación nacional aplicable y con los reglamentos o los documentos constitutivos del FIA.
Negociación mercado secundario⁶	<p>Los gestores de fondos de capital riesgo admisibles comercializarán las acciones y participaciones de los fondos de capital riesgo europeos admisibles exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales de conformidad con el anexo II, sección I, de la Directiva 2004/39/CE o que, previa solicitud, puedan ser tratados como clientes profesionales de conformidad con el anexo II, sección II, de la misma Directiva, o entre otros inversores cuando se reúnan las condiciones siguientes:</p> <p>a) que se comprometan a invertir como mínimo 100 000 EUR, y</p>

⁶ Ver, REGLAMENTO (UE) N o 345/2013.

	b) que declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso o la inversión previstos.
--	--

Para los temas y objetivos que se plantean en el documento, en la experiencia de europea se pueden resaltar los siguientes aspectos:

- ✓ Existencia de un requisito mínimo de capital, el cual se incrementa a medida que el valor de los activos administrados crece.
- ✓ La normatividad europea es la única que establece las características y condiciones que deben acreditar los inversionistas que decidan adquirir en un mercado secundario las participaciones de este tipo de fondos.
- ✓ Se establecen las directrices para el manejo de conflictos de interés y se establecen responsabilidades para cada miembro y órgano que intervenga en las decisiones de inversión de los fondos de inversión.

3. Fondos de inversión en Chile

En el caso latinoamericano, la experiencia chilena es relevante teniendo en cuenta los volúmenes administrados y los cambios regulatorios implementados a favor de la industria de fondos de capital privado. Según cifras de la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión⁷ con corte al primer trimestre de 2017, los FCP pasaron de administrar recursos equivalentes a USD\$ 155 millones a USD\$ 4.785 millones en 2017. Así mismo, la participación de estos vehículos dentro de la industria de fondos de inversión pasó durante el mismo periodo de tiempo 6% al 24%, convirtiéndose en la tercera opción de inversión después de los fondos de deuda y accionarios que se encuentran en este país.

La regulación vigente para este tipo de vehículos establece lo siguiente:

Regulación aplicable	Ley 20.712 de 2014
Características	Patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes permitidos por la Ley, cuya administración es de responsabilidad de una administradora.
Inversionistas	Inversionista Calificado ⁸ Inversionista Institucional ⁹
Capital inicial	Transcurrido un año contado desde la fecha en que la administradora haya depositado el reglamento interno del fondo, éste deberá contar permanentemente con un patrimonio no menor al equivalente a 10.000 unidades de fomento (USD\$ 424.000) y tener, a lo menos, 50 partícipes, salvo que entre éstos hubiere un

⁷ Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión. Catastro de fondos de inversión en Chile. Junio de 2017.

⁸ Según la Ley del Mercado de Valores en Chile, estos inversionistas son los inversionistas institucionales e intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia, como también aquellas personas naturales o jurídicas que realicen habitualmente operaciones con valores por montos significativos o bien que por su profesión, actividad o patrimonio quepa presumir que poseen un conocimiento acabado del funcionamiento del mercado de valores.

⁹ Según la Ley del Mercado de Valores en Chile, estos inversionistas están conformados por los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.

	inversionista institucional, en cuyo caso no registrará ese número mínimo de partícipes.
Obligaciones o deberes	<ul style="list-style-type: none"> - La administradora, sus directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias, con el cuidado y la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la obtención de los objetivos establecidos en el reglamento interno del fondo, en términos de la rentabilidad y seguridad de sus inversiones. - La administración de cada fondo debe realizarse atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia de éste y a que todas y cada una de las operaciones de adquisición y enajenación de activos que efectúe por cuenta del mismo, se hagan en el mejor interés del fondo.
Comité de vigilancia	<p>Las atribuciones del Comité de Vigilancia serán:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Comprobar que la administradora cumpla lo dispuesto en el reglamento interno del fondo. b) Verificar que la información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna. c) Constatar que las inversiones, variaciones de capital u operaciones del fondo se realicen de acuerdo con esta ley y al reglamento interno del fondo. En caso que la mayoría de los miembros del Comité de Vigilancia determine que la administradora ha actuado en contravención a dichas normas, éste deberá solicitar, en un plazo no mayor a 15 días contado desde la fecha del acuerdo, se cite a una asamblea extraordinaria de aportantes, en la cual se informará de esta situación. d) Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones. e) Proponer a la asamblea extraordinaria de aportantes la sustitución de la administradora del fondo. f) Requerir de la administradora la información respecto de la gestión de emisores en los cuales el fondo tiene el control.
Mecanismos de información	Reglamento interno del fondo: conjunto ordenado de reglas y normas que establece los derechos, obligaciones y políticas respecto de la administradora, el fondo y los partícipes del mismo.
Custodia	La administradora deberá encargar directamente a una empresa de depósito de valores, el depósito de aquellos instrumentos que sean susceptibles de ser custodiados por ésta.
Valoración	En el caso que los fondos dirigidos a inversionistas calificados podrán invertir sus recursos en instrumentos, bienes o contratos que no cumplan con los requisitos que establezca la Superintendencia, en la medida que contemplen esa facultad en su reglamento interno y que su forma de valorización esté contenida en el mismo.
Negociación mercado secundario	<p>En el caso que el vehículo decida colocar sus participaciones en el mercado de valores deberá acogerse a los siguientes procedimientos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - En el caso de colocaciones de cuotas efectuadas fuera de los sistemas de negociación bursátil autorizados por la Superintendencia, el precio de colocación será el valor cuota, definido por el Reglamento. - En caso de colocaciones en los sistemas de negociación bursátil autorizados por la Superintendencia, el precio será aquel que libremente estipulen las partes en esos sistemas de negociación.

Para los temas y objetivos que se plantean en el documento, en la experiencia chilena se pueden resaltar los siguientes aspectos:

- ✓ Para la constitución del fondo, el requisito mínimo de capital y de número de inversionistas se modifica en el caso que existan inversionistas institucionales, lo que puede facilitar las labores de control y profesionalidad del fondo.
- ✓ La negociación de participaciones puede desarrollarse en el mercado secundario, en especial, en escenarios por fuera de los sistemas de negociación bursátil autorizados.
- ✓ La valoración para aquellos fondos ofrecidos a inversionistas calificados puede estar definida en el reglamento del fondo, teniendo en cuenta las características de este tipo de fondos y de sus inversionistas.
- ✓ El papel activo del comité de vigilancia al estar en la obligación de revisar el cumplimiento de las instrucciones establecidas en la Ley y el reglamento del respectivo fondo.

IV. PROPUESTA NORMATIVA

De conformidad con los puntos descritos en las secciones anteriores la propuesta normativa objeto del presente documento se fundamenta principalmente:

- Construir un cuerpo normativo único para los FCP y de esta manera desligarlo de las normas particulares de los FIC.
- Definir una estructura organizacional para los FCP, que reconozca la experiencia internacional y recoja las principales prácticas de la industria local.
- Mejorar los estándares de gobierno y las funciones de los diferentes órganos que conforman los FCP.

Bibliografía

- Decreto 2555 de 2010.
- Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión. Catastro de fondos de inversión en Chile. Junio de 2017.
- Information for Newly-Registered Investment Advisers. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm>.
- Valuation of Portfolio Securities and other Assets Held by Registered Investment Companies — Select Bibliography of the Division of Investment Management. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/divisions/investment/icvaluation.htm>
- Securities and Exchange Commission. The Division of Investment Management's Risk and Examinations Office. Private Funds Statistics. First Calendar Quarter 2017.
- Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. Fortaleciendo la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de Fondos de Capital Privado. Reporte 2017.