



Revista de
Derecho
Privado

**AUTORREGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS
EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN COLOMBIA:
HACIA UN ENFOQUE DE RIESGO**

DIANA VISSER ÁLVAREZ

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.57.2017.08>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Rev. derecho priv. No. 57

enero - junio de 2017. e-ISSN 1909-7794

Autorregulación de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia: hacia un enfoque de riesgo

Resumen

Con el desarrollo de los fondos de capital privado, uno de los aspectos de buen gobierno que ha sido foco de atención de autoridades y organismos técnicos como la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), es el relativo a la adecuada revelación y administración de los potenciales conflictos de interés. En Colombia, el Decreto 2555 de 2010 consagra el marco normativo dentro del cual los administradores de estos fondos deben establecer políticas y procedimientos para la gestión de tales conflictos, e incorporarlos en los códigos de buen gobierno y de conducta, acogiendo un esquema de autorregulación. En el presente trabajo se propone fortalecer dicha autorregulación planteando un sistema de prevención y administración de conflictos de interés con un enfoque de riesgo, lo cual facilita su seguimiento y control por parte de inversionistas y autoridades, acorde con los estándares y las buenas prácticas de la industria a nivel global.

Palabras clave: fondos de capital privado, conflictos de interés, riesgo, autorregulación, IOSCO, gobierno corporativo.

Self-regulation of conflicts of interest in Colombian private equity funds: towards a risk approach

Abstract

With the development of private equity funds, one of the aspects of good governance that has been the focus of attention of authorities and technical agencies, as IOSCO, relates to the adequate disclosure and management of potential conflicts of interest ("CI"). In Colombia, Decree 2555 of 2010 establishes the regulatory framework within which the fund managers must establish policies and procedures for managing such conflicts, and to incorporate those policies and procedures in the Codes of Good Governance and Conduct, through a self-regulatory scheme. This paper proposes to strengthen this self-regulatory system of prevention and management of CI with a risk approach, which facilitates oversight and control by investors and authorities, and is consistent with the global standards and best industry practices.

Keywords: private equity funds, conflicts of interest, risk, self-regulation, IOSCO, Corporate Governance.

Autorregulación de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia: hacia un enfoque de riesgo*

DIANA VISSER ÁLVAREZ**

SUMARIO

Introducción – I. NOCIÓN Y ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y CONTROL – A. *Concepto* – B. *Etapas* – 1. Diseño y estructuración – 2. Creación y promoción – 3. Levantamiento de recursos – 4. Inversión – 5. Gestión de los activos – 6. Enajenación o salida de los activos – 7. Liquidación del fondo – C. *Órganos de administración y control* – 1. Sociedad administradora del fondo – 2. Junta directiva de la sociedad administradora – 3. Inversionistas – 4. Asamblea de inversionistas – 5. Gestor profesional o gerente del fondo – 6. Junta directiva del gestor profesional – 7. Comité de inversiones – 8. Comité de vigilancia – 9. Revisor fiscal – 10. Persona clave (*key-person*) – D. *Retorno y riesgos* – E. *Cifras de la industria de fondos de capital privado en Colombia* – II. NORMAS QUE REGULAN LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN COLOMBIA – A. *Definición* – B. *Elementos de los conflictos de interés* – 1. Sujeto – 2. Situación que lo enfrenta ante intereses incompatibles – 3. Pluralidad de alternativas de conducta legítimas – 4. Obligaciones legales o contractuales – 5. Riesgo de incumplimiento – C. *Marco regulatorio de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia* – 1. Deber general de los administradores y función de los órganos de administración en materia de conflictos de interés – 2. Normas específicas que regulan los conflictos de interés en los fondos de capital privado – 2.1 Prohibición – 2.2 Autorregulación – 2.3 Intervención de la Superintendencia Financiera de Colombia – D. *Procedimiento para la adecuada administración de los conflictos de interés en los fondos de capital privado* – 1. Prevención – 2. Abstención – 3. Revelación – 4. Administración – 5. Documentación – III. PROPUESTA DE AUTORREGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO – A. *Administración de los conflictos de interés como un tipo de riesgo* – B. *La administración de los conflictos de interés de los fondos de capital privado dentro del Sistema de Administración de Riesgo Operativo* – 1. Etapa de diseño y estructuración del fondo – 2. Etapa de promoción y levantamiento de recursos – 3. Etapa de inversión – 4. Etapa de gestión de los activos – 5. Etapa de salida – C. *Regulación de conglomerados* – IV. CONCLUSIONES – Referencias.

* Cómo citar este artículo: Visser Álvarez, D. (Junio, 2017). Autorregulación de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia: hacia un enfoque de riesgo. *Revista de Derecho Privado*, (57). Universidad de los Andes (Colombia). <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.57.2017.08>

** Abogada de la Pontificia Universidad Javeriana con especialización en Legislación Financiera y Maestría en Derecho Privado de la Universidad de los Andes. En la actualidad ocupa el cargo de vicepresidenta jurídica y secretaria general de la Sociedad Administradora de Fondo de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y se desempeña como profesora de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Colombia. Correo: dc.visser@uniandes.edu.co

Introducción

Los fondos de capital privado (FCP), tanto en Colombia como internacionalmente, se han constituido en un mecanismo idóneo para la canalización de grandes volúmenes de recursos de un número plural de inversionistas, en su mayoría institucionales o sofisticados, destinado a la financiación de empresas no listadas en bolsa y de proyectos productivos en los más diversos sectores, tales como infraestructura, recursos naturales, tecnología, salud, con un horizonte de mediano y largo plazo.

En Colombia, los FCP surgieron con la expedición del Decreto 2175 de 2007 y hoy se encuentran regulados por el Decreto 1242 de 2013, incorporado al Decreto Único 2555 de 2010 (en adelante Decreto 2555).

El resultado, por definición incierto en este tipo de fondos, depende no solo de la valorización de los activos en los que invierten, sino también de aspectos relacionados con su operación, mecanismos de control y la correcta interacción de los agentes que en ellos participan, asuntos que conforman su gobierno corporativo.

Uno de los componentes del buen gobierno, que ha sido foco de atención de autoridades de regulación y organismos gremiales interna-

cionales de la industria de FCP,¹ es el relativo a la adecuada y oportuna revelación y administración de potenciales conflictos de interés (CI); lo anterior, por cuanto su inadecuado manejo puede menguar el retorno, facilitar el fraude o el beneficio indebido y erosionar la confianza de los inversionistas en este tipo de vehículos.

Existiendo consenso entre legisladores y doctrinantes sobre la importancia de regular la gestión de los CI, el reto radica en determinar cuál es el mecanismo más eficaz, teniendo en cuenta que tales conflictos no consisten en una conducta sino en una serie de circunstancias a las que puede verse enfrentado el administrador o gestor, en algunos casos imprevisibles y con un origen variado y mutante.

Por consiguiente, pensar en un esquema de administración de CI basado exclusivamente en normas prohibitivas o restrictivas resulta insuficiente e inconveniente. Insuficiente ante la imposibilidad de que el legislador prevea de antemano todas las posibles eventualidades que los generan. Inconveniente, pues al prohibir tajantemente algunas actuaciones, la normativa puede convertirse en una barrera rígida que limite la eficiente gestión o inversión de los recursos.

Por lo anterior, una mejor alternativa de manejo de los CI consiste en establecer esquemas

1. Entre estos organismos internacionales podemos encontrar al International Organization of Securities Commission (IOSCO), que ha plasmado su atención en el gobierno corporativo y particularmente en el manejo de los conflictos de interés en varios documentos: IOSCO (2009), IOSCO (2010); también al Institutional Limited Partners Association (ILPA), que ha tratado el tema en ILPA (2011); en Colombia, los organismos gubernamentales han reglamentado el tema de conflictos de interés a través de los decretos 2175 de 2007, 1242 de 2013, 1385 de 2015, entre otros.

de autorregulación, a través de los cuales las partes intervinientes identifiquen aquellas situaciones potencialmente generadoras de estos, y establezcan un procedimiento para su administración y control que permita su actualización periódica.

Este ha sido primordialmente el camino elegido por el regulador colombiano, que en el Decreto 2555 incluyó una serie de situaciones potencialmente generadoras de CI, ante las cuales las partes deben abstenerse de actuar, y de otro lado, también consagró un marco regulatorio para que los contratantes determinen, a través de códigos de buen gobierno y de conducta, la forma de administrarlos y mitigarlos.

Dentro de este contexto, y acogiendo el enfoque de la ley norteamericana aplicable a este tipo de vehículos, en el presente trabajo se propone un esquema de autorregulación basado en el riesgo, dentro de los parámetros que hoy se aplican en la identificación, revelación, administración y monitoreo de los distintos tipos de riesgos propios de la actividad financiera, para su incorporación no solo en los códigos de buen gobierno, sino también en el sistema de control interno diseñado y aplicado por administradoras y gestores de los FCP, todo lo cual redundará en una mayor transparencia y protección de los inversionistas.

El presente trabajo se inicia con la noción de FCP, sus etapas de creación y operación, su estructura de gobierno y las cifras de la industria a nivel global y en Colombia. En la segunda sección se aborda la normativa de los CI en

forma general, y en particular en los FCP, contenida primordialmente en el Decreto 2555. La última sección contiene la propuesta de autorregulación de los CI con un enfoque de riesgo, complementaria a la regulación actual, que exige la incorporación de políticas y procedimientos para su administración en el código de buen gobierno y conducta, con reglas de identificación, administración y control propias del Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO), tanto para las sociedades administradoras como para los gestores externos. Para estos últimos, en cumplimiento de las exigencias que al efecto se incorporen en el reglamento del fondo y en su contrato de vinculación a este.

I. NOCIÓN Y ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

A. Concepto

Un FCP es un vehículo de inversión que canaliza recursos de inversionistas en empresas que no cotizan en el mercado público de valores o en grandes proyectos, con el fin de proveer un retorno de mediano o largo plazo. Los FCP son también llamados *dinero inteligente*, pues además de ofrecer capital a las empresas o proyectos, con su manejo profesional aportan valores agregados en el gobierno corporativo, estrategias financieras y redes de contactos, que contribuyen al crecimiento y consolidación de los negocios (Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado [ColCapital], 2015, p. 15).

Los FCP tienen su origen en los Estados Unidos con la creación del primer fondo por la firma Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR).² Desde entonces, el modelo ha tenido un enorme desarrollo y muy rápidamente se ha extendido a otras latitudes; puede decirse que hoy es un esquema globalmente utilizado, tal como lo demuestra el tamaño de la industria en su conjunto, que a junio de 2015 administraba activos por US\$ 4.2 trillones (Preqin, 2016, p. 5).

En Colombia los FCP se introdujeron con el Decreto 2175 de 2007,³ norma que fue actualizada mediante el Decreto 1242 de 2013, hoy incorporado al Decreto 2555. Adicionalmente, la operación de los FCP está regulada por las circulares externas 23 y 26 de 2014 y 14 de 2016 expedidas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

El Decreto 2555 define a los FCP como fondos de inversión colectiva (FIC) cerrados, “que destinan al menos las 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 – RNVE”. Al ser un mecanismo de captación de recursos del público,⁴ a la luz del artículo 335 de la Constitución

Nacional su actividad es considerada como de interés público. Por esta razón, el legislador colombiano dispuso que los FCP, al igual que los FIC, solo pueden ser administrados por cierto tipo de entidades financieras sujetas a la supervisión del Estado.⁵

En cuanto a la actividad de las sociedades de administración de FCP, como norma general esta se sujeta a lo previsto en el Libro 3 del Decreto 2555, salvo que por remisión expresa se le apliquen otras disposiciones, en particular aquellas que rigen a los demás FIC.

B. Etapas

En la gráfica 1 se aprecian las principales etapas de la vida del FCP.



Fuente: elaboración propia.

1. Diseño y estructuración

Generalmente la iniciativa de formar un FCP es de un gestor profesional, que visualiza una oportunidad de retorno financiero en una empresa o proyecto determinado. El proceso com-

2. Al respecto ver Cumming (2012).

3. En 2005 se autorizó a los fondos de pensiones colombianos a invertir en FCP, por ello en algunas estadísticas se considera este año como el inicio de la industria de FCP en Colombia. Sin embargo, la regulación de la figura se expidió en el 2007.

4. El artículo 3.1.1.2.1 del Decreto 2555 define los FIC como “todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos”.

5. Art. 3.3.1.1.1 del Decreto 2555. En el evento en que la administradora decida contratar un gestor externo para la realización de las inversiones, dicho gestor no está sujeto a supervisión directa de la SFC sino que su seguimiento y control está a cargo de la sociedad administradora y del comité de vigilancia del fondo.

prende, entre otros aspectos, la definición del sector dentro del cual se quiere realizar la inversión, la *política de inversión* que permite definir las características de los activos en los que esta se materializará, el perfil del gestor y demás personas que participarán como administradores y asesores, y el tamaño del fondo, todo lo cual se plasma en un prospecto y borrador de reglamento, que será la base de su mercadeo entre los potenciales inversionistas.

2. Creación y promoción

Una vez surtida la etapa de promoción, y confirmado el interés de parte de los inversionistas, se procede a la redacción de los documentos finales, el reglamento y demás contratos en los cuales se consigna la estructura, términos y condiciones que regirán las relaciones entre las partes, dentro de los lineamientos contenidos en el Decreto 2555, sobre los cuales se entrará en detalle en la siguiente sección. La versión final de los documentos resulta de la negociación llevada a cabo entre los inversionistas, la sociedad administradora y el gestor, si lo hubiere.

Para entrar en operación, el FCP no requiere autorización de la SFC. Basta con allegarle a dicha Superintendencia el reglamento del fondo y el perfil de la persona que actuará como

gestor profesional, en caso de que se opte por su contratación. Transcurridos quince días hábiles, si la Superintendencia no ha objetado algún punto que deba subsanarse, el FCP puede iniciar operaciones.⁶

3. Levantamiento de recursos

Inicialmente el inversionista suscribe un *compromiso de inversión* mediante el cual se obliga de forma incondicional e irrevocable a efectuar su aporte hasta por una suma determinada.⁷ Los recursos se desembolsan en el momento en que el gestor realiza el *llamado de capital*,⁸ a través de la sociedad administradora. El compromiso y los llamados se formalizan mediante la suscripción de los documentos de adhesión por parte de los inversionistas. La fase de inversión tiene una fecha de inicio y una de cierre. La participación de los inversionistas se representa en unidades. En los términos del artículo 2° de la Ley 964 de 2005, a los documentos representativos de las participaciones en los FCP se les reconoce la calidad de valores, que pueden o no estar inscritos en el RNVE.⁹

4. Inversión

Se refiere al momento en que se adquieren los activos por parte del FCP, dentro de la po-

6. Art. 3.3.1.1.6 Decreto 2555.

7. Art. 3.3.1.1.8 Decreto 2555.

8. Llamado de capital es la notificación que da la sociedad administradora a los inversionistas para que procedan a cumplir con el compromiso de inversión.

9. Art. 3.1.1.6.4 según remisión del art. 3.3.1.1.10 del Decreto 2555.

lítica de inversión prevista en el reglamento del fondo, aprobada por el comité de inversiones.¹⁰ La selección de los activos es un proceso complejo que requiere de la evaluación y debida diligencia (*due diligence*)¹¹ de las empresas o proyectos objeto de la inversión del FCP, con miras a determinar su viabilidad, el precio justo, el potencial de valorización y las eventuales contingencias. Es el producto de una labor colegiada de múltiples profesionales, tales como contadores, abogados y banqueros de inversión. Su perfeccionamiento implica la elaboración de documentos, contratos, y la realización de los trámites legales necesarios para el efectivo traspaso de los activos al fondo.

5. Gestión de los activos

Durante esta etapa el gerente o gestor se encarga de administrar y ejecutar todos los actos encaminados a mejorar la operación y el valor de los activos, a cambio de una remuneración. En ella se aplican una o varias estrategias financieras, administrativas o tecnológicas, tales como cambios en la ad-

ministración, apertura de nuevos mercados, mejoras en los esquemas de financiación y en los estándares de gobierno, la aplicación de nuevas tecnologías o cambios en los procesos, entre otras. Todas ellas, en búsqueda del crecimiento y valorización de las empresas objeto de inversión.

6. Enajenación o salida de los activos

Esta puede llevarse a cabo a través de la venta de los activos a otros fondos, a otros inversionistas, o mediante una oferta pública inicial (*Initial Public Offering*) de las acciones de las empresas receptoras de la inversión en el mercado de valores.¹² Normalmente ocurre en un plazo de entre cinco y diez años, prorrogable por periodos de un año, con la aprobación previa de la asamblea de inversionistas. La estrategia de salida de los activos es crucial para el retorno del fondo; al efecto, el gerente o gestor debe evaluar las distintas alternativas y determinar cuál es la más conveniente para los intereses de los inversionistas y el momento oportuno para llevarla a cabo, con la mayor transparencia, previa consulta al comité de inversiones.

10. Según la clase de activos en los que invierten, los FCP se clasifican en: fondos de capital de riesgo o emprendimiento (*Venture Capital Fund*), que invierten en empresas en etapas tempranas de formación, o en procesos de expansión o desarrollo de nuevos productos; de adquisición o crecimiento (*Buy Out*), que invierten en empresas ya establecidas, con potencial de crecimiento; y proyectos especiales (*Project Finance*), que corresponden a estructuras financieras que permiten la financiación de grandes proyectos específicos, tales como infraestructura.

11. Debida diligencia es el proceso previo a la adquisición de una empresa. Consiste en el levantamiento de la información necesaria para determinar su estado y valor a través de los datos relativos a su actividad, activos, pasivos y contingencias. También permite determinar su potencial de crecimiento y valoración. Dicha información se analiza desde el punto de vista económico, financiero y legal. Para conocer más sobre la debida diligencia ver Castro de Cifuentes (2000).

12. La oferta pública inicial (OPI) es la primera venta de las acciones de la empresa mediante oferta a través de una bolsa de valores o de un intermediario de valores. Para mayor información ver New York Stock Exchange (2013).

7. Liquidación del fondo

Es la etapa final del fondo, en la que se finiquitan las cuentas, se distribuyen los beneficios y se reintegran los aportes.

C. Órganos de administración y control

La gráfica 2 ilustra la estructura de un FCP.



Las partes que intervienen en el FCP y su rol, definidas en el Decreto 2555, son las siguientes:

1. Sociedad administradora del fondo¹³

Es una figura propia de la regulación colombiana. De conformidad con lo establecido en el Decreto 2555 solo pueden ser administradoras de FCP las sociedades administradoras de inversión, las sociedades fiduciarias o las

13. Art. 3.3.1.1.1 Decreto 2555.

14. Art. 3.1.3.1.3 por remisión del 3.3.1.1.15 Decreto 2555.

15. Art. 3.3.1.1.18 Decreto 2555.

sociedades comisionistas de bolsa. La administradora es la que se encarga del proceso formal de constitución del fondo, la elección y seguimiento del gestor o gerente, la valoración de las unidades y la contabilidad. También se ocupa de llevar el control de las actas de la asamblea de inversionistas y del comité de vigilancia.¹⁴

En caso de la designación de un gestor, la administradora responderá de su escogencia y adecuada supervisión ante la SFC y ante los inversionistas, hasta la culpa leve. En este caso, sin embargo, la responsabilidad por las decisiones de inversión será asumida por el gestor profesional.¹⁵

2. Junta directiva de la sociedad administradora

Es el máximo órgano de administración de la sociedad administradora del FCP. Dentro de las funciones que se le asignan están la fijación de las políticas de manejo y valoración del fondo, de control y prevención del lavado de activos, así como las políticas y procedimientos para la prevención y administración de los CI que deben incorporarse al código de buen gobierno. También se encarga de la elección de los miembros del comité de inversiones, así como de establecer los lineamientos para el ejercicio de las funciones de dicho comité, a menos que

la sociedad administradora haya designado un gestor profesional, en cuyo caso será este último, si es persona natural, o su junta directiva si es persona jurídica, quien elija los miembros del comité de inversiones.¹⁶

3. Inversionistas

Son quienes aportan los recursos para la adquisición de los activos, dentro de la política de inversión del fondo. De acuerdo con el Decreto 2555 deben ser como mínimo dos,¹⁷ ya sea personas naturales o jurídicas, y con una inversión mínima de 600 SMLMV.¹⁸ El gestor profesional podrá ser inversionista del fondo en las condiciones indicadas en el reglamento.¹⁹

4. Asamblea de inversionistas

Es el máximo órgano del FCP, constituido por todos sus inversionistas. Tiene a su cargo la designación de los miembros del comité de vigilancia y del auditor externo del fondo; puede solicitar a la sociedad administradora la remoción del gestor profesional y decretar la liquida-

ción del fondo, en cuyo caso se encarga de la designación del liquidador.²⁰

5. Gestor profesional o gerente del fondo²¹

Se encarga de la administración de los activos del fondo, y por tanto es quien toma las decisiones de inversión, dentro de la política consagrada en el reglamento y los lineamientos definidos por la junta directiva de la sociedad o del gestor. Si se designa un gestor externo no es necesario contar con un gerente. Tanto el gestor como el gerente son designados y supervisados por la sociedad administradora. El gestor puede ser una persona natural o jurídica, nacional o extranjera, experta en la administración de portafolios y en el manejo de los activos aceptables para invertir señalados en el reglamento, con reconocimiento y amplia experiencia en el ámbito nacional o internacional, de conformidad con lo establecido en el reglamento.²² En el reglamento del fondo se indicarán cuáles son los requisitos de experiencia, idoneidad y solvencia moral de este, así como las condiciones y términos que regirán la relación contractual entre la sociedad administradora del FCP y el gestor profesional,

16. Art. 3.1.5.1.1 Decreto 2555.

17. Art. 3.3.1.1.9 Decreto 2555.

18. Art. 3.3.1.1.8 Decreto 2555.

19. Art. 3.3.1.1.21 Decreto 2555.

20. Art. 3.1.5.6.3 Decreto 2555.

21. Arts. 3.1.5.2.1 y 3.1.5.2.2 y 3.1.5.2.3 del Decreto 2555, por remisión del art. 3.3.1.1.16 del mismo decreto.

22. Art. 3.3.1.1.18 Decreto 2555.

sus funciones, obligaciones, remuneración, régimen de inhabilidades e incompatibilidades, entre otros.

6. Junta directiva del gestor profesional

Existe únicamente en el evento en que el gestor sea una persona jurídica. Entre sus funciones²³ están la de elegir a los miembros del comité de inversiones y definir la estructura organizacional para la actividad de gestión del fondo; fijar procedimientos y políticas para la valoración del portafolio; determinar y adoptar políticas de control y reglas de conducta; aprobar los manuales para el control y prevención del lavado de activos, de gobierno corporativo, de control interno y demás asuntos necesarios; y adoptar decisiones respecto de las situaciones constitutivas de conflictos de interés.

7. Comité de inversiones

Órgano colegiado designado por la sociedad administradora o por el gestor profesional, en caso de que este exista. Tiene a su cargo el análisis de las inversiones y de los emisores, así como la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de inversiones.

23. Art. 3.1.5.1.2 Decreto 2555.

24. Art. 3.3.1.1.25 Decreto 2555.

25. Art. 3.3.1.1.22 Decreto 2555.

8. Comité de vigilancia

Ejerce la veeduría sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y, de ser el caso, al gestor profesional. Es el encargado de dirimir las situaciones potencialmente generadoras de conflictos de interés. Es nombrado por la asamblea de inversionistas del fondo.²⁴

9. Revisor fiscal

Tiene a su cargo la revisión y dictamen de los estados financieros. En el caso de los FCP, la revisoría fiscal de la sociedad administradora ejercerá las mismas funciones respecto de cada uno de los fondos que la respectiva entidad administre.²⁵

10. Persona clave (Key-person)

Es un individuo cuyo conocimiento, formación, reputación y habilidades son fundamentales para la viabilidad y crecimiento de un proyecto de inversión, o que en caso de no ser parte del proyecto puedan deteriorar el desempeño de este. Asesora estratégicamente al gerente o gestor profesional del fondo sobre las decisiones del día a día de las compañías en las cuales se está invirtiendo. La designación y

permanencia de la persona clave se convierte en un factor determinante para la participación de los inversionistas en el fondo.

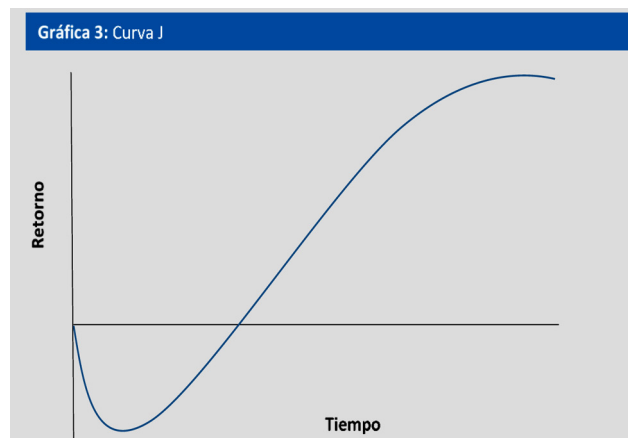
Es del caso resaltar que de todos los órganos mencionados tienen la calidad de administradores del FCP: la sociedad administradora, su junta directiva, el gerente o gestor y su junta directiva, los miembros del comité de inversiones, salvo cuando estos han sido designados por el gestor.²⁶

D. Retorno y riesgos

La forma como se mide el retorno en los FCP difiere de la utilizada en el mercado público de valores para los títulos de renta fija o renta variable. El rendimiento está dado primordialmente por la valorización de los activos, los ingresos que estos generan durante la permanencia en el fondo, descontados los gastos incurridos en la constitución y gestión del fondo. No obstante lo anterior, el resultado de la inversión solo se conoce con certeza al momento de la enajenación de los activos (Breslow & Schwartz, 2010, pp. 1-15 y 2-41).

Si el rendimiento del fondo es positivo, tradicionalmente la rentabilidad se visualiza como una curva J (ver gráfica 3). Lo anterior por cuanto en la etapa inicial el fondo debe

asumir los costos de su organización y puesta en marcha, mientras los ingresos solo empiezan a generarse con posterioridad y en forma gradual.



Fuente: elaboración propia.

Dentro de los principales costos y gastos del fondo se encuentran: (i) los costos de constitución y gastos de funcionamiento; (ii) las comisiones del gestor, que usualmente representan un porcentaje calculado sobre los compromisos de capital, los recursos invertidos y una participación en las utilidades generadas en la venta de los activos; y (iii) la comisión de administración de la sociedad administradora.

En relación con el retorno, y acorde con lo establecido en el artículo 3.1.1.1.2 del Decreto 2555, es claro que la gestión de los fondos es de medio y no de resultado.²⁷

26. Arts. 3.1.5.4.1, 3.3.1.1.3, 3.3.1.1.13, 3.3.1.1.16 y 3.3.1.1.20 del Decreto 2555.

27. En el análisis de prudencia y diligencia de la sociedad administradora del FIC deberá tenerse en cuenta la manera como esta actuó en la selección de las inversiones, independientemente de si estas fueron exitosas o no.

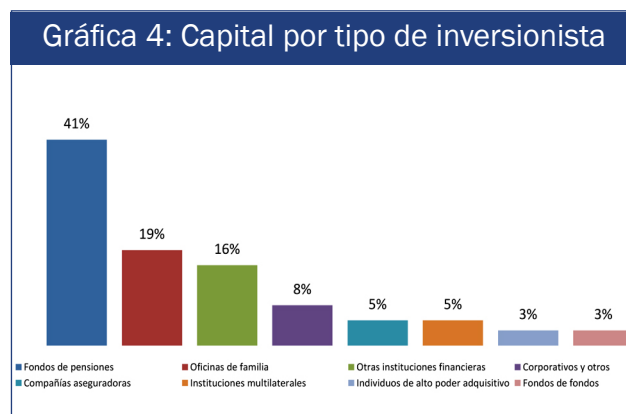
Otro aspecto fundamental en el desempeño del fondo son los distintos riesgos que conlleva su operación, los cuales deben estar debidamente identificados, revelados y mitigados por la sociedad administradora, el gestor y sus juntas directivas.²⁸ Estos se agrupan en las siguientes categorías: (i) riesgo de mercado, que abarca los efectos por la valoración o desvalorización de los activos, las fluctuaciones de tasas de interés y del tipo de cambio si se trata de activos en moneda extranjera; (ii) riesgo operativo, definido como las posibles pérdidas generadas por fallas relacionadas con las personas, los sistemas y los procesos; (iii) riesgo legal, derivado de sanciones y demandas que afecten los activos; (iv) riesgo de liquidez, representado en la dificultad de vender el activo o las participaciones del fondo; (v) riesgo de lavado, referido a las potenciales pérdidas por la utilización del fondo en operaciones de blanqueo de dineros con procedencia ilícita; y (vi) riesgo reputacional, esto es, el que afecta el valor del nombre comercial, marcas y demás activos de propiedad intelectual del fondo o el buen nombre de los miembros de sus órganos de administración y puede originarse en problemas o fallas en la administración, la gestión o los procesos.

E. Cifras de la industria de fondos de capital privado en Colombia

De acuerdo con el reporte de ColCapital (2015), la industria de FCP en Colombia ha presentado

un crecimiento constante desde sus inicios. El número de gestores profesionales ha crecido a una tasa anual compuesta del 40,6% entre los años 2005 y 2014, sumando hoy 43 firmas gestoras activas en el país.

Al cierre de 2014 estaban operando en Colombia 55 FCP, con compromisos de inversión por \$11.712 millones de dólares; dentro de sus principales inversionistas se encuentran los fondos de pensiones, compañías de seguro de vida y entidades multilaterales como la Corporación Andina de Fomento (CAF), lo cual se evidencia en la gráfica 4.



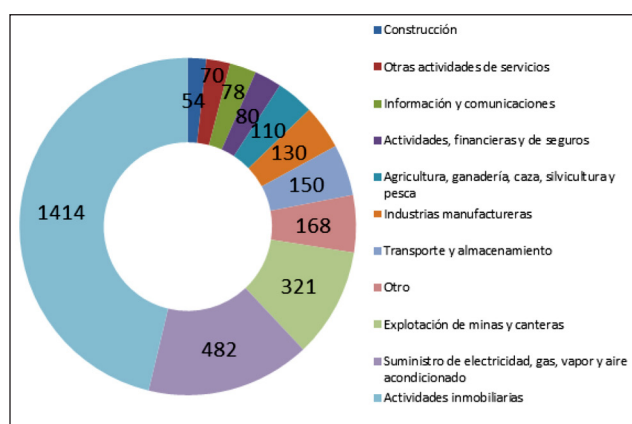
Fuente: elaboración propia con base en ColCapital (2015).

Los principales inversionistas en la industria colombiana son los fondos de pensiones, con el 41% del total de compromisos de capital, representados por las cuatro sociedades administradoras de fondos de pensiones del país: Protección, Porvenir, Colfondos y Old Mutual.

28. Parág. 1 del art. 3.1.5.1.1 y art.3.1.1.5.1.2 por remisión del art.3.3.1.1.15 del Decreto 2555.

Las cifras y datos contenidos en el documento ColCapital (2013)²⁹ evidencian el impacto de la industria de FCP en el desarrollo económico, el mercado de capitales y la gestión empresarial en Colombia y en el ámbito internacional. Algunas de estas cifras se muestran en la gráfica 5.

Gráfica 5: Inversión histórica por sector en Colombia (USD millones)



Fuente: elaboración propia con base en ColCapital (2015).

Por todo lo expuesto es claro el papel que desempeñan los FCP en el mercado financiero colombiano, como canalizadores de recursos y

como alternativa de financiación distinta a las fuentes tradicionales provenientes del sector intermediado o del mercado bursátil.

II. NORMAS QUE REGULAN LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN COLOMBIA

Los CI son foco de atención del legislador en toda relación de agencia, esto es, cuando alguien tiene a su cargo el manejo y la decisión de negocios ajenos.³⁰ Lo anterior por cuanto es previsible que en su ejecución la persona designada se enfrente a situaciones en que los intereses propios, los de partes relacionadas o de terceros, compitan con los intereses del mandante. En todas ellas, como es obvio, la regulación establece a cargo de dicho administrador el deber de actuar en forma leal, transparente y en beneficio de los intereses de quien ha delegado en él su confianza.

Tal es el caso de los FCP, cuyo objeto principal es la gestión de recursos de terceros y en los que, como se verá más adelante, la regulación

29. En este documento se resaltan como beneficios de los FCP: (i) servir de canal de recursos desde los ahorradores hacia proyectos productivos que requieren capital de largo plazo; (ii) mejorar los estándares de gobierno corporativo de las empresas receptoras de la inversión de los FCP; (iii) impulsar el crecimiento económico al inyectar recursos en proyectos de infraestructura y sector real con impacto en el mercado laboral y generación de riqueza; (iv) impulsar el mercado de capitales por las estrategias de salida; (v) fomentar la participación de nuevos inversionistas, contribuir con el desarrollo de la industria de fondos de capital privado y, por ende, de la economía.

30. La noción de conflicto de intereses permaneció ignorada por mucho tiempo por el derecho, pero hoy la situación es otra, ya que las normas en la materia tienden a multiplicarse. Si bien la problemática de los conflictos de interés en el derecho privado tuvo su origen en la figura del mandato —“por un fenómeno de contagio las reglas relativas a los conflictos de intereses se extendieron a diversos prestatarios de servicios, ajenos al calificativo de mandatarios”— esta extensión se debe a la deontología de las profesiones liberales o comerciales, esto es “al conjunto de deberes de comportamientos inherentes al ejercicio de una actividad profesional (...) estas reglas se refieren a los profesionales que tienen a su cargo intereses ajenos, poco importa la calificación de la convención que los une a la contraparte: el abogado, el notario, el asesor financiero, el prestatario de servicios de inversión, el banquero, el agente de publicidad, el agente inmobiliario o el médico” (Cuif, 2005, pp. 56 y 63).

exige de parte de sus administradores una actuación profesional, propia de experto prudente y diligente, y un comportamiento leal y ético en el que prevalezcan los intereses de los inversionistas.

En el presente capítulo se parte de la noción y elementos generales de los CI, sus principios y las fuentes regulatorias, para posteriormente presentar su normativa particular en los FCP y la estructura de gobierno corporativo prevista para su administración. Esta exposición y análisis de la regulación vigente es la base para la propuesta que se presenta en la parte final de este trabajo.

A. Definición

El artículo 7.6.1.1.2 del Decreto 2555³¹ define el conflicto de interés en materia financiera, bursátil y aseguradora como:

La situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales.

Entre otras conductas, se considera que hay conflicto de interés cuando la situación llevaría a la escogencia entre (i) la utilidad propia y la de un cliente, o (ii) la de un tercero vinculado al agente y un cliente, o (iii) la utilidad del fondo (de valores) que administra y la de otro cliente o la propia, o (iv) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado.

Dos observaciones en relación con la definición anterior: la primera, hacer notar que el concepto general contenido en el inciso primero de la norma describe los conflictos en relación con intereses que se encuentran en un plano de igualdad, evento en el cual es claro que el sujeto no puede privilegiar ninguno de ellos, en atención a sus obligaciones profesionales; sin embargo el conflicto también se presenta frente a intereses contrapuestos, esto es, en distintos planos y ante los cuales la ley sí determina cuál de ellos debe prevalecer, como lo anota Restrepo Uribe (1991) al definir los CI.³² De hecho, en el listado contenido en el segundo inciso de la disposición transcrita, se describen algunas situaciones potencialmente generadoras de CI, entre las que se incluye contraponer la utilidad propia y la del cliente, y que corresponde a una oposi-

31. Definición aplicable a los FCP al estar contenido en el Libro 6 de la Parte 7 del Decreto 2555, que consagra las definiciones y principios orientadores en materia de CI y uso de información privilegiada que rigen a quienes desarrollan funciones de intermediación, dentro de los cuales se encuentran las sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa, administradoras de inversión como administradoras de fondos de inversión colectiva a la luz del art. 7.1.1.1.2 de mismo decreto.

32. Luis Fernando Restrepo Uribe en la conferencia dictada en el Seminario de la Ley 45 de 1990, realizado en la Cámara de Comercio de Bogotá en 1991, definió el CI como: "Aquella situación en la cual dos o más intereses están legítimamente presentes y entre ellos compiten, cuando se trata de intereses paralelos, o entran en conflicto cuando se trata de intereses contrapuestos" (citado en Rueda y Varela, 1996, p. 19).

ción de intereses, frente a la cual la ley determina que deben privilegiarse los intereses del cliente.³³

La segunda observación se refiere al tratamiento que en la definición se le da a los CI como una situación y una conducta, cuando en realidad se trata de una circunstancia a la que se enfrenta un sujeto, y ante la cual se le plantean múltiples alternativas de actuación; o sea, el conflicto es el evento ante el cual se espera que el sujeto despliegue un determinado comportamiento, para enervar sus causas o para administrarlo adecuadamente, y por tanto no debe confundirse con la conducta que lo antecede o lo sucede.³⁴ Entre dichas posibles conductas está la abstención, la delegación de la decisión en un tercero o la actuación en favor de los intereses del cliente.

Como lo veremos más adelante, lo que se considera contrario a la ley o a la ética no es estar en una situación de conflicto, pues al igual que en el caso de la información privilegiada, este se puede presentar aun sin que el sujeto lo haya previsto o provocado; lo reprochable es que el sujeto lo haya propiciado o que estando en esa situación decida actuar en contra del mandato legal de lealtad que le asiste en el ejercicio de su actividad profesional, y que

adicionalmente tome ventaja indebida en beneficio propio o de un tercero.

Al definir el conflicto como una situación y no como una conducta, surge una pregunta que resulta relevante para efectos de la interpretación de la regulación y la elaboración del procedimiento para la administración de los CI, y es: ¿Cuál es la diferencia entre el CI potencial y el real? La respuesta, acorde con el planteamiento anterior, es que el conflicto potencial es aquel que se visualiza como probable en una determinada relación profesional o comercial, esto es, de manera general, y por ende no se ha concretado aún; el real, por el contrario, se presenta cuando el sujeto se enfrenta a intereses contrapuestos e incompatibles referidos a una situación particular y concreta, aun cuando no haya desplegado acción alguna, y ante la cual debe actuar acorde con sus obligaciones profesionales y con lo establecido en la ley y en el contrato.

Con base en los anteriores argumentos se propone como definición general de CI la siguiente: *aquella situación en la cual un sujeto, en razón de su actividad, se enfrenta a distintas alternativas de conducta en relación con intereses legítimamente presentes, que compiten entre ellos, cuando se trata de intereses para-*

33. Este aspecto también fue evidenciado por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV) al incluir en el artículo 38.1 de su reglamento (2012) un complemento a esta definición, donde dispone: “También se considerará como conflicto de interés, en adición a las situaciones previstas en el artículo 7.6.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, la situación en la que incurre quien tiene la posibilidad de tomar decisiones, o incidir en la adopción de las mismas, actuando mediante una relación de agencia, siempre que sus intereses y los de tales terceros, o los intereses de tales terceros entre sí, resulten contrarios e incompatibles”.

34. “Una situación de conflicto de intereses resulta de un interés personal latente pero aún no realizado” (Cuif, 2005, p. 70).

lelos, o que entran en conflicto cuando se trata de intereses contrapuestos, y que representa un riesgo de incumplimiento de sus deberes y obligaciones legales o contractuales.

B. Elementos de los conflictos de interés³⁵

1. Sujeto

Es la persona que en desarrollo de una actividad se enfrenta a la disyuntiva de actuar ante intereses incompatibles, respecto a los cuales la norma y la ética le exigen que privilegie los intereses superiores que representa, sobre su propio interés, en el cabal cumplimiento de sus obligaciones. En el caso de la operación de los FCP, son varios los sujetos expuestos a situaciones de conflicto que deben administrarlos adecuadamente: la sociedad administradora, el gerente o gestor del fondo y los inversionistas profesionales, como se verá más adelante.

2. Situación que lo enfrenta ante intereses incompatibles

Son los motivos paralelos o contrapuestos que compiten entre sí. Según Rueda y Varela (1996, p. 24):

Hablamos de intereses contrapuestos cuando las alternativas que los reflejan, chocan de tal manera, que la escogencia de una iría en desmedro de la otra; por el

contrario, los intereses paralelos se presentan cuando la escogencia de una de las alternativas por ellos estructuradas, haría imposible la ocurrencia de la otra.

3. Pluralidad de alternativas de conducta legítimas

El sujeto se enfrenta a dos o más alternativas de conducta ante las cuales debe actuar en determinado sentido o abstenerse de hacerlo. Si la decisión no está a su cargo sino de un tercero independiente, no se encontrará ante una situación de conflicto. De otra parte, como es obvio, se requiere que los intereses enfrentados sean igualmente legítimos, pues de lo contrario no habrá conflicto y estaría frente a una sola alternativa de conducta jurídicamente viable.

4. Obligaciones legales o contractuales

Hacen referencia a los mandatos contenidos en la ley y en el contrato, a los cuales debe sujetar su actividad, y que le exigen actuar con lealtad, buena fe y el deber de privilegiar un interés superior, bien sea este de carácter particular o general (Cuif, 2005, p. 69).

5. Riesgo de incumplimiento

Este riesgo se define como la posibilidad de generar una pérdida económica o un daño reputa-

35. Rueda y Varela (1996, pp. 24 a 26).

cional por la violación del deber legal o contractual de abstenerse de actuar ante una situación de CI, o como consecuencia de incumplir los requisitos o condiciones previstos en el contrato o en la ley para la adecuada administración de dichos conflictos. Este riesgo puede concretarse por el simple incumplimiento sin que se genere un perjuicio, o porque el agente se valga de la situación de conflicto para obtener provecho indebido para sí, en desmedro de los intereses de su mandante (Varón, 2008, p. 335). Justamente este elemento es el sustento del deber de prevención de los CI consagrado en la regulación.

C. Marco regulatorio de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia

1. Deber general de los administradores y función de los órganos de administración en materia de conflictos de interés

Como se dijo anteriormente, la administración de los FCP, como en toda relación de agencia o gestión de negocios ajenos, conlleva una relación de naturaleza fiduciaria entre el administrador y el inversionista que demanda por parte del fiduciario un deber de lealtad y privilegio de los intereses superiores que gobiernan su gestión (Varón, 2008, p. 315).

En primer término, es del caso mencionar que las sociedades administradoras de FCP y los

miembro del comité de inversiones por estas designados,³⁶ están sujetos a las obligaciones consagradas en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, que les exige obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. En cumplimiento de su función deberán

abstenerse de participar por sí o por interpuesta persona en interés personal o de terceros, en actividades que impliquen competencia con la sociedad o en actos respecto de los cuales exista conflicto de intereses, salvo autorización expresa de la junta de socios o asamblea general de accionistas. (L. 222/1997, art. 23 num. 7).

Dicha disposición fue reglamentada por el Decreto 1925 de 2005.

Acorde con este mandato, el Decreto 2555 consagra expresamente los principios que rigen la gestión de las administradoras de los FCP, a saber:³⁷ (i) profesionalidad, esto es la obligación de actuar como un experto prudente y diligente; (ii) segregación, o sea administrar los activos del fondo de manera separada de los propios y de los demás fondos; (iii) prevalencia de los intereses de los inversionistas sobre cualquier otro, incluidos los de la administradora, sus accionistas, empleados, matriz, filiales o subsidiarias; (iv) prevención y administración de CI, para lo cual deberán establecer en sus normas de gobierno corporativo las políticas y los mecanismos idóneos que les permitan prevenirlos y ad-

36. Art. 3.1.5.3.1 por remisión del art 3.3.1.1.7 del Decreto 2555.

37. Arts. 3.1.1.1.2 a 3.1.1.1.7 Decreto 2255.

ministrarlos adecuadamente; (v) trato equitativo entre los inversionistas que se encuentren en las mismas condiciones objetivas; (vi) preservación del buen funcionamiento del fondo, evitando situaciones que pongan en riesgo la normal y adecuada continuidad de su operación o la integridad del mercado; y (vii) mejor ejecución del encargo, es decir, realizar su gestión en las mejores condiciones posibles para los adherentes, dentro de las condiciones de mercado.

Así mismo, establece como requisito para la constitución y funcionamiento de los FCP, la obligación a cargo de la sociedad administradora de adoptar *criterios éticos y de conducta encaminados a preservar los derechos de los inversionistas* del fondo bajo su administración, a través de la determinación de *reglas claras y concretas* que se incorporen en códigos de buen gobierno y de conducta, las cuales permitirían realizar un control a la gestión de los administradores del fondo y el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades asignadas, así como la prevención y administración de los posibles CI que puedan afrontar tanto la sociedad administradora como sus administradores y funcionarios.

Por su parte, la junta directiva de la sociedad administradora o el gestor profesional, si este ha sido contratado, son los llamados a diseñar las políticas, directrices y procedimientos de gobierno corporativo y de control interno, orientadas a administrar los riesgos que puedan

afectar al fondo, así como a definir las situaciones constitutivas de CI y los procedimientos para su prevención y administración.

En cuanto a las obligaciones del gerente o gestor en materia de CI, la normativa prevé que les corresponde la identificación, control y administración de las distintas situaciones generadoras de tales conflictos, dentro de las reglas y directrices contenidas en el reglamento, el código de buen gobierno y de conducta del fondo y las establecidas por sus juntas directivas. Así mismo, está previsto que sean el gerente o gestor quienes pongan en conocimiento del comité de vigilancia cualquier situación que pueda dar lugar a tales conflictos y seguir las recomendaciones efectuadas por dicho órgano sobre su manejo.³⁸

Completando las funciones ya indicadas, le corresponde al comité de vigilancia del fondo conocer, evaluar y resolver aquellas situaciones que puedan dar lugar a eventuales CI, de conformidad con lo previsto en el respectivo reglamento y en el código de buen gobierno adoptado por la sociedad.³⁹

2. Normas específicas que regulan los conflictos de interés en los fondos de capital privado

Las normas particulares que regulan los mecanismos para resolver los CI en los FCP en Colom-

38. Art. 3.1.5.1.2 Decreto 2555.

39. Art. 3.3.1.1.25 Decreto 2555.

bia están referidas a las situaciones que puedan enfrentar las sociedades administradoras, sus empleados o administradores, el gerente del fondo o el gestor profesional e incluso los inversionistas del fondo, en tratándose de inversionistas institucionales. Tales normas podemos agruparlas en tres categorías, tomando como base, en parte, la clasificación formulada por Buitrago (2012).⁴⁰

2.1 Prohibición. En esta categoría se incluyen aquellas operaciones generadoras de CI que el legislador ha decidido proscribir tajantemente, dándoles un tratamiento de insubsanables. En el caso de los FCP, y por determinación del artículo 3.3.1.1.28 del Decreto 2555, les son aplicables a la sociedad administradora y al gestor profesional de los FCP las prohibiciones consagradas para los FIC en el artículo 3.1.1.10.1 del mismo decreto, con algunas excepciones.⁴¹ Estas operaciones son:

- Aceptar las participaciones en el fondo como garantía de créditos concedidos a los inversionistas.
- Invertir los recursos en valores cuyo emisor, avalista, aceptante o garante, o para el caso de una titularización, el originador, sea la propia administradora o el gestor, o utilizar directa o indirectamente los activos para otorgar reciprocidades en favor de la administradora, el gestor o sus vinculados.⁴²
- Destinar recursos, de manera directa o indirecta, para apoyos de liquidez de la administradora, el gestor, las subordinadas de estos, su matriz o las subordinadas de la matriz.
- Adquirir para los fondos, directa o indirectamente, la totalidad o parte de los valores que se haya obligado a colocar la administradora, por un contrato de colocación bajo la modalidad en firme o garantizado, antes de que hubiere finalizado dicho proceso.
- Ejercer, directa o indirectamente, los derechos políticos de las inversiones, en favor de la sociedad administradora o de personas vinculadas a esta, o de uno o más inversionistas del fondo.⁴³
- Aceptar recursos administrados por las AFP para la inversión en activos, participaciones y títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea la AFP, las filiales o subsidiarias de esta, su matriz o las filiales o subsidiarias de la matriz. Esta prohibición tiene

40. Las categorías presentadas por Buitrago (2012) sobre los mecanismos para resolver las situaciones constitutivas de CI en el mercado de valores son: (i) Prohibición absoluta de realizar la operación, (ii) transacciones permitidas con limitaciones o restricciones objetivas y (iii) operaciones sujetas a las políticas y procedimientos establecidos en los códigos de buen gobierno aprobados por la junta directiva de los intermediarios.

41. "El derecho, al resolver un conflicto, tiende a la protección de ciertos intereses. Puede tratarse de intereses individuales pero también generales, caso en el cual la intervención del legislador será aún más notable." (Cuif, 2005, p. 60)

42. Aplicaría para las inversiones en estos valores, que podrían ser hasta una tercera parte del valor del fondo.

43. La definición del término *vinculadas*, aplicable a esta disposición, es la contenida en el párrafo del art. 3.1.1.10.1 del Decreto 2555.

como excepción las inversiones en FCP que destinen al menos dos terceras (2/3) partes de los aportes de sus inversionistas a proyectos de infraestructura, bajo el esquema de asociaciones público privadas (APP) descrito en la Ley 1508 de 2012, y cuyas inversiones sean aprobadas por la junta directiva de la AFP y cumplan además con los siguientes requisitos:⁴⁴ (i) que al momento de realizar la inversión y durante la vigencia de esta el gerente del fondo, el gestor profesional y los miembros del comité de inversiones tengan la calidad de independientes de la AFP y (ii) que la suma de las participaciones de los fondos administrados por la AFP, de la AFP y de sus vinculados, sea menor al cincuenta por ciento (50%) del valor del patrimonio del FCP.⁴⁵ Este mecanismo de solución a los CI generados para las AFP, como inversionistas en fondos de infraestructura bajo el esquema de APP, ha debido establecerse de manera general para todos los FCP y no solo para los fondos de infraestructura, pues el manejo de los CI no debe depender del objeto del fondo.

2.2 Autorregulación. Corresponde a aquellas situaciones particulares, generadoras de CI, que no han sido prohibidas por la ley, o que habiendo sido identificadas por el regulador como

generadoras de tales conflictos, este no definió requisitos objetivos al que deban someterse para hacer viable su realización.⁴⁶ Como es obvio, en este caso se requiere de una adecuada administración y revelación, de conformidad con las políticas y procedimientos establecidos en el código de buen gobierno y el reglamento del fondo. Esta categoría se justifica en cuanto que, como lo explica Varón (2008, pp. 342 a 343), el término *conflicto de interés*

envuelve multiplicidad de variantes, imposibles de ser predeterminadas por las partes o por la ley, y por tanto cada caso deber ser objeto de análisis singularizado por corresponder a una situación puntual y concreta, no necesariamente identificable con otras que puedan incluirse en el mismo género.

Dentro de estas situaciones están las listadas, de manera enunciativa, en el artículo 3.1.1.1.10.2,⁴⁷ a saber:

- Operaciones en que concurren varios fondos, fideicomisos o portafolios administrados por una misma sociedad, o gestor.
- La inversión directa o indirecta de los recursos en valores cuyo emisor, avalista, aceptante, garante u originador de una titularización sea la matriz, las subordinadas de

44. Art. 1º del Decreto 1385 de 2015.

45. La sociedad administradora del FCP debe verificar el cumplimiento de los requisitos e informar al comité de vigilancia del fondo, y mantener dicha verificación a disposición de la SFC.

46. “En ausencia de normas específicas las partes deben regular ellas mismas el trato que darían a una situación conflictual.” (Cuif, 2005, p. 66).

47. Por remisión del artículo 3.3.1.1.29 del Decreto 2555.

- esta o las subordinadas de la sociedad administradora, o del gestor externo en caso de existir.
- La realización de depósitos en cuentas corrientes o de ahorros en la matriz o las subordinadas de esta.
 - Celebrar operaciones apalancadas para el fondo, directa o indirectamente, con la matriz, las subordinadas de esta o las subordinadas de la sociedad administradora, o del gestor.
 - En los fondos inmobiliarios los aportes en activos por parte de la matriz de la administradora del fondo, o las sociedades subordinadas de aquella, los accionistas de la administradora, el gestor, sus socios o administradores, u otras sociedades en las cuales las personas mencionadas sean individual o conjuntamente, de manera directa o indirecta, beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social.
 - Comprar o vender para el fondo, directa o indirectamente, activos que pertenezcan a los socios; representantes legales o empleados de la sociedad administradora del fondo; el gestor externo en caso de existir; el cónyuge, compañero permanente, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil; o a las sociedades en que estos sean beneficia-
- rios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social. En este evento se debe contar con la autorización del comité de vigilancia.
- Actuar, directa o indirectamente, como contraparte del fondo, en desarrollo de los negocios que constituyen el giro ordinario de este, incluyendo la realización de operaciones entre el fondo, fideicomisos o portafolios administrados por la misma sociedad, o por el gestor. En este caso se requiere autorización del comité de vigilancia

Es del caso señalar que este mismo listado se aplica a la administración de todos los FIC. Sin embargo, en tratándose de FCP, la norma elimina expresamente la mayoría de los límites y demás condiciones que impone para su celebración en los demás FIC, con lo cual se ratifica el principio de la autorregulación de los CI en el caso de los FCP.⁴⁸

2.3 Intervención de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). En esta categoría se agruparían las situaciones generadoras de CI que de manera general y previa declare la SFC en una entidad vigilada y la determinación de los mecanismos para subsanarlos, como resultado del ejercicio de la facultad de intervención que le otorga el artículo 98 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y que establece:

48. El artículo 3.3.1.1.29 del Decreto 2555 advierte que le serán aplicables a los FCP las situaciones descritas en el artículo 3.1.1.10.2, pero sin los requisitos y límites previstos en dicha norma; por ende, tales situaciones deben ser reveladas y administradas por la sociedad administradora y el gestor externo con sujeción a sus reglamentos internos.

Dentro del giro de los negocios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, [hoy Financiera] los directores, representantes legales, revisores fiscales y en general todo funcionario con acceso a información privilegiada tiene el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés. [Cursivas añadidas].

La SFC, en ejercicio de esta potestad, podrá imponer sanciones cuando se realicen operaciones que den lugar a CI; podrá establecer mecanismos a través de los cuales se subsane la situación de CI, si a ello hubiere lugar; y podrá, además, calificar de manera general y previa la existencia de tales conflictos respecto de cualquier institución vigilada.

D. Procedimiento para la adecuada administración de los conflictos de interés en los fondos de capital privado

Con base en la normativa expuesta sobre CI, las obligaciones para la adecuada administración de estos en el caso de los FCP pueden agruparse en las siguientes fases:

1. Prevención

Esta se surte con el diseño y ejecución de las políticas, directrices y procedimientos de go-

bierno corporativo y de control interno tendientes a la identificación, mitigación y control de los CI, entre los cuales se incluyen la capacitación del personal, la segregación de funciones o murallas chinas entre los distintos fondos o portafolios administrados y la definición de inhabilidades para los administradores.

2. Abstención

Corresponde al deber a cargo de los administradores del FCP y sus empleados de inhibirse de actuar ante una situación generadora de CI, hasta tanto se enerve o se administre su causa.⁴⁹ En caso de duda respecto de la existencia de un CI se deberá actuar como si este existiera, y seguir los lineamientos y procedimientos legales e internos establecidos para su solución.

3. Revelación

Se refiere al deber de informar de la ocurrencia de una situación de CI al superior jerárquico o a cualquier otra persona u órgano de control designado en los procedimientos o en las normas legales.⁵⁰

4. Administración

Conlleva la aplicación de los mecanismos determinados para la solución de los CI, tales como la obtención de las autorizaciones, la realización de la conducta sujeta al cumpli-

49. Así lo establece artículo 98 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

50. En derecho se entiende que el interés superior se encuentra adecuadamente protegido si el interés particular es suficientemente revelado o autorizado y el CI se considera desarmado. Más que la existencia del interés particular, el hecho de mantenerlo oculto es lo que genera sospecha (Cuif, 2005, p. 83).

miento de determinadas condiciones o límites, entre otros. En la decisión, como ya se ha expuesto, debe primar siempre el interés del cliente, y por tanto debe estar precedida de la justificación y demostración del beneficio que los mecanismos que se aplicarán le generarán a este, teniendo en cuenta tanto las condiciones particulares del acto como las condiciones de mercado. Si se concluye que el conflicto no es superable, el sujeto se abstendrá definitivamente de realizar la operación en cuestión. Para el caso de los FCP, si una situación particular generadora de CI no tiene previsto un mitigante o procedimiento de solución, o en caso de duda, esta deberá escalar al comité de vigilancia del fondo.

5. Documentación

Es importante dejar constancia mediante cualquier medio verificable como informes, declaraciones o actas, de cuáles fueron las situaciones generadoras de CI y de las decisiones que se tomaron para su resolución o administración. Para el caso de FCP deberían incluirse en los reportes de información y en las actas del comité de vigilancia.

III. PROPUESTA DE AUTORREGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

Como se vio en la sección anterior, el manejo de los CI en los FCP está sujeto a las políticas y procedimientos establecidos por las socieda-

des administradoras y los gestores, y deberá estar consignado en los códigos de buen gobierno corporativo y de conducta, dentro del marco establecido por el Decreto 2555, esto bajo un esquema de autorregulación.

También se expuso cómo es deber de los administradores del fondo actuar con la lealtad, la diligencia y el cuidado de un experto, lo cual dado el rol que cumplen los FCP en el mercado financiero al gestionar dineros del público trasciende del ámbito particular. En efecto, un sistema de administración de CI inoperante o inadecuado facilita el fraude y la ganancia indebida, con la consecuente pérdida para los inversionistas; adicionalmente, puede tener la capacidad de generar un efecto sistémico al resquebrajar la confianza del público tanto en sus administradores como en el esquema mismo del fondo.

Estando clara la definición de los CI como riesgo, en la presente sección se plantea fortalecer la autorregulación de los CI desde dicha perspectiva, incorporando los posibles eventos generadores en la matriz de riesgo del SARO, para que alrededor de ella se diseñen los procesos para su prevención, administración y mitigación, con un enfoque gerencial, e integrado a todos los demás riesgos asociados a la administración de fondos. En el caso de los gestores, este procedimiento y enfoque debe consagrarse en el reglamento y en el contrato de vinculación al fondo. Como insumo para el levantamiento del mapa de riesgo particular de los CI en los FCP se propone el trabajo elaborado por IOSCO (2010).

Esta aproximación no riñe con la normativa vigente, que prevé que las políticas y procedimientos de prevención y administración de los CI en los FCP se incorporen a los códigos de gobierno corporativo de las sociedades administradoras y de los gestores, teniendo en cuenta que la arquitectura de control y de administración de los riesgos hace parte del gobierno corporativo, como se evidencia en el nuevo Código de Mejores Prácticas, acogido por Colombia en el 2014.⁵¹ Por el contrario, la propuesta concilia ambos enfoques y los complementa.

Como referencia al citado planteamiento se acudió a la normativa norteamericana contenida en la Ley Dodd-Frank de Protección al Consumidor Financiero, expedida en el 2010, como una reacción a las conductas detectadas en la crisis financiera internacional ocurrida entre el 2008 y el 2010.

Por último, en esta sección se hace alusión al trabajo que se viene desarrollando en materia de regulación de los conglomerados o grupos económicos, en particular en relación con los potenciales CI, dentro del marco de la hoja de ruta suscrita por el gobierno para el ingreso a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y que esta recoge en el documento *Corporate Governance of Company Groups in Latin America*, publicado en el 2015. Esto, por cuanto los avances tanto en

la mesa de trabajo como en la regulación que expida el gobierno nacional en la materia deben ser tenidos en cuenta para la interacción de las administradoras de FCP con otras entidades que forman parte de un mismo grupo o conglomerado.

A. Administración de los conflictos de interés como un tipo de riesgo

De conformidad con lo establecido en la Circular Básica Jurídica (C.E. 029/2014) de la SFC,⁵² las sociedades administradoras de FCP, en su condición de entidades vigiladas por esta Superintendencia, están obligadas a contar con un sistema de control interno, del cual forman parte los sistemas de administración de los distintos tipos de riesgos asociados a su actividad. En relación con los CI, la circular incluye la obligación de establecer “parámetros concretos y determinados para el manejo de conflictos de interés, incluyendo expresamente, entre otros, los que regulen las operaciones con vinculados económicos, en adición a los que apliquen por disposición legal” (num. 4.1.2.2.).

También, es del caso llamar la atención sobre cómo las normas de control interno que han sido adoptadas por las entidades provienen de los informes del Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión de Normas (COSO,

51. El Nuevo Código País fue adoptado por la Circular Externa 028 de 2014 de la SFC.

52. Capítulo IV, Título I, Parte I.

por sus siglas en inglés),⁵³ que se ha convertido en un estándar de referencia en materia de manejo integral del riesgo. Dentro de esta regulación técnica, los CI son considerados como un tipo particular de riesgo, por cuanto pueden estar asociados a conductas de fraude y corrupción, exigiéndose en consecuencia su apropiada prevención, revelación y gestión por parte de todos los empleados y administradores de las entidades, con el fin de evitar pérdidas monetarias para los inversionistas y el impacto que se genera por la pérdida de confianza en este tipo de vehículos.

Este enfoque adquiere cada vez mayor relevancia, en la medida en que los distintos países vienen incorporando en sus legislaciones nuevas previsiones para un mayor control de eventos de corrupción tanto nacionales como transnacionales.⁵⁴

El impacto anotado se evidenció en casos ocurridos tanto en Colombia⁵⁵ como en los Es-

tados Unidos de Norteamérica. En este último país, a raíz de la crisis financiera de 2008 se expidió una serie de regulaciones en materia de protección al consumidor (Ley Dodd-Frank de 2010),⁵⁶ aplicable a los FCP (*Private Equity Funds*), y a partir de la cual se le exige a las sociedades administradoras inscribirse⁵⁷ ante la Securities and Exchange Commission (SEC),⁵⁸ al igual que el deber de adoptar políticas y procedimientos escritos para la prevención de cualquier violación a la ley, incluidos los CI. De este modo se busca que los administradores de los FCP se aseguren de que la mitigación de conflictos sea parte de un programa de cumplimiento y gestión del riesgo sólido y efectivo.⁵⁹

Así lo resaltó el director de la Oficina de Inspecciones y Examen de Cumplimiento de la Security Exchange Commission (SEC), en discurso explicando el alcance de la Ley Dodd-Frank, cuando afirmó: “La crisis financiera evidenció, entre otras situaciones, cómo la falla

53. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). Dicha entidad ha contribuido a definir el concepto de control interno utilizado por auditores internos y externos, con la participación de diversas organizaciones, tales como la Asociación Interamericana de Contadores Públicos Certificados, el Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados (AICPA), la Asociación Americana de Auditores (AAA) y el Instituto de Auditores Internos (IIA).

54. En el ámbito nacional se han acogido las leyes 190 de 1995, 1474 de 2011 y 1778 de 2016. En el ámbito internacional existen la Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), en Estados Unidos; la UK Bribery Act de 1996 en Reino Unido, entre otras.

55. En el ámbito nacional encontramos las violaciones a CI en el caso del Grupo Interbolsa. Ver resoluciones 2013, 2008, 1801, 1838, 1909, 1916 de 2014 y 1519, 1593 y 1332 de 2015, todas de la SFC y las resoluciones 16, 17, 18, 19, 20 y 21 de 2014 del AMV.

56. También conocida como Reforma de Wall Street o Ley de Protección al Consumidor.

57. Como resultado de la ampliación del concepto de *Investment Adviser* en la Investment Advisers Act de 1940 de Estados Unidos, ahora cubre a las sociedades administradoras de Private Equity Funds (General Partners - GP) que administren más de 150 millones de dólares. Ver sección 408 del Título IV de la Dodd-Frank Act, que modifica la sección 203 de la Investment Advisers Act de 1940.

58. Securities and Exchange Commission (SEC), es la máxima autoridad de supervisión del mercado de valores de los Estados Unidos de América.

59. Al respecto se recomienda revisar la Investment Advisers Act § 205(a)(1). 134. Sec 17 C.F.R. § 275.2064.

en los sistemas de administración de riesgo perjudicó a los inversionistas, a la integridad del mercado y a la formación de capitales”⁶⁰ (Di Florio, 2011).

En relación con los CI, el director de la SEC en el mismo discurso afirma que estos

son también un indicador importante de diferentes tipos de riesgo, como el riesgo financiero, de reputación o jurídico, que una entidad particular está asumiendo. Esto es fundamental, ya que seguimos un enfoque basado en el riesgo, en el despliegue de recursos y priorización de los exámenes. Un componente importante de nuestro riesgo de mapeo es tener la información actual sobre los tipos de conflictos que enfrentan los diferentes participantes en el mercado y la eficacia con la que los conflictos son gestionados y controlados.⁶¹ (Di Florio, 2011).⁶²

B. La administración de los conflictos de interés de los fondos de capital privado dentro del Sistema de Administración de Riesgo Operativo

En primer término es del caso señalar que el Decreto 2555, en su parte 3, consagra como obligación a cargo de las sociedades administradoras y de su junta directiva diseñar las políticas, directrices y procedimientos de gobierno corporativo y de control interno, orientadas a administrar los riesgos que puedan afectar los FIC administrados, incluidos los FCP.⁶³ Por su parte, en el evento en que se haya contratado un gestor externo, persona jurídica, el diseño de tales políticas, directrices y procedimientos le corresponderá a la junta directiva de dicho gestor.⁶⁴

Así las cosas, al considerar los CI como un riesgo, se hace necesario que la sociedad administradora y el gestor profesional, por expresa exigencia consagrada en el reglamento del fondo

60. “The financial crisis revealed just how dramatically risk management failures can harm investors, jeopardize market integrity and hinder capital formation.” Traducción libre de la autora del presente documento.

61. “Conflicts of interest are also an important indicator of various types of risk, such as financial, reputational or legal risk, that a particular entity is taking on. This is critical, since we follow a risk-based approach in deploying resources and prioritizing examinations. An important component of our risk-mapping is having current information on the types of conflicts faced by different market participants and the effectiveness with which those conflicts are managed or controlled.” Traducción libre de la autora del presente documento.

62. Otro aspecto relevante de la regulación norteamericana de los FCP es la introducción de la figura del Compliance Officer (CO) u oficial de cumplimiento. En palabras del director de la SEC dicha decisión se tomó ante “la necesidad de fortalecer la visión general de los riesgos por parte de la alta gerencia y aumentar la independencia de quienes tienen la tarea de administrar el riesgo y quienes lo controlan y tienen a su cargo el cumplimiento.” La inclusión de esta figura puede evaluarse, bajo el mismo esquema de autorregulación, con el fin de fortalecer la estructura de gobierno de los FIC y en particular de los FCP en Colombia, labor que podría ser desempeñada por el actual oficial de cumplimiento SARLAFT, ampliando su espectro de actuación y dándole así un manejo más integral a todos los riesgos que en la práctica se encuentran interrelacionados.

63. Art. 3.3.1.1.15.

64. Art. 3.3.1.1.15 por remisión del parágrafo 1 del art. 3.1.5.1.1.

y el contrato de vinculación, le den a los CI el tratamiento que corresponde a su naturaleza, esto es, el de riesgo operativo (RO),⁶⁵ acogiendo los parámetros de manejo contenidos en el capítulo XXIII de la Circular Básica Contable y Financiera expedida por la SFC, bajo la denominación de SARO, el cual debe ser desarrollado “*acorde con su estructura, tamaño, objeto social y actividades de apoyo, estas últimas realizadas directamente o a través de terceros, que le permita identificar, medir, controlar y monitorear eficazmente este riesgo.*”⁶⁶ [Cursivas añadidas].

Para el efecto, deberá partirse del levantamiento del inventario de los distintos eventos potencialmente generadores o identificados como generadores de CI, para incorporarlos en la matriz de riesgo de CI dentro del SARO, matriz que por definición es dinámica y por tanto requiere de su actualización periódica. Esto permite establecer la frecuencia e impacto de los eventos registrados, con su correspondiente riesgo inherente y riesgo residual.⁶⁷ El seguimiento posibilita determinar la efectividad de los mecanismos de mitigación adoptados por la sociedad administradora y el gestor profesional, sus controles e impacto.

Ahora bien, para efectos de alimentar las matrices de riesgo por parte de administradores y gestores, resulta de gran utilidad el trabajo elaborado por IOSCO (2010), en el que se identifican diversas situaciones potencialmente generadoras de CI, agrupándolas en cada una de sus etapas de la vida. Estas servirán de base junto con los eventos particulares definidos en las normas legales, para efectos de la discusión y redacción del reglamento del fondo, los contratos con el gestor y demás proveedores de servicios, incluir diversos mitigantes a dichos riesgos y el diseño de las políticas y procedimientos para su administración, tanto en el sistema de control interno como en los códigos de gobierno corporativo de sociedades y gestores. Tales situaciones, por etapas, son las siguientes:

1. Etapa de diseño y estructuración del fondo⁶⁸

Esta etapa tiene especial relevancia por cuanto gran parte de los mitigantes de los posibles CI consisten en previsiones consignadas en el reglamento del fondo y en los contratos de

65. Capítulo XXIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC.

66. Como vemos, tanto para las sociedades administradoras como para los gestores es obligatorio contar con un sistema de administración de riesgos. En el caso de las primeras, la propuesta sería que dentro del mismo se profundizara de manera particular en los CI de los FCP, con base en los parámetros que a continuación se exponen. Para el caso de los gestores, si bien están obligados también a contar con un sistema de administración de riesgos, la propuesta se sustentaría en la incorporación de tales obligaciones, de manera expresa y con el nivel de detalle requeridos, en el reglamento del fondo y en el contrato que celebren con la administradora para su vinculación, con el fin de dotarlos de obligatoriedad contractual.

67. Se entiende por riesgo inherente el nivel de riesgo propio de la actividad, sin tener en cuenta el efecto de los controles, y por residual el nivel resultante del riesgo después de aplicar los controles. (Capítulo XXII Reglas relativas a la administración del riesgo operativo. Circular Básica Financiera y Contable de la SFC).

68. Esta etapa se adicionó en el presente trabajo como previa a las señaladas por IOSCO (2010).

vinculación del gestor y demás proveedores de servicios al FCP, tendientes a obtener una adecuada alineación de los distintos intereses de las múltiples partes intervinientes. Estos son el resultado de una negociación entre gestores e inversionistas. La capacidad de negociación dependerá del tamaño del fondo, el momento de vinculación a este y la participación del inversionista. El artículo 3.3.1.1.12 del Decreto 2555 establece el contenido mínimo que deben contener los reglamentos.⁶⁹

En esta fase también se define el sector en el que operará el FCP y la política de inversión, base para la selección del gestor y demás personas que participarán en su administración y asesoría. Los requisitos de idoneidad del gestor y de los miembros de los comités de apoyo (comité de inversión y comité de vigilancia) serán los definidos en el reglamento del fondo. Así mismo, el régimen de inhabilidades para el ejercicio de sus cargos. Por esta razón se sugiere incluir las previsiones necesarias, a fin de evitar que las actividades paralelas que ejercen tales administradores compitan con las que adelantará el fondo, de manera que se logre la debida independencia en su administración.

Otro aspecto a considerar, y que podría actuar como disuasivo contra conductas violatorias

de las regulaciones y procedimiento previstos para la revelación y adecuada administración de los CI, es el de consagrar como causal de remoción del gestor tanto en el reglamento como en el contrato, las violaciones a estas políticas y disposiciones, acorde con su severidad e impacto y con independencia de la obligación de resarcir los daños que estas ocasionen a los inversionistas y a la sociedad, así como de las sanciones penales o administrativas a que haya lugar.⁷⁰

En relación con el tamaño del fondo, debe evitarse que al sobredimensionarse se esté favoreciendo el pago de comisiones al gestor o a la sociedad administradora. Por lo tanto, debe buscarse el monto óptimo en relación con las posibilidades reales de encontrar opciones de inversión oportunas y atractivas según la política de inversión definida.

Especial importancia tiene la definición de las comisiones a favor de la sociedad administradora y del gestor, así como los gastos que pueden cargarse al fondo, pues ambas cosas afectan su resultado financiero. En Colombia, la regulación no establece ninguna restricción en cuanto al tipo o monto de las comisiones o gastos que pueden cargarse a los FCP, en tanto que los conceptos de cobro y la forma de cálculo estén claramente consignados en el reglamento y de-

69. Entre los cuales están: duración, política de inversión, requisitos del gestor y condiciones de contratación, funciones, obligaciones, remuneración, régimen de inhabilidades e incompatibilidades, funciones y conformación de los comités de inversiones y de vigilancia, procedimiento técnico de valoración del fondo y las participaciones, relación de los gastos y remuneraciones, facultades, derechos y obligaciones de la sociedad administradora, del gestor profesional y de los inversionistas, mecanismos y medios de revelación de información y causales de disolución del fondo.

70. Los artículos 3.3.1.1.26, num. 4 y el artículo 3.3.1.1.25, num. 5, del Decreto 2555 contemplan la remoción o sustitución de la sociedad o el gestor.

más contratos.⁷¹ Los inversionistas deben buscar una negociación equilibrada que remunere adecuadamente, pero que a su vez incentive una gestión activa y no simplemente la creación de fondos denominados “estilo de vida”, esto es, que una vez constituidos y aún sin la realización de la inversión de los recursos generan ingresos para los promotores y gestores. Las comisiones constituyen un mecanismo que permite alinear los intereses de la administradora, el gestor y los inversionistas.⁷² Dentro de las comisiones más comunes que se negocian en este tipo de vehículos está la comisión de administración tanto de la sociedad administradora como del gestor, y a favor de este último la comisión de ejecución (*carried interest*) y la comisión de éxito (*catch up*).⁷³

2. Etapa de promoción y levantamiento de recursos

Debe prestarse atención a las diferencias en las condiciones de vinculación de los inver-

sionistas, generadas por la fecha en que se vinculan o de cualquier otro factor, de manera que estén debidamente sustentadas en valoraciones técnicas, y así evitar que por estas se trasladen beneficios a algunos de ellos. Si se pactan condiciones especiales en cartas paralelas (*side letters*),⁷⁴ estas deben ser conocidas y justificadas ante los demás inversionistas.⁷⁵ Como mecanismo de alineación de intereses es común que administradores y gestores inviertan recursos propios en el fondo, y de esta manera compartan la suerte de los resultados, incentivando la mejor gestión.⁷⁶ Con el pacto de la cláusula, similar al de la nación más favorecida,⁷⁷ se puede proporcionar a los inversionistas con menos capacidad de negociación la posibilidad de beneficiarse de condiciones más favorables consagradas para los inversionistas más grandes, en la medida en que tales condiciones, que fueron pactadas por los inversionistas con mayor poder de negociación, se hagan extensivas a todos los inversionistas del FCP.

71. Salvo la remuneración a favor del proveedor de precios de valoración, del tercero independiente o del gestor, que no podrá estar determinada en función del resultado de la valoración de los activos, según la Circular Externa 15 de 2016 de la SFC y las obligaciones en materia de comisiones y gastos a cargo de las AFP consagradas en el art. 2.6.13.1.1 del Decreto 2555.

72. Para entender mejor la alineación de intereses en los FCP se recomienda leer Baks & Benveniste (2010, p. 9).

73. La comisión de administración de la sociedad administradora y la comisión de gestión del gestor profesional del FCP, en los fondos jóvenes, se calcula como un porcentaje sobre el valor de los compromisos de inversión; en las etapas más avanzadas, como un porcentaje de los recursos netos efectivamente invertidos. La comisión de ejecución se paga una vez se haya recuperado el capital y el retorno objetivo. La comisión de éxito es la que podrá percibir el gestor profesional del FCP sobre los aportes realizados por los inversionistas (tasa de retorno preferencial); usualmente se calcula como un porcentaje de la tasa de retorno preferencial del fondo.

74. Nombre con el que se conoce el acuerdo que recoge condiciones especiales para un inversionista particular. Son suscritas entre este y el gestor.

75. Art. 3.3.1.1.3 y 3.1.1.1.6 Decreto 2555.

76. Art. 3.3.1.1.22 Decreto 2555.

77. La cláusula de nación más favorecida es una figura propia del derecho internacional privado, mediante la cual, si un país que es parte de un tratado o convenio internacional da un trato más favorecido a otra nación (independientemente de si esta

3. Etapa de inversión

Las decisiones de inversión, como se explicó en la primera parte de este escrito, deben enmarcarse en la política definida en el reglamento, y bajo el principio de la mejor ejecución del encargo. En el caso en que se administren múltiples fondos, o se tenga una coinversión en otros fondos, pueden surgir CI sobre a cuál de ellos asignar una oportunidad de inversión más favorable. En ese tipo de situaciones es necesario establecer una adecuada separación de funciones del personal vinculado, o murallas chinas y criterios explícitos en la política de inversión, así como en la estrategia de la selección de los activos. Adicionalmente, especial cuidado debe darse a las inversiones en entidades vinculadas a la sociedad administradora, el gestor o los inversionistas, con el fin de respetar siempre las normas legales y las previsiones que al efecto se establezcan en el reglamento del fondo. En esta etapa, como en las demás, de ser necesario, se debe proceder a revelar el CI y surtir el procedimiento de consulta a los órganos respectivos designados del fondo (comité de inversiones y comité de vigilancia).

En cuanto a la contratación de proveedores de servicios al fondo, deben revelarse sus CI, verificarse su independencia, la relación costo beneficio y la obligación de confidencialidad

respecto de la información sujeta a reserva a la que puedan tener acceso en la ejecución del contrato.

4. Etapa de gestión de los activos

Entre los asuntos identificados como relevantes en esta etapa están la valoración de los activos del fondo y el informe de gestión de los administradores.

Teniendo en cuenta que la valoración es indicador del desempeño del fondo y base del cálculo de algunas de las comisiones, es fundamental que ella sea realizada en forma técnica, detallada y con la periodicidad adecuada, lo cual evita la posibilidad de distorsión de los resultados o la presentación de información engañosa a los inversionistas.

En la Circular Externa 15 de 2016, incorporada a la Circular Básica Jurídica, la SFC⁷⁸ reguló la metodología y mecanismos de reporte de la valoración de los activos de los FCP, atendiendo su naturaleza. Determinó, que en primer término, se aplique la metodología prevista en la Circular Básica Contable y Financiera.⁷⁹ Si dicha metodología no es la apropiada al tipo de activos del fondo, la sociedad administradora debe contar con la metodología que le suministre el proveedor de precios designado para va-

última hace parte o no del tratado), debe extender automáticamente este mejor trato a la otra nación parte del tratado o convenio que contiene la cláusula y que no está recibiendo ese mejor tratamiento.

78. De acuerdo con la facultad que le otorga el artículo 3.3.1.1.11 del Decreto 2555.

79. Circular Externa 100 de 1995 de la SFC.

loración oficial. En el caso que dicho proveedor no cuente con una metodología de valoración para el tipo de activos del fondo, la sociedad administradora puede solicitarla a otro proveedor de precios, o en su defecto, a un tercero independiente o al gestor profesional del FCP. En los dos últimos casos se exige al valorador cumplir con una serie de requisitos de idoneidad técnica, experiencia mínima, independencia y contar con mecanismos que permitan gestionar, administrar y controlar los posibles CI, mecanismos que deben ser revelados a los inversionistas. También prevé que en el evento en que el gestor sea quien provea y aplique la metodología de valoración, los inversionistas podrán solicitar la validación de esta a un independiente, en los términos y condiciones que se establezcan en el reglamento.⁸⁰ En dicho reglamento se debe explicar el procedimiento técnico mediante el cual se establecerá el valor del fondo y el de las participaciones.

De otra parte, el contenido y los reportes de información también tienen una gran trascendencia. En la regulación de los FCP⁸¹ se prevé que la administradora, o en su caso el gestor profesional, deben rendir cuentas de su gestión, con una periodicidad mínima semestral y mediante un informe detallado y pormenorizado de la gestión de los bienes entregados

o transferidos en virtud del acuerdo celebrado entre las partes, respecto de aquello que tenga relevancia con la labor ejecutada, incluyendo el balance general del fondo de inversión colectiva y el estado de resultados de este. Corresponde a la SFC definir la forma y contenido mínimo del informe de rendición de cuentas. También se prevé que en el reglamento del FCP se indiquen los mecanismos de revelación de información señalando los medios para su publicación.⁸²

Resulta relevante tener el detalle de las nuevas inversiones o desinversión, el desglose de los gastos, los resultados de cada uno de los activos del fondo, y en particular la revelación de información de las situaciones potencialmente generadoras de CI, y la manera como fueron administradas.

Otras fuentes de información para la mitigación de los CI consisten en el establecimiento de procedimientos de revelación, tales como la suscripción de documentos denominados “declaraciones de intereses”, en los que se revelen las partes vinculadas y negocios que puedan competir con el fondo, en los que intervengan los administradores. Adicionalmente es útil instituir los canales para el reporte de delatores o informantes.

80. En materia de metodología de valoración, ColCapital, con el apoyo de la Corporación Andina de Fomento (CAF), presentó una propuesta en la *Guía de mejores prácticas reporte y valoración* (2014). Disponible en: <http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2016/02/1.-Guia-No.-1-Mejores-Practicas-en-Reporte-y-Valoracion-2014-Publico.pdf> Acorde con la regulación norteamericana (ver Breslow & Schwartz, 2010) propone que la metodología de valoración sea adelantada por el gestor profesional, previo análisis y aprobación del comité de inversiones. Solo si hay controversia se le encarga a un tercero independiente.

81. Art. 3.3.1.1.13 Decreto 2555.

82. Art. 3.3.1.1.12 Decreto 2555.

5. Etapa de salida

En esta etapa, la valoración resulta crucial para determinar el valor justo y razonable de enajenación de los activos, de lo cual dependerá el retorno final de la inversión y la evaluación de la labor del gerente o gestor. En este punto y para efectos de prevención y administración de situaciones de CI, es necesario conocer las condiciones de negociación de los activos, las contrapartes y la relación de estas con los administradores, si la hubiere.

C. Regulación de conglomerados

Como es de público conocimiento, Colombia, en octubre de 2013, inició formalmente el proceso de adhesión a la OCDE. Para obtener el aval para ser miembro pleno de dicho organismo, el Estado colombiano debe cumplir con una serie de estándares en diversos frentes, consignados en la hoja de ruta aprobada por los 34 países miembros. La membresía a la OCDE también le permite a Colombia evaluar sus políticas, normas y prácticas, tomando como referencia las mejores a nivel internacional, en los más diversos sectores, tales como salud, educación, medio ambiente y gobierno corporativo, entre otros.

La mesa de trabajo que se ocupa del tema de gobierno corporativo de las empresas co-

lombianas viene discutiendo y analizando las estructuras de los grupos económicos, su interrelación y el manejo de los potenciales CI. Las conclusiones preliminares de esta labor se consignaron en el documento OCDE (2015), denominado *Corporate Governance of Company Groups in Latin America*.

En el punto concreto que nos ocupa tiene relevancia lo expresado en relación con las discusiones sobre las estructuras de los grupos, a los cuales se refiere manifestando que, aun cuando no hay acuerdo en si deben o no regularse dichas estructuras de los grupos empresariales “es evidente el interés en asegurar que estas sean transparentes, bien definidas y que se disponga de mecanismos para hacer frente a los conflictos de interés que puedan estar relacionados con las mismas” (OCDE, 2015, p. 10).⁸³

En el marco de este proceso, el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público viene trabajando en la regulación de los grupos empresariales, particularmente aquellos conformados por entidades financieras y no financieras. Lo que se defina en estos asuntos tendrá repercusión en particular en las sociedades administradoras que formen parte de grupos o conglomerados empresariales, por las operaciones con sus entidades vinculadas.

83. “Group structures. While there is no consensus in the region on the desirability of trying to influence the overall economic and ownership structures of company groups, there is clearly interest in ensuring that such structures are transparent, well understood, and that mechanisms are in place to address conflicts of interest that may be related to such structures.” Traducción libre de la autora de este documento.

IV. CONCLUSIONES

Uno de los componentes del buen gobierno de los FCP es la adecuada y oportuna revelación y administración de potenciales CI. Estos por sí solos no pueden considerarse buenos ni malos, puesto que se trata de circunstancias a las que con frecuencia se enfrentan los gestores de negocios ajenos, quienes deben cumplir su encargo de manera eficaz y transparente, en beneficio y protección de los intereses de sus mandantes.

En esta dirección, el Decreto 2555 de 2010 señala los principios que deben regir la administración de los FIC, entre ellos los FCP, entre los cuales están: la segregación de los activos, la prevalencia de los intereses de los inversionistas, el trato equitativo entre los inversionistas, la mejor ejecución del encargo, la preservación del buen funcionamiento del fondo, la prevención y la administración de conflictos de interés, para lo cual deberán establecer, en sus normas de gobierno corporativo, políticas y procedimientos para su prevención y administración, bajo un esquema de autorregulación. Este proceso se desarrolla en las fases de prevención, abstención, revelación, administración y documentación.

El inadecuado manejo de tales conflictos no solo tiene implicaciones desde la perspectiva del incumplimiento de los deberes de los administradores, sino la potencialidad de facilitar el fraude, la ganancia indebida, pudiendo generar pérdidas para los inversionistas y resquebrajar la confianza del público. De este modo,

sus efectos trascienden el plano individual y pueden alcanzar una dimensión sistémica.

Por lo anterior, es claro que la administración de los CI debe ser robusta e integral con los demás tipos de riesgo propios a la administración de este tipo de vehículos. Acorde con lo cual se propone su manejo como parte del sistema de administración de riesgos operativos (SARO), que su vez es parte del sistema de control interno de la sociedad administradora y del gestor, pero manteniendo su enfoque de autorregulación. Para ello es necesario identificar las posibles situaciones generadoras de potenciales CI, incluirlas en las matrices de riesgo operativo, y a partir de ellas diseñar las políticas y el procedimiento para su administración. Dichas directrices y procesos deben incorporarse en los códigos de buen gobierno y de conducta del administrador y gestor del fondo. Adicionalmente, deben reflejarse en las previsiones contenidas en su reglamento de operación y en los contratos de vinculación de terceros, procurando la debida alineación de los intereses y, por tanto, obrando como mecanismos de mitigación de tales conflictos.

Referencias

1. Autorregulador del Mercado de Valores [AMV]. (2012). *Reglamento de prevención y administración de conflictos de interés. Reglamento de Libro xx*. Obtenido de amvcolombia: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20100827200215.pdf>

2. Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado [ColCapital]. (2013). *Fondos de capital privado: fuente de crecimiento y desarrollo*. Colombia. Recuperado en julio de 2015 de colcapital: <http://colcapital.org/pdf/ColCapitalCONPESFebrero02202013Enviada-1.pdf>
3. Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. (2014). *Guía de mejores prácticas reporte y valoración*. Obtenido de colcapital: <http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2016/02/1.-Guia-No.-1-Mejores-Practicas-en-Reporte-y-Valoracion-2014-Publico.pdf>
4. Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. (2015). *Navegando la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado. Reporte 2015*. Recuperado en septiembre de 2015 de calameo: <http://www.calameo.com/read/004152020f9109aa5ad0d>
5. Baks, K., & Benveniste, L. (2010). *Alignment of Interest in the Private Equity Industry*. Recuperado en octubre de 2015 de goizueta: http://goizueta.emory.edu/faculty/cai/documents/ECAI_Alignment.pdf
6. Breslow, S., & Schwartz, P. (2010). *Private Equity Funds. Formation and Operation*. New York: Practising Law Institute.
7. Buitrago, J. P. (2012). Mecanismos para la resolución de situaciones constitutivas de conflictos de interés en el mercado de valores. *Revista del Mercado de Valores*, 4, 58-82.
8. Castro de Cifuentes, M. (2000). *Due diligence en los negocios internacionales*. *Revista de Derecho Privado*, (25). Obtenido de derechoprivado: https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri245.pdf
9. Cuif, P. F. (2005). El conflicto de interés. Ensayo sobre la determinación de un principio jurídico en derecho privado. *Revista de Derecho Privado*, (12-13), 55-93. Obtenido de revistas: <http://revistas.uexternado.edu.co/index.php/derpri/article/viewFile/559/529>
10. Cumming, D. (Ed.). (2012). *The Oxford Handbook of Private Equity*. New York: Oxford University Press.
11. Di Florio, C. V. (2011). *Private Equity International's Private Fund Compliance*. New York. Obtenido de sec.gov: <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch050311cvd.htm>
12. Institutional Limited Partners Association [ILPA]. (2011). *Private Equity Principles*. Recuperado en agosto de 2015 de <http://ilpa.org/index.php?file=/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf&ref=https://www.google.com.co/&t=1440030030039> (Agosto 2015)

13. International Organization of Securities Commissions [IOSCO]. (2007). Relevant Issues FCP. Recuperado en julio de 2015 de iosco: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD274.pdf>
14. International Organization for Securities Comissions [IOSCO]. (2009). Private Equity Conflicts of Interest. Recuperado en julio de 2015 de iosco: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf>
15. International Organization of Securities Commissions [IOSCO]. (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Recuperado en julio de 2015 de iosco: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
16. New York Stock Exchange. (2013). *NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal Inc. Obtenido de nyse: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf
17. Organisation for Economic Co-operation and Development. [OCDE]. (2015). *Corporate Governance of Company Groups in Latin America*. Paris: OECD Publishing. Obtenido de doi: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264241725-en>
18. Preqin. (2016). *Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*. Obtenido de preqin: https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf?rnd=1
19. Rueda C. y Varela A. (1996). *Visión general de los conflictos de interés en el mercado de capitales colombiano*. (Tesis de grado). Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá.
20. Varón Palomino, J. C. (2008). *Portafolios de inversión: la norma y el negocio* (Segunda ed.). Bogotá: Universidad de los Andes/ Editorial Temis.