

Los fondos de capital de riesgo en Colombia: límites del ordenamiento jurídico frente a la estructura LP/GP del capital de riesgo.

Monografía

Miguel Mikhailovich Makeev Sierra

Sara Cárdenas Vélez

Universidad EAFIT

Escuela de Derecho

Derecho

Juan Antonio Gaviria

8 de abril de 2026

Medellín

Resumen

Acceder a recursos económicos a través del sistema financiero tradicional es un reto para las Startups, empresas que generalmente no tienen un historial crediticio, bienes susceptibles de ofrecer en garantía, ni un modelo empresarial suficientemente maduro que permita evaluar objetiva y concretamente el riesgo crediticio. Sin embargo, el financiamiento es esencial para el crecimiento de cualquier negocio. Como alternativa a los métodos tradicionales de financiación ha surgido el capital de riesgo, y en especial los fondos de capital de riesgo. Estos inyectan capital en las Startups a cambio de participación en ellas a través de la unión de distintos inversionistas que, por medio de la estructura interna del fondo, diversifican el capital invirtiendo en diferentes empresas¹. En Colombia no existe una regulación específica para Startups y aún menos para los fondos de capital de riesgo. En consecuencia, y ligado a otros factores como la ausencia de seguridad jurídica y aspectos como el riesgo país, estas estructuras operan principalmente en otras jurisdicciones como la estadounidense². Esta monografía analiza la ausencia de un marco normativo claro para los fondos de capital de riesgo en Colombia. El estudio aborda el concepto de capital de riesgo y de los fondos de capital de riesgo, examina su naturaleza y estructura, y analiza los vehículos jurídicos comparables que existen en Colombia. Asimismo, presenta los problemas de agencia y gobierno corporativo que surgen entre los fundadores, gestores e inversionistas. La investigación se desarrolla a partir de un análisis jurídico-dogmático de la normativa vigente y la doctrina especializada, con el fin de aportar elementos que permitan fortalecer la confianza jurídica y el ecosistema de capital de riesgo en el país.

¹ Para efectos académicos “empresa” y “Startup” se podrán entender como conceptos equivalentes.

² Los fondos de capital de riesgo también operan en Colombia, aunque en menor medida, y no existe un marco regulatorio específico para su constitución y funcionamiento.

Palabras clave: Capital de riesgo, Startup, financiación empresarial, fondos de capital de riesgo, *Limited Partnership*, fondo de capital privado, sociedad por acciones simplificada, fiducia mercantil, fondo de inversión colectiva, socio limitado (*Limited Partner*), socio general (*General Partner*), *Limited Liability Company*, *Trust*, mercado de capitales, gobierno corporativo, sociedad en comandita, deberes fiduciarios, fundador, riesgo, problemas de agencia.

Tabla de contenido

1.	Introducción	5
1.1.	Contexto del crecimiento del ecosistema de Startups y del capital de riesgo	
	10	
i)	Contexto internacional: LATAM y EEUU	11
ii)	Contexto colombiano	18
2.	El capital de riesgo y la estructura LP/GP	23
2.1.	Análisis jurídico de la estructura de los fondos de capital de riesgo en el derecho anglosajón.....	25
3.	Ausencia de regulación y estructuras equivalentes en Colombia	31
3.1.	Fideicomisos mercantiles.....	32
3.2.	Sociedad por acciones simplificada (S.A.S.)	37
3.3.	Fondos de Inversión Colectiva (FIC).....	45
3.4.	Fondos de Capital Privado (FCP)	49
3.5.	Sociedad en comandita	56
4.	Consecuencias indirectas del vacío regulatorio: problemas de agencia	62
5.	Conclusiones	70
6.	Bibliografía	73

1. Introducción

La búsqueda de un modelo de negocio, el crecimiento y el desarrollo de una empresa exige recursos económicos ingentes para atender necesidades operativas y estratégicas tanto en sus primeras fases como en sus etapas posteriores. Estos recursos generalmente provienen de fuentes tradicionales de financiación, a saber: (i) los aportes directos de los socios; (ii) los recursos provenientes de familiares y amigos, comúnmente denominados en la literatura como amigos, familia y tontos (*friends, family and fools*) (Shane, 2008); y (iii) el crédito otorgado por entidades financieras o bancos. En este sentido, explica Asobancaria (2023) que las empresas de menor tamaño usualmente inician sus actividades con los recursos propios de sus fundadores o de su círculo cercano. No obstante, cuando el capital aportado por estos resulta insuficiente para impulsar el despegue del proyecto empresarial, intentan recurrir, no siempre con éxito, al sistema financiero formal. Este está compuesto por “establecimientos de crédito, entidades de servicios financieros y otras entidades financieras” (Banco de la República de Colombia, 2012, pág. 1). Las cifras confirman esta dinámica al indicar que, aunque cerca de un 40% de los negocios pequeños recurren a fuentes informales de financiación, la mayoría prefiere acudir a instituciones financieras (Asobancaria, 2023). Sin embargo, el acceso al crédito por medio de entidades financieras constituye un desafío estructural para empresas jóvenes. En particular, empresas como las Startups y las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPymes) no siempre cuentan con los requisitos, trayectoria o colaterales tradicionalmente exigidos para acceder al crédito formal. Estos requisitos incluyen, entre otros, un historial financiero, flujos de caja estables o activos susceptibles de ser ofrecidos como garantía. (World Bank Group, 2018).

Una Startup, más que una pequeña o nueva empresa, de acuerdo con Steve Blank y Bob Dorf (2016), es “una organización temporal en busca de un modelo de negocio rentable, que puede repetirse y que es escalable” (pág. 1). Su propósito es transformar las hipótesis de sus

fundadores en realidades, mediante la interacción directa y constante con potenciales clientes que tenga como consecuencia llenar un nicho de mercado. Si bien se basan en modelos de negocio innovadores y con alto potencial, que se sustentan generalmente en activos intangibles y flujos de caja inciertos (OCDE, 2022), las Startups no suelen contar los requisitos mencionados anteriormente. Esto se ve agravado por la ausencia de metodologías adecuadas para evaluar el riesgo de crédito asociado a la financiación de modelos de negocio aún en proceso de validación y crecimiento. Como afirma Daniel Pérez, vicepresidente de Asset Management en Bancolombia (2026), los bancos, al recibir una solicitud de crédito o financiamiento, deben evaluar los precios basados en riesgo para determinar la tasa de interés a la que se le prestará al usuario. Esto se hace estimando la pérdida y su exposición en caso de incumplimiento: a mayor probabilidad de pérdida, como ocurre típicamente en Startups, pues aproximadamente el 90% de ellas fracasan (Howarth, 2025), mayor debe ser la tasa de interés. En Colombia, existe un límite legal máximo a la tasa de interés certificado por la Superintendencia Financiera de Colombia, correspondiente al 1.5 IBC para el crédito de consumo ordinario (Banco de la República, s.f.). A veces ocurre que la tasa necesaria para compensar ese riesgo supera la tasa de usura, lo que genera un efecto alternativo al encarecimiento del crédito: la negativa de acceso para empresas emergentes. De esta manera, se explica por qué en Colombia solo el “78% de las empresas medianas tiene acceso a crédito formal, el 64% de las pequeñas y sólo el 16% de las micro, comparado con el 84% de las grandes” (González & Llanes, 2024, pág. 23).

Los bancos, en atención a los riesgos asociados a la financiación de emprendimientos incipientes, suelen exigir avales, codeudores, y en general todo tipo de garantías crediticias, reales o personales, así como pactar cláusulas contractuales orientadas a reducir su exposición y riesgo, denominadas en inglés *covenants*. La OCDE (2024), explica en: “*Financing SMEs and Entrepreneurs*”, que estas prácticas responden a una mayor percepción de riesgo y

asimetrías de la información propias del financiamiento a empresas jóvenes. Esto conlleva al endurecimiento de los requisitos y condiciones de acceso al crédito. Mientras que las empresas de gran tamaño y ya consolidadas o maduras pueden cumplir estas condiciones sin mayor dificultad, las MiPymes, y especialmente las Startups, enfrentan barreras que limitan en gran medida su capacidad de obtener recursos a través del crédito tradicional.

Como respuesta a las restricciones antes mencionadas, las empresas en desarrollo han recurrido a diversas fuentes de financiación distintas al crédito formal, como la inversión de amigos y familia, y propuestas más innovadoras como el *crowdfunding* y los *inversionistas ángeles*, entre otros. En años más recientes ha surgido también un mecanismo alternativo: la industria del capital de riesgo, que permite aportar capital en Startups de alto potencial. El capital de riesgo busca que los inversionistas obtengan o aumenten su participación³ en la empresa (Balboa & Martí, 2011) y que finalmente obtengan un beneficio al salir de la inversión, sea a través de una oferta pública inicial (OPI), la venta de la Startup, o algún evento que genere liquidez (Goldman Sachs, 2022). En palabras de Andrade y Pereira (2025), el capital de riesgo es una forma de *private equity* que se enfoca en compañías privadas innovadoras de alto riesgo con altas oportunidades de retorno. Estas se caracterizan por ser “inversiones en el capital de empresas que no cotizan en una bolsa de valores pública” (Goldman Sachs, 2022, pág. 2) y por cumplir las características de ser modelos de negocio escalables e innovadores. A diferencia del crédito bancario tradicional, el capital de riesgo generalmente no exige garantías reales ni un historial crediticio u operativo robusto, toda vez que estas inversiones se dirigen directamente al patrimonio de la empresa, y no a su pasivo externo. Esto la hace una fuente de financiación idónea para Startups que de otra manera no podrían obtener dichos fondos (Gompers, 2004).

³ Entiéndase participación como la titularidad de derechos patrimoniales y/o políticos en la sociedad receptora de la inversión, principalmente a través de acciones.

La industria del capital de riesgo utiliza distintos vehículos y mecanismos para canalizar las inversiones en Startups. Entre ellos se encuentran los *inversionistas ángeles*, que en ocasiones han sido empresarios de Startups e invierten su capital propio en empresas en etapas de formación y además ofrecen su experiencia en los negocios (Comisión para el Mercado Financiero, s.f.). También se encuentra el *crowdfunding* que, de acuerdo con el Decreto 1357 de 2018 es un mecanismo de financiación colaborativa cuya finalidad es poner en contacto un número plural de aportantes con diversos receptores, a través de plataformas en línea, sin la necesidad de recurrir a intermediarios financieros tradicionales (Mollick, 2014). Asimismo, las aceleradoras e incubadoras como Ongoing, el centro de emprendimiento de la Universidad EAFIT, o Ruta N en su línea de “Medellín Next” y “Medellín Venture Capital”, buscan potenciar las Startups locales mediante acompañamiento, mentorías, redes de contacto y financiación a cambio de un porcentaje accionarial (Banco Santander, s.f.) (Universidad EAFIT, s.f.) (Ruta N, s.f.). También, la deuda de riesgo (*venture debt*) se considera como una fuente “alternativa al capital de riesgo para impulsar el ecosistema Startup” (BBVA, 2022). Esta fuente de financiación funciona en parte como un crédito tradicional pues es un préstamo que a futuro se devolverá con intereses, pero por otro lado, otorga a los inversionistas participación accionaria. No obstante, la figura central del capital de riesgo y la vía de acceso principal a esta industria es a través de los fondos de capital de riesgo (BBVA Asset Management, 2022). El modelo anglosajón LP/GP (*Limited Partner / General Partner*) es la estructura organizacional dominante y esencial de los fondos de capital de riesgo. Esta se basa en la figura de la *Limited Partnership* (Goldman Sachs, 2022), estructura contractual y asociativa comúnmente utilizada en el *common law*, y trasplantada con algunos ajustes a países latinoamericanos como Colombia.

Los fondos de capital de riesgo son intermediarios financieros que se establecen, capitalizan y operan bajo términos y obligaciones contractuales específicos acordados entre los

LP y los GP (Cumming & Johan, 2009). A diferencia de las fuentes de financiación utilizadas en mercados públicos de valores, cuyas operaciones son ampliamente conocidas por los diversos agentes de mercado, las operaciones que se realizan mediante inversión en capital de riesgo y, en especial, los fondos de riesgo no son tan conocidas ni abiertas al público. Esto se debe a que generalmente se realizan a través de contratos entre partes de naturaleza privada (Arango, 2016).

Estos fondos son generalmente constituidos y operados en jurisdicciones distintas a la colombiana, especialmente en Estados Unidos. Las razones principales detrás de esto es que las figuras jurídicas locales, como los fideicomisos mercantiles, Fondos de Inversión Colectiva, Fondos de Capital Privado, sociedades por acciones simplificadas (S.A.S.) y sociedades en comandita⁴, no reproducen total ni adecuadamente el vehículo jurídico de la *Limited Partnership*. Además, al estar en Colombia, se someten un *riesgo país* negativo, propio de nuestra nación, dada su inestabilidad jurídica, tributaria y política. Esto genera un vacío regulatorio y de confianza para los inversionistas, que tiene implicaciones relevantes para la seguridad jurídica. Cuando esta es débil se limita la profundización en el mercado de inversión en Startups, altera las relaciones del gobierno corporativo, y también trae implicaciones a la convergencia entre los intereses de los inversionistas, los fundadores y los gestores. Con todo, hay casos de Startups colombianas exitosas como Rappi, el primer caso de Startup *unicornio*⁵ en Colombia (Patiño, 2018). Esta es una aplicación que facilita las compras a domicilio como restaurantes, mercados, medicamentos y más, que comenzó en 2015 como una Startup que en menos de 5 años alcanzó más de 20 millones de usuarios activos en Colombia. Expandió sus operaciones a México, Brasil, Argentina, Perú, Chile, Costa Rica y Ecuador (Barrero, 2025) y ha anunciado alianzas estratégicas con Amazon (Ecosistema Startup, 2025) y Davivienda con

⁴ Si bien este tipo societario está cada vez más en desuso, su estructura refleja ciertas similitudes con la estructura LP/GP que será objeto de análisis.

⁵ Concepto que se refiere a aquellas Startups valoradas en más de mil millones de dólares (Doyle, 2024)

el lanzamiento de un banco nativo digital (Solórzano, 2021). También, en 2019, se dio el nacimiento de Bold, una *Fintech* que para 2025 alcanzó cerca de 600.000 clientes, logró el 6% de todo el dinero procesado por tarjetas en el país y emplea alrededor de 1.300 trabajadores (Caracol Radio, 2025).

La industria del capital de riesgo y el ecosistema Startup ha experimentado un crecimiento significativo a nivel internacional. En este sentido, se hace necesario un análisis del contexto de crecimiento, tanto en el ámbito internacional, específicamente en Estados Unidos y Latinoamérica, como en el colombiano. El propósito es comprender las características propias de estas inversiones y las razones que han llevado a la estructuración de ciertos esquemas jurídicos, así como los desafíos que plantea su incorporación en el ordenamiento jurídico colombiano.

1.1. Contexto del crecimiento del ecosistema de Startups y del capital de riesgo

A nivel global, el ecosistema Startup ha experimentado profundas transformaciones y un crecimiento significativo en los últimos años. Para 2025, las inversiones en Startups alcanzaron cifras de US 425.000.000.000 en más de 24.000 empresas, lo que muestra un aumento de alrededor del 30% respecto al 2024, según las cifras de Crunchbase (2026). Este crecimiento se ha visto marcado por tendencias globales como el desarrollo de nuevas tecnologías. Principalmente se destaca el papel de la inteligencia artificial que se posiciona como el sector líder en el nacimiento de Startups, y otros negocios innovadores como la salud y biotecnología. Para las Startups de inteligencia artificial se alcanzaron cifras de inversión por medio del capital de riesgo de US 211.000.000.000, es decir, casi el 50% de la inversión global. Esta es la máxima inversión que se ha hecho en IA, incluso después de su año de fundación en 2021. La segunda industria que recibió mayor financiación en 2025 fue la de salud y biotecnología, que alcanzó más de US 71.000.000.000 seguido por la industria de Startups

financieros que obtuvo US 52.000.000.000. Estos datos muestran no solo un crecimiento cuantitativo de la inversión, sino también un crecimiento acelerado del ecosistema Startup y del capital de riesgo.

i) Contexto internacional: LATAM y E.E.U.U.

La industria del capital de riesgo se originó en Estados Unidos, principalmente a través de *family offices* que manejaban el capital de individuos adinerados. La primera firma de capital de riesgo llamada *American Research and Development* surgió en 1946, fundada por profesores y líderes locales de Boston. A través de dicha empresa se realizaron inversiones que generaron altos retornos para sus inversionistas, con lo cual varios individuos decidieron replicar el modelo, proponiendo cambios y desarrollando industria (Gompers, 2004). A raíz de que en esta ciudad se dieron los primeros grandes avances en materia de capital de riesgo, se pensó que esta también sería el *hub* en el futuro para este tipo de negocios. Sin embargo, en la década de los 90, Silicon Valley adquirió una gran ventaja sobre la ciudad de la costa este, debido principalmente a una cultura espontánea, menos jerárquica y con menor aversión al riesgo por parte de los emprendedores (Gupta & Wang , 2016). Tanto fue el éxito de Silicon Valley que en 2026, según las cifras de Startup Blink, San Francisco se posiciona como la ciudad con el ecosistema de Startups más rico del mundo. A través de los años este mercado mostró un gran crecimiento, no solo en Silicon Valey o en Boston, sino en todo el país, dando pie a la industria del capital de riesgo como la conocemos en el 2026.

A raíz de lo anterior, no resulta sorprendente que, de acuerdo con las cifras de Startup Blink (2025), Estados Unidos tenga el ecosistema de Startups más grande del mundo, por lo que han podido implementar instituciones, regulación y estructuras que permiten el crecimiento de la industria del capital de riesgo. En este país se registran 96.031 Startups y se alcanzó un financiamiento de aproximadamente USD 188.100.000.000 en 2024. En 2025, el ecosistema estadounidense de Startups tuvo un aumento del 18,2%, cifra que, si bien se aleja

considerablemente de su tasa de crecimiento promedio (27,6%), sigue representando un crecimiento significativo. Por otro lado, de acuerdo con Smartsrapers (2025) en E.E.U.U, hay 1.389 fondos de capital de riesgo operando. En el informe de StartupBlink (2025) se desglosan algunas de las razones por las que probablemente Estados Unidos tenga el ecosistema de Startups más amplio a nivel global. En primer lugar, se hace referencia a las leyes de insolvencia flexibles, que incentivan un comportamiento arriesgado por parte de los fundadores. Esto facilita el reciclaje de activos de empresas liquidadas hacia nuevos proyectos. Así, aunque los modelos de negocio fracasen, los interesados puedan seguir intentando materializar sus proyectos empresariales. Otro punto importante del estudio radica en los programas y el apoyo que dan las empresas ya consolidadas. Estas conectan a los fundadores con los recursos necesarios para financiar su empresa, además de contar con programas de investigación de universidades como MIT y Stanford que ayudan a clarificar el ecosistema Startup desde el punto de vista académico. Sin embargo, se debe advertir que descubrir las causas del éxito norteamericano en cuanto a construir el ecosistema de Startups más grande del mundo no constituye el objeto de esta monografía. A pesar de esto, es innegable la importancia de tener como punto de referencia a este país dado que, desde los albores de la industria del capital de riesgo hasta la actualidad, Estados Unidos ha mostrado los mejores resultados en cuanto al desarrollo y éxito de las Startups.

Por su parte, América Latina es un mercado que ha venido creciendo significativamente a lo largo de los años. Ha pasado de ser una región dominada por empresas de familia dedicadas a industrias tradicionales, a un mercado donde cada vez se constituyen más Startups (Pereira & Andrade, 2025). En la actualidad, de acuerdo con las cifras de StartupBlink (2025), se ha reportado un crecimiento del ecosistema para la región de un 19,1%: se capturo una inversión de USD \$4.116.500.000 para 2024 y en la actualidad existe un número aproximado de 11.315

Startups⁶. A raíz del alza del ecosistema emprendedor de la región, un estudio de McKinsey & Company (2023) señala que desde el 2020 más de 150 fondos de capital de riesgo se han constituido en Latinoamérica. En atención a estas cifras se puede observar una brecha significativa en términos de densidad y dinamismo del ecosistema emprendedor, en relación con la cantidad de Startups y financiación que existe en América Latina y E.E.U.U. (ver Tabla 1). Sin embargo, se debe señalar que la región ha mostrado un crecimiento constante en cuanto al ecosistema Startup y presenta signos que hacen deseable el desarrollo de instituciones, regulación, estructuras, y literatura que permitan un crecimiento integral de esta industria en la región.

Tabla 1:

Startups e inversión en Latinoamérica

País	Startups constituidas a 2026	Tasa de crecimiento anual	Financiación registrada para 2024
Colombia	1860	22,3%	US 287.200.000
Brasil	5349	21,7%	US 1.990.000.000
Argentina	1065	6%	US 598.370.000
República Dominicana	53	11,2%	US 60.000
Costa Rica	96	16,8%	US 11.170.000
Ecuador	97	7,8%	US 3.230.000
Uruguay	145	3,7%	US 38.430.000
Paraguay	37	3,1%	US 33.000
Guatemala	57	12,7%	US 27.400.000

⁶ Adviértase que el número de Startups constituidas en toda la región de Latinoamérica, sin siquiera tener en cuenta el monto de los activos que estas representan, equivale solo a un 11,8% de las constituidas en Estados Unidos

Panamá	78	10,3%	US 4.800.000
México	1460	2,6%	US 689.840.000
Chile	899	10,3%	US 473.530.000

Nota. Esta tabla fue realizada con las cifras registradas en StartupBlink para el 11 de febrero de 2026. En ella se ven los países de Latinoamérica que han sido tomados como muestra para este estudio.

Se puede concluir que en Brasil, Argentina, Colombia y Chile se presenta una alta concentración de Startups y del volumen de financiación que estas obtienen. Además, se observa que no hay una correlación necesaria entre el número de Startups y su financiación. Por ejemplo, mientras Colombia registra una mayor cantidad de Startups que México, el volumen de financiación es inferior, lo que se traduce en una menor intensidad de capital invertido por empresa. En México, se recibe aproximadamente 206% más financiación por Startup que en Colombia. Es decir, casi triplica el capital promedio invertido frente al caso colombiano⁷.

En este contexto resulta pertinente revisar el avance en la construcción de marcos legales para Startups en los mencionados países⁸, que para ser ilustrados serán clasificados de la siguiente manera:

a. Leyes marco sobre emprendimientos

- Argentina cuenta con la “Ley de apoyo al capital emprendedor” (Ley Nacional N.º 27.349) de 2017, que busca apoyar la actividad emprendedora y la generación de capital en el país. Así, la ley recoge incentivos fiscales para inversionistas y

⁷ No obstante, esta comparación debe matizarse atendiendo las diferencias estructurales y demográficas entre los países, asunto que se analizará en el siguiente acápite.

⁸ El marco regulatorio de Colombia se analizará en el siguiente acápite.

emprendedores y crea un fondo fiduciario destinado a promover el financiamiento de emprendimientos (FONDCE).

- Brasil promulgó la Lei Complementar 182 de 2021 que instruye el marco legal de las Startups y del emprendimiento innovador. Esta regulación contempla la figura del *inversionista ángel*, los contratos de aporte que pueden o no convertirse en participación (regulando vehículos equiparables al SAFE o a notas convertibles), la simplificación de trámites y mecanismos especiales de contratación estatal, y define criterios de calificación de las Startups.
- República Dominicana cuenta con la Ley 688-16 de 2016, que crea un marco regulatorio e institucional que fomenta la cultura emprendedora y promueve la creación y permanencia de emprendimientos incorporados formalmente en la economía. En esta se introduce un fondo creado para proveer financiamiento a empresas emergentes en el mercado, además de crear una agencia estatal denominada “Red Nacional de Emprendimiento”. Esta se encarga de sugerir políticas y directrices orientadas al fomento de la cultura para el emprendimiento y a la formulación estrategias para el desarrollo de los emprendimientos.
- Costa Rica promulgó la Ley 9998 de 2021, que surge en un contexto de reactivación económica y búsqueda de reducción de la informalidad, para promover y facilitar la creación de emprendimientos y microempresas. Esta se enfoca en simplificar los trámites de creación y operación.
- La Ley Orgánica de Emprendimiento e Innovación de Ecuador de 2020 reconoce distintos tipos de emprendimiento como el tradicional, innovador y dinámico e incentiva la colaboración público-privada en el ecosistema emprendedor.

- Uruguay promulgó la Ley 19.820 de 2019 que promueve la creación y desarrollo de emprendimientos, además de habilitar programas de financiamiento y asistencia técnica para emprendedores.
- Paraguay tiene la Ley 5669 de 2016, con un enfoque educativo e institucional para los emprendimientos. Contempla programas de capacitación, apoyo a incubadoras y centros de desarrollo de emprendimientos.

b. Leyes sobre vehículos de formalización de Startups/emprendimientos⁹

- En Guatemala, se promulgó la “Ley de Fortalecimiento al Emprendimiento” (Decreto 20-2018), vigente desde 2019, que otorga apoyos técnicos y financieros a emprendedores, así como agilización en la formalización de sus negocios. En específico, crea una figura jurídica denominada “Sociedad de emprendimiento” con un procedimiento especial de constitución y funcionamiento que permite reducir tiempo, costos y trámites en su inscripción. Esta sociedad está pensada para pequeños emprendimientos, con límites en sus ingresos. En caso de excederse, la sociedad deberá transformarse en otro régimen societario o figura mercantil del sistema jurídico guatemalteco.
- En Panamá, mediante la Ley 186 de 2020 se creó un tipo societario simplificado para formalizar emprendimientos (Sociedad de Emprendimiento), en el que se reducen costos y trámites de constitución. Esta ley busca reducir barreras de entrada al emprendimiento.

c. Leyes Fintech:

⁹ Se excluyen las normas que crean las S.A.S. o figuras societarias equivalentes, en la medida en que, si bien se utilizan para la formalización de Startups, no fueron concebidas de manera específica para este fin.

- México cuenta con la “Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera” de 2018, que promueve los servicios financieros prestados por Fintech. Específicamente, otorga un marco legal expreso para formas de financiamiento como el *crowdfunding*. Esta ley permite que se capten recursos de diversos inversionistas a través de plataformas autorizadas. Asimismo, define quiénes pueden ser inversionistas, sus límites y requisitos, bajo supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Chile adoptó la Ley N.º 21.521, conocida como Ley Fintech, cuyo objeto es “promover la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros”. Esta ley también regula formas de acceder al *equity* mediante *crowdfunding* o deuda colectiva.

A pesar del avance en las jurisdicciones Latinoamericanas en cuanto a la regulación de los ecosistemas Startup, persiste la ausencia de una regulación local estable y que otorgue confianza y beneficios a los inversionistas. Por esto, la mayoría de los fondos de capital de riesgo se constituyen y operan bajo jurisdicciones como Delaware en Estados Unidos¹⁰, en razón a su derecho societario moderno y a los beneficios fiscales que existen en este Estado. Esta práctica ha dado pie a que surja una estructura denominada comúnmente como “sánduche caimán” (*Cayman Sandwich*). Dicha estructura consiste en que la Startup ubicada en América Latina es propiedad de una LLC constituida en Delaware, que a su vez es controlada por una sociedad matriz (*holding*) domiciliada en las Islas Caimán. De esta forma, los inversionistas buscan mitigar riesgos legales percibidos en las jurisdicciones latinoamericanas. Por ejemplo, se percibe la mayor rigidez del derecho societario, la incertidumbre asociada al régimen de responsabilidad en los países, y la

¹⁰ Aunque también operan en Colombia en cierta medida, sin un marco legal estructurado

dificultad de ejercer el “*enforcement*”¹¹ en jurisdicciones distintas a la propia. Sin embargo, protegerse de estos riesgos conlleva los costos de tener una operación internacional como los costos de liquidación y de manejo de las tres sociedades. También, se asume el costo de establecer el domicilio en una jurisdicción como las Islas Caimán, que históricamente ha sido considerada como una jurisdicción opaca y con altos niveles de confidencialidad corporativa¹². Además, el costo de desplazar de América Latina el desarrollo institucional y mercantil de la industria del capital de riesgo, lo que limita su consolidación en estos países (Pereira & Andrade, 2025). A raíz de lo anterior, se puede deducir que las estructuras legales claras y modernas promueven confianza para personas que buscan invertir en las Startups. Aunque los países antes mencionados cuentan con regulación específica para las Startups o emprendimientos, es de notar que persisten vacíos grandes respecto a su financiación. Vehículos como los fondos de capital de riesgo, esenciales para este medio, aún no han sido regulados en estos países, lo que genera incertidumbre sobre las relaciones entre inversionistas, gestores, fundadores y, en general, los diferentes actores que intervienen en el financiamiento de Startups. Un inversionista que pretenda comprometer su capital en Startups latinoamericanas no cuenta con la seguridad jurídica óptima en cuanto a los eventuales riesgos que podría enfrentar.

ii) Contexto colombiano

En Colombia se desarrollan una gran cantidad de Startups con alto potencial y el ecosistema emprendedor ha demostrado un dinamismo notable en los últimos años. Como se afirma en el *Colombia Tech Report* de KPMG, en 2024 se registraron 2.126 Startups, cifra que representa un crecimiento del 24% frente al 2023, lo que confirma un ecosistema dinámico y en expansión. La distribución geográfica evidencia una concentración en las principales

¹¹ En el derecho anglosajón el “*enforcement*” se refiere a la ejecución, cumplimiento contractual y la aplicación efectiva de las normas legales por parte de autoridades administrativas y judiciales.

¹² Apenas salió de la “lista gris” del Financial Action Task Force en 2023 (FATF, 2023)

ciudades: Bogotá reúne aproximadamente el 50% de las Startups, Medellín el 25% y Cali el 11%. El ecosistema presenta, a su vez, una especialización sectorial relevante: la industria Fintech lidera el número de Startups, con un 19%, el *Software como servicio* (Saas) le sigue con un 11%, y la industria de salud, educación y soluciones de gestión empresarial agrupa el resto.

En materia de financiación temprana, se identifican iniciativas relevantes frente a las ideas de negocio innovadoras y sostenibles. Entre ellas se destaca el Fondo Emprender del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA, s.f.). Este ofrece capital semilla condonable o reembolsable mediante convocatorias públicas y brinda acompañamiento, asesoría y formación para el diseño de la idea y ejecución del proyecto. Para 2025, el Fondo Emprender contó con un presupuesto aproximado de COP \$249.500.000 (SENA, 2025) y apoyó cerca de 2.665 proyectos productivos (Montaño, 2025). Este tipo de iniciativas son relevantes en las etapas de validación de las ideas de negocio. No obstante, no sustituyen los mecanismos de inversión privada necesarios para las fases de escalamiento y operatividad de los emprendimientos.

Las cifras mencionadas evidencian la capacidad emprendedora y de innovación del país, y la necesidad de mecanismos de financiamiento más profundos y adecuados. No obstante, ese crecimiento en la creación de Startups no se refleja en proporción con el capital disponible para el crecimiento de estas empresas: en términos agregados, en 2024, Colombia logró un levantamiento de capital que asciende a US \$513.000.000¹³. Esta cifra es inferior a otros países de Latinoamérica como México o Brasil, en los cuales se obtuvieron sumas de US \$1.176.000.000 y US \$2.013.000.000 respectivamente para el mismo año. No obstante, esta

¹³ Debe considerarse que, en el caso colombiano, apenas el 30% de la financiación de Startups proviene del capital de riesgo (KPMG, 2024).

comparación debe matizarse atendiendo a las diferencias estructurales y demográficas entre dichos países (ver tabla 2).

Tabla 2

Relación de inversión per cápita en Startups en Brasil, México y Colombia en 2024

País	Población (millones) ¹⁴	Inversión en capital de riesgo agregado (millones de USD) ¹⁵	Inversión en capital de riesgo per cápita (USD)
Brasil	211,9	2013	9,5
México	130,8	1176	9
Colombia	52,8	513	9,7

Al considerar la inversión en capital de riesgo *per cápita*, que relaciona el capital invertido con el tamaño de la población, Colombia presenta niveles comparables, e incluso, ligeramente superiores, a los de México y Brasil. Esto sugiere que el país ha logrado levantar montos relevantes en términos de inversión de riesgo en su ecosistema emprendedor. Esto es relevante si se considera que Brasil es la mayor economía de Latinoamérica y, en el caso de México, además de tener una economía de mayor tamaño (Salazar, 2026), se beneficia de relaciones comerciales estratégicas con su vecino Estados Unidos (OECD, 2026), factores que sugieren mayores flujos de inversión. Es así como las cifras demuestran que Colombia concentra cerca del 12% del capital regional (KPMG, 2024). Sin embargo, este desempeño no elimina la existencia de un déficit estructural y de financiamiento en el marco de las Startups. Esto se debe a que el volumen total de capital y la diversidad de vehículos disponibles para

¹⁴ Cifras tomadas de Banco Mundial para 2024: <https://datos.bancomundial.org/indicador/SP.POP.TOTL?locations=CO>

¹⁵ Información del Colombia Tech Report de KPMG de 2024.

inversión aún resultan insuficientes para atender las necesidades de la cantidad de Startups que se desarrollan en el país.

En este contexto, es poca o nula la profundización del mercado del financiamiento por medio del capital de riesgo. Esto se explica, entre otros factores¹⁶, por el desconocimiento y falta de confianza jurídica de los inversionistas locales y extranjeros en los vehículos de inversión como los fondos de capital de riesgo. Esto se debe a que Colombia aún carece de un marco legal claro para las Startups y sus formas típicas de financiamiento a través del capital de riesgo, como se verá a continuación:

Ausencia de regulación sobre Startups y capital de riesgo en Colombia

Para el marco colombiano, existe la Ley 2069 de 2020 (Ley de Emprendimiento), que busca impulsar el emprendimiento y fortalecer las MiPymes. Este es el principal cuerpo normativo para el ecosistema emprendedor colombiano. La ley incluye: la causal de disolución por el no cumplimiento de la hipótesis de negocio en marcha; tarifas diferenciadas y exenciones ante el INVIMA; impuestos de registro; la posibilidad de llevar contabilidad simplificada; disposiciones sobre la contratación pública para emprendimientos; y el reconocimiento del *crowdfunding* como alternativa de financiación para emprendimientos, lo que otorga al Gobierno Nacional la posibilidad de consolidar la financiación colaborativa.

Si bien estas disposiciones fortalecen el entorno general de creación empresarial, no configura un régimen jurídico especializado para las inversiones de capital de riesgo. Esto se debe a que la ley aborda el emprendimiento desde la perspectiva empresarial, pero no las dinámicas contractuales, societarias y financieras propias de las Startups y los fondos de capital de riesgo, lo que deja un vacío normativo relevante. En este contexto, resulta necesario analizar

¹⁶ Tales como la incertidumbre fiscal y retos estructurales del país.

la estructura típica a través de la cual se canalizan las inversiones de capital de riesgo, es decir, los fondos de capital de riesgo. Además, es importante conocer el modelo de relación entre los socios gestores y capitalistas o limitados, que permitirá identificar las brechas regulatorias existentes en el ordenamiento colombiano.

2. El capital de riesgo y la estructura LP/GP

El capital de riesgo (*Venture Capital*) es un tipo de financiación especializada en la que inversionistas profesionales inyectan capital en empresas privadas de alto potencial de crecimiento y alto riesgo (Gompers, 2004), que no cotizan en las bolsas de valores públicas (BBVA Asset Management, 2022). El capital de riesgo actúa como un intermediario financiero entre las fuentes de capital, que generalmente son grandes instituciones de inversionistas profesionales, y las Startups (Cumming & Johan, 2009), que requieren altas cantidades de capital para escalar sus modelos de negocio y, como se dijo anteriormente, a menudo no pueden acceder al crédito bancario tradicional. Esta industria utiliza un mecanismo de inversión en el que los inversionistas adquieren participaciones accionarias o derechos de participación en la compañía a cambio del capital inyectado. Además, se incorporan en distintas etapas del desarrollo de la empresa, como en las rondas de financiación semilla y etapas tempranas, desempeñando un papel fundamental en el impulso del negocio (Silicon Valley, s.f.). Así, los inversionistas buscan finalmente obtener un beneficio al salir de la inversión cuando la empresa haya alcanzado su crecimiento esperado, sea a través de una oferta pública inicial (OPI), la venta de la Startup, o algún evento que genere liquidez (Goldman Sachs, 2022). Así, concretan su inversión vendiendo sus acciones a un mayor precio o vendiendo la compañía como un todo (Pereira Á. , 2022), ya que no se busca el beneficio a través de dividendos futuros como en las compañías tradicionales. Esta forma de inversión es relevante y deseable porque ofrece una alternativa de financiamiento para emprendedores, que de otra manera no podrían obtener dichos fondos (Gompers, 2004). A la misma vez, les proveen un flujo de capital estable y participación en el gobierno corporativo para asegurar las buenas prácticas dentro de la empresa (Pereira Á. , 2022).

La industria del capital de riesgo capta los recursos de inversionistas, generalmente inversionistas institucionales, a través de vehículos específicamente diseñados para tal fin,

como los fondos de capital de riesgo (Arango, 2016). Estos son vehículos de inversión colectiva, establecidos normalmente para un periodo de entre 7 a 10 años (Pereira Á. , 2022). Generalmente, son administrados por firmas de capital de riesgo o GP (*General Partners*) que captan los recursos de socios aportantes o LP (*Limited Partners*), como fondos de pensiones, patrimoniales, y personas con músculo financiero importante (Silicon Valley, s.f.). Si bien no hay una estructura estandarizada para los fondos de capital de riesgo, el modelo anglosajón LP/GP es reconocido internacionalmente como la preferida entre los inversionistas (Maarbani, 2011), que se basa en la figura de la *Limited Partnership* (Goldman Sachs, 2022). No obstante, este concepto no se puede traducir a “sociedad limitada” directamente, vehículo jurídico existente en Colombia, pues se verá que son estructuras y conceptos diferentes.

Los fondos de capital de riesgo necesitan dos sujetos principales: LP y GP. Los LP son los inversionistas que comprometen capital al fondo de riesgo. Su función principal es la contribución de aportes monetarios y generalmente asumen una actitud pasiva a la espera de la generación de rendimientos (Feng, Guo, Dong, & Wang, 2022). Por otro lado, los GP o gestores, son profesionales (generalmente firmas o empresas) que se encargan de levantar el capital, estructurar los acuerdos o contratos con los LP, y como función principal, administrar los recursos económicos del vehículo o fondo, lo que maximiza el valor de las inversiones. De esta manera, identifican y evalúan las Startups con más alto potencial, realizan las inversiones y una vez estas generan rendimientos, desembolsan los recursos a los LP. Simultáneamente, se encargan de acompañar activamente a las empresas que financien, sea a través de asesorías o participación en su gobierno corporativo. Finalmente, son los responsables de definir y ejecutar una estrategia de salida, como la venta de la Startup o una IPO (lo que en la literatura se denomina un “*exit*”). (Leamon, Lerner, & García-Robles, 2012). A diferencia de otras fuentes de financiación tradicionales, cuyas operaciones son ampliamente conocidas por los diversos

agentes de mercado, las operaciones que se realizan mediante inversión en capital de riesgo y, en especial, los fondos de riesgo no son conocidas ni abiertas al público (Arango, 2016).

Los GP en los fondos de capital de riesgo inyectan los recursos en las Startups y diversifican el riesgo que los LP asumen, bajo su discrecionalidad. De esta manera, actúan como agentes de los LP que prefieran hacer sus inversiones mediante un intermediario y no directamente (Sahlman, 1990). Estos servicios generalmente se remuneran a los GP en dos formas: un pago fijo anual que hace las veces de salario base de los gestores, denominado *management fee* y una compensación que depende del éxito de las inversiones, denominado *carried interest*. El *management fee* es usualmente de entre el 1.5% al 2.5% del capital levantado, y la participación en utilidades del *carried interest* es típicamente del 20%. Esta última solo se activa después de devolver el capital a los LP (Cotivz & Liang, 2002). Estos mecanismos de compensación no solo son una forma de remunerar el trabajo de los gestores, sino que también responden a una lógica de alineación de intereses de los LP y los GP, que permite en gran medida mitigar los problemas de agencia que se derivan de esta relación, como se verá más adelante.

2.1. Análisis jurídico de la estructura de los fondos de capital de riesgo en el derecho anglosajón

Para entender cómo funcionan los fondos de capital de riesgo en el derecho tradicional anglosajón es necesario hacer una precisión inicial. Estos fondos no se definen principalmente por ser un tipo societario o una persona jurídica específica. Se caracterizan por ser una organización contractual y estructural: un nexo de contratos que se orchestra bajo distintas figuras que separa los recursos invertidos de los activos y riesgos del gestor (Morely, 2014). Lo anterior encuentra su fundamento en autores como Bainbridge (2002), que indican que desde la perspectiva de la función económica que cumplen las sociedades, estas no son un ente individual sino más bien un nodo de contratos mediante los cuales se establecen derechos y obligaciones entre los participantes.

Por su parte, Reyes Villamizar (2006) advierte que:

“mientras que en los países de tradición civilista todos los tipos lucrativos se clasifican bajo el concepto genérico de compañía o sociedad, en las naciones del Common Law se hace una tajante diferenciación entre las sociedades personalistas y las compañías de capital” (pág. 89).

Es así como la *Partnership* se define como una asociación voluntaria de dos o más personas que quieran llevar a cabo un negocio con un propósito oneroso, sin crear una sociedad. De esta manera, tiene la característica principal de que no es una persona jurídica separada de sus socios, lo que conlleva que estos respondan con su propio patrimonio (Sotomonte Mujica , 2004). Este tipo de asociaciones se caracterizan por su dependencia en los contratos, ya que en el fondo los *Partnerships* se componen de contratos entre sus dueños, lo que habilita una flexibilidad difícil de establecer en las sociedades (Ribstein, 2009). Haciendo alusión a que esta hace parte de las denominadas *sociedades de personas* (Reyes Villamizar F. , 2006) los participantes responden de manera solidaria e ilimitada por las obligaciones contraídas.

Como forma especial de las *Partnerships* surge la *Limited Partnership*. Desde el punto de vista jurídico, es un tipo de contrato asociativo que no implica la creación de una sociedad, pero a su vez otorga la limitación de responsabilidad para algunos de sus socios. Puede resultar difícil concebir una forma asociativa con limitación de la responsabilidad, sin ser una sociedad en estricto sentido. Sin embargo, a la *Limited Partnership* no se la debería alinear estrictamente con la regulación societaria, puesto que esta y las sociedades concebidas en clave del derecho de tradición romano-germánica son vehículos fundamentalmente diferentes.

Esta forma asociativa tiene su origen en el Reino Unido a finales del siglo XIX, y se creó con el fin de combinar las ventajas de la responsabilidad limitada que otorgaban las sociedades, pero sin la necesidad de formar una compañía (Hardman, 2025).

Las características principales que diferencian la *Limited Partnership* de la *Partnership* general radica en los socios que la componen y su responsabilidad. Como se explicó antes, en el esquema de la *Limited Partnership* hay un GP y unos LP. Mientras que los GP tienen la misma responsabilidad que los socios de una *Partnership*, los LP responden hasta el monto de sus aportes como en una sociedad (Sotomonte Mujica , 2004).

Sin duda alguna, la figura principal utilizada en el capital de riesgo es la *Limited Partnership* (Goldman Sachs, 2022). Sin embargo, también se utilizan de manera funcionalmente equivalente la LLC y en ciertos casos el *Trust*. La distinción técnica de la diferencia entre las sociedades concebidas en el *Civil Law* y el *Common Law* suele confundir a los juristas de tradición civilista, puesto que tendemos a asimilar estas figuras con tipos societarios en sentido estricto. Sin embargo, la clave de los fondos está en su configuración contractual (Arango, 2016). A partir de esto, resulta necesario explicar cómo funcionan estas figuras en detalle, como se muestra a continuación:

En primer lugar, respecto a la *Limited Partnership*, es importante aclarar que sus actividades y su gobernanza se regulan principalmente bajo el contrato que hayan suscrito los LP con los GP (*Partnership Agreement*). Sin embargo, los temas de creación, registro, y responsabilidad están regulados bajo el Uniform Limited Partnership Act de 2001 (“ULPA”), en Estados Unidos, sin perjuicio de que cada Estado desarrolle su propia legislación al respecto. Sobre temas de manejo, ganancias, partición del riesgo y disolución, las normas antes referenciadas promueven un marco supletivo, sin embargo, se da libertad contractual a los socios para que las regulen ellos mismos (Kleinberger, 2012).

Esta forma asociativa es una estructura que ofrece muchas ventajas para inversiones de alto riesgo (Leamon, Lerner, & García-Robles, 2012), en la medida en que los LP pueden invertir su dinero sin el riesgo de que se persiga su patrimonio personalmente. Por su parte, los

GP tienen el incentivo de hacer las inversiones de una manera impecable, al no contar con la protección patrimonial que tienen los LP. Sin embargo, es importante poner de presente que el GP “puede también participar como capitalista y en tal condición hacer aportes a la compañía” (Reyes Villamizar F., 2006), con lo cual se observa que la calidad del GP, no le impide comprometer a su vez su capital como LP.

Otro vehículo que puede implementar la misma lógica estructural de los *Limited Partnership* es la *Limited Liability Company* (LLC). Estas son organizaciones que conservan elementos tanto de las asociaciones entre personas (*Partnerships*) como de las corporaciones (entendidas como personas jurídicas), al combinar la flexibilidad propia de las primeras con la característica de la responsabilidad limitada de las segundas (Hamill, 1989) (Cornell, s.f.). Es así como la LLC permite que los inversionistas adapten sus acuerdos según sus necesidades, mediante el *Operating Agreement* (Cornell, s.f.). Este elemento actúa como eje organizativo, paralelo a los estatutos sociales, y refleja la autonomía contractual característica de estas estructuras (Ribstein, 2009). Si bien la LLC otorga responsabilidad limitada a sus miembros, esta no es absoluta, puesto que las autoridades pueden levantar el velo corporativo. Esto sucede, particularmente, cuando la LLC opera abusivamente (lo que se conoce como la teoría del *alter ego*), es decir, cuando se confunde el patrimonio personal con el de la LLC, o cuando se utiliza para defraudar a los acreedores (Kleinberger, 2012) (Cornell, s.f.). Además, en las LLC opera el *pass-through*, es decir que no existe la doble tributación que afecta a las sociedades de capitales tradicionales. Esto hace que la LLC esté eximida del pago de impuestos federales y sean los asociados quienes paguen directamente los impuestos por las utilidades de la compañía (Reyes Villamizar F. , 2006). Generalmente, los inversionistas que entran en los fondos de *private equity* buscan eficiencia fiscal y la menor carga tributaria posible, por lo que las LLC les resultan particularmente atractivas.

De manera alternativa, y más aún, como una herramienta de inversión aparece el *Trust*, propio del *common law*. Esta es la figura mediante la cual el *trustee* posee determinados bienes en favor del beneficiario (*cestui que trust*), a partir de un acto volitivo de la persona que lo crea (*settlor*) conforme a los términos pactados (Hudson, 2017) (Rodríguez-Azuero, 2007). Si bien el *trust* y el negocio fiduciario latinoamericano no son figuras jurídicas equivalentes, ambas figuras evocan un propósito similar: materializar la finalidad perseguida inicialmente definida por el *settlor* o fideicomitente en beneficio del *cestui que trust* o fideicomisario (Rodríguez-Azuero, 2007). Las diferencias principales radican en que el *trust* es considerado como una institución que puede surgir de la mera manifestación de la voluntad del *settlor*, mientras que el negocio fiduciario implica la celebración de un contrato¹⁷. Por otro lado, el *trust* implica la doble titularidad de los bienes designados en cabeza del *trustee* y el *cestui que trust*; mientras que en la fiducia la titularidad de los bienes encargados recae únicamente en cabeza del fiduciario. Es así como en el contexto del capital de riesgo, aunque la *Limited Partnership* sea el vehículo predominante, los *trusts* se utilizan en la práctica para canalizar las inversiones. Esto, debido a que son un esquema jurídico particularmente flexible para la administración de activos, que permite separar y gestionar distintos bienes conforme a las finalidades designadas por el *settlor*, que además protege los intereses de los beneficiarios dentro del ecosistema del capital de riesgo.

A pesar de las distintas naturalezas jurídicas de estas figuras, las tres comparten elementos que los convierten en vehículos idóneos que los fondos utilizan para implementar una misma estructura económica. Esto se debe a que su característica principal es la separación de los activos del fondo y los activos y riesgo del gestor; característica transversal a las tres figuras. Además, garantizan que los acreedores de los GP o de los LP no puedan perseguir los

¹⁷ Entendido como manifestación bilateral de voluntad, un acto jurídico por el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o no hacer alguna cosa (Ospina Fernández & Ospina Acosta, 2025)

activos del fondo, lo que les permite proteger su patrimonio. Asimismo, los tres vehículos restringen el control de los inversionistas sobre las decisiones estratégicas del gestor, ya sea por el diseño legal de la figura o por vía contractual. Finalmente, otorgan flexibilidad contractual que permite trazar a la medida los riesgos y beneficios que los inversionistas están dispuestos a asumir (Morely, 2014) (Hansmann & Mattei, 1998).

3. Ausencia de regulación y estructuras equivalentes en Colombia

En este contexto, es importante señalar que los fondos de capital de riesgo son generalmente constituidos y operados en jurisdicciones distintas a la colombiana, especialmente en Estados Unidos. Esto obedece, en parte, a que las figuras jurídicas locales, como los fideicomisos mercantiles, Fondos de Inversión Colectiva, Fondos de Capital Privado, sociedades por acciones simplificadas (S.A.S.), y sociedades en comandita¹⁸; no reproducen total ni adecuadamente el vehículo jurídico de la *Limited Partnership*. Tampoco reproducen la estructura del modelo anglosajón LP/GP, bajo la cual usualmente operan los fondos de capital de riesgo. Ahora bien, la ausencia de una regulación específica en sí misma no es una desventaja total. En algunos casos puede ofrecer espacios de flexibilidad e innovación jurídica y de inversión. No obstante, es distinto el escenario cuando la ausencia se concreta en desconfianza para los inversionistas, sobre todo en lo referente a la estabilidad de las normas y la existencia de prácticas usuales y consolidadas. En efecto, si bien algunas de las figuras mencionadas permiten aproximaciones parciales a la estructura de la *Limited Partnership*, el marco jurídico colombiano no ofrece aún un nivel de desarrollo normativo. En la práctica, no se consolida la experiencia necesaria para otorgar la confianza y certeza requeridas para la estructuración y operación de dichos fondos en el país.

A continuación, se abordarán las figuras jurídicas nacionales anteriormente mencionadas, de las cuales se hará un análisis a profundidad en cuanto a las similitudes y límites que presenta cada una de estas frente a la estructura anglosajona de la *Limited Partnership* estudiada y su posible uso para la estructuración de los fondos de capital de riesgo.

¹⁸ Si bien este tipo societario está cada vez más en desuso, su estructura refleja ciertas similitudes con la estructura LP/GP que será objeto de análisis.

3.1. Fideicomisos mercantiles

Los fideicomisos mercantiles surgen directamente del contrato de fiducia mercantil regulado en el artículo 1226 del Código de Comercio, en el que se establece:

“La fiducia mercantil es un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario.

Solo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán tener la calidad de fiduciarios.”

A través de esta figura, un empresario da en administración o transfiere la propiedad de unos bienes a una fiduciaria para cumplir determinado fin, los cuales no entran a hacer parte del patrimonio propio de la sociedad fiduciaria, por constituir patrimonio autónomo sin personería jurídica, del que solo se puede disponer para llevar a cabo la finalidad encomendada (Peña Nossa, 2017).

En efecto, en el negocio fiduciario latinoamericano es necesaria la constitución de un patrimonio autónomo, disponible únicamente para llevar a cabo la finalidad de la fiducia. Esto significa que los bienes dados en fideicomiso salen del patrimonio del fideicomitente y pasan al patrimonio autónomo administrado por el fiduciario. Así, “los bienes objeto de la fiducia no forman parte de la garantía general de los acreedores del fiduciario y sólo garantizan las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida” (Artículo 1227 del Código de Comercio).

Así las cosas, la fiducia ha sido caracterizada como un mecanismo flexible, en la medida en que “permite realizar todas las finalidades lícitas que las necesidades o la imaginación determinen” (Nieto Stephanou, 2005, pág. 14). De esta manera, se explica que pueda ser utilizado en distintos esquemas de inversión.

En cuanto a los sujetos que intervienen en esa figura, se identifican tres principales: (i) el fideicomitente, que transfiere los bienes del encargo, (ii) el fiduciario, que se encarga de administrarlos y, (iii) el beneficiario o fideicomisario, en cuyo favor se desarrolla el negocio, pudiendo coincidir en el sujeto del fideicomitente (Circ. Básica Jurídica 006/2025, Superintendencia Financiera, Parte II, Título II, Capítulo I). Además, la legislación colombiana introduce algunos requisitos para obtener la calidad de fiduciario, pues las Sociedades Fiduciarias deben ser entidades de servicios financieros, autorizadas y sujetas a la inspección, control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2017). A raíz de esto se ha considerado que la fiduciaria es una entidad especializada y profesional, comprometida a realizar su mejor esfuerzo en aras de conseguir la finalidad señalada por su cliente en el contrato, con los bienes recibidos para tal efecto (Nieto Stephanou, 2005). Sin embargo, el fideicomitente y el beneficiario pueden tener cualquier calidad (Gaitan Cuesta, 2004).

A partir de lo anterior, el paralelo con la *Limited Partnership* se analizará desde 2 frentes: (i) el funcionamiento de las figuras y (ii) los sujetos que intervienen en cada una, con atención al régimen de responsabilidad que recae sobre ellos.

En primer lugar, en cuanto al funcionamiento, se advierte una similitud estructural fundamental: en ambos casos un sujeto entrega sus bienes, generalmente dinero, a otro para que este los administre. Siempre que el fideicomitente encargue al fiduciario que la finalidad del negocio sea la búsqueda de rendimientos económicos a través de la inversión en Startups,

entonces el fideicomitente actuaría de manera análoga a un LP de un fondo de capital de riesgo. Así, el fideicomitente entrega su dinero a la fiducia (que actuaría como GP) para que esta lo administre e invierta en empresas de alto potencial. Una vez cumplido un plazo establecido, los recursos o sus rendimientos serían transferidos al beneficiario, que en todo caso puede ser el mismo fideicomitente.

Este es el caso del fideicomiso de inversión, mediante el cual “el fideicomitente o cliente entrega a la fiduciaria una suma de dinero u otros valores, para que haga una inversión económicamente productiva, en beneficio suyo o de un tercero, designado por él” (Peña Nossa, 2017, pág. 588). En este orden de ideas, se observa cómo el funcionamiento de una fiducia mercantil, y en particular un fideicomiso de inversión puede replicar a grandes rasgos la lógica de funcionamiento de la estructura LP/GP del capital de riesgo.

Analizada la similitud funcional, es necesario profundizar el análisis de los sujetos que intervienen en cada figura, con especial atención en la responsabilidad que estos adquieren. Se advierte, en primer lugar, que el GP puede asimilarse con la Sociedad Fiduciaria y el LP con el fideicomitente/beneficiario. Tanto en el negocio fiduciario como en los fondos de capital de riesgo, el gestor o administrador es un profesional que se encarga de administrar los recursos. El GP por prácticas de mercado, pues generalmente son firmas o empresas que se encargan de levantar el capital y estructurar los acuerdos o contratos con los LP (Arango, 2016). Por otro lado, el fiduciario por disposición legal debe ser un sujeto cualificado. En contraposición, y como se mencionó anteriormente, el fideicomitente y el LP puede tener cualquier calidad. Este último, siempre y cuando el fondo de capital de riesgo se estructure bajo la exención de la *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), que permite captar el dinero de hasta 35 *non-accredited investors* (Regla 506(b) de la SEC).

A partir de esto, se debe analizar la responsabilidad que los sujetos que intervienen en las figuras adquieren desde dos frentes: la responsabilidad interna entre los sujetos del negocio y la responsabilidad respecto a terceros.

En un primer escenario, desde la perspectiva de los deberes que tienen los sujetos entre sí y en particular del GP/fiduciario para con el LP/fideicomitente o beneficiario, se advierte que tanto en la figura colombiana como en la *Limited Partnership*, las relaciones de los GP para con los LP son principalmente regidas por deberes fiduciarios como los de cuidado, de lealtad, buena fe y trato justo. Estos deberes ponen límites frente a conductas negligentes o temerarias. De esta manera, si las inversiones realizadas por el GP o el fiduciario no obtienen los rendimientos deseados, ambos pueden justificar su actuación demostrando su diligencia en el manejo de los negocios (Steindl, 2013) (Rodríguez-Azuero, 2007).

No obstante, en el caso del fiduciario, el alcance de la responsabilidad no es uniforme, pues depende generalmente del tipo de encargo asumido en cada negocio. En este sentido, la doctrina señala que, atendiendo a la finalidad y complejidad de la fiducia, las obligaciones pueden ser de medios o de resultados (Peña Nossa, 2017) (Gaitan Cuesta, 2004). Así, en los encargos que requieren una gestión precisa y verificable, como la entrega de recursos cuando se cumplan ciertas condiciones¹⁹, su responsabilidad se aproxima a una de resultados. Distinto es el caso en el contexto de los fideicomisos de inversión, en el cual se entiende que en mercados especializados pueden presentarse vicisitudes (que no dependen de la gestión del fiduciario) que pueden afectar el éxito de las inversiones. Así, se debe considerar que la obligación en la gestión de bienes destinados a la inversión por parte del fiduciario es de medios (Rodríguez-Azuero, 2007), entendiendo que su deber es actuar con profesionalidad en la

¹⁹ Como el caso de aquel comprador que entrega recursos a una fiducia para la adquisición de un inmueble, de manera que esta solo desembolse el dinero al constructor cuando se cumplan las condiciones definidas

administración de los recursos, sin que le sea exigible garantizar las condiciones de mercado que pueden no ser favorables.

En un segundo escenario, se encuentra una gran diferencia en materia de la responsabilidad respecto a terceros. En el negocio fiduciario, como se dijo anteriormente, los bienes puestos en la fiducia salen de la prenda general de los acreedores del fideicomitente y tampoco hacen parte del patrimonio del fiduciario, en tanto son parte de un patrimonio autónomo. Por el contrario, en la *Limited Partnership*, los GP que son quienes ejercen el control sobre la administración, por regla general responden solidaria e ilimitadamente por las deudas y obligaciones en las que esta incurra, de acuerdo con la ULPA (Cumming & Hammer, 2025). Sin perjuicio de lo anterior, las normas estatales individuales pueden establecer un límite o permitir modulaciones contractuales de la responsabilidad mediante el *Partnership Agreement*. Como ejemplo, el CORP § 16103, ley estatal de las empresas en el estado de California, en su apartado (b)(3) permite de (manera limitada) reducir los deberes de lealtad y buena fe de los GP.

Adicionalmente, en la *Limited Partnership*, los LP no participan en la gestión del fondo y su responsabilidad se limita al monto de su aporte. Así, la lógica de asignación de riesgos de la estructura anglosajona se configura de manera que el gestor asume los riesgos frente a terceros mientras que los inversionistas limitan su riesgo al capital invertido. En contraste, en la fiducia mercantil, si bien el fideicomitente tampoco responde por las obligaciones derivadas de la gestión del encargo, la distribución del riesgo no responde a la misma lógica de la relación entre LP/GP, en la medida en que representa un esquema de separación patrimonial y no una forma de distribuir los riesgos entre las partes.

A partir de esto, se evidencia que, si bien la fiducia mercantil y particularmente el fideicomiso de inversión, presentan una cercanía estructural con el funcionamiento de los

fondos de capital de riesgo, las similitudes resultan insuficientes para canalizar el propósito y lógica de la *Limited Partnership*. En particular, el régimen de responsabilidad y la distribución del riesgo responde a dinámicas jurídicas distintas. Así, aunque la fiducia es un mecanismo flexible que permite estructurar inversiones, no logra replicar de manera plena el modelo LP/GP.

3.2. Sociedad por acciones simplificada (S.A.S.)

La S.A.S. es un tipo societario que se encuentra regulado en la ley 1258 de 2008 (Ley 1258). En el universo del régimen societario colombiano, en el cual se encuentran 5 tipos societarios²⁰, la S.A.S. es aquel en el que prima la autonomía privada de sus accionistas (Gaviria Gil, 2024). Esta se ha convertido en una respuesta parcial a la obsolescencia del régimen societario colombiano, inicialmente diseñado para sociedades abiertas y cerradas tradicionales. Si bien tiene muchos beneficios y es un tipo societario novedoso y flexible, resulta insuficiente para las necesidades de ideas de negocio novedosas como las Startups y las dinámicas del *Venture Capital*, (Gaviria Gil, s.f.) como se explicará ampliamente en este apartado.

En primer lugar, es importante aclarar que la S.A.S. se regula principalmente en una normativa independiente (Ley 1258). En esta medida, no le aplican algunas normas imperativas y requisitos formales que sí aplican para las sociedades del Código de Comercio. Por ejemplo, su constitución se hace mediante el registro directo en la Cámara de Comercio (art. 2, ley 1258 de 2008), mientras que las demás sociedades deben constituirse mediante escritura pública (art. 110 del Código de Comercio). Asimismo, cuenta con la posibilidad de que sea una sociedad unipersonal (art. 1, Ley 1258), que tenga un término de duración indefinido (art. 5, Ley 1258) y que pueda disponer de órganos de administración como la Junta Directiva (art. 25, Ley 1258).

²⁰ 4 del Código de Comercio, reguladas en el libro segundo: Sociedad Limitada, Sociedad Anónima, Sociedad en Comandita Simple y por Acciones y Sociedad Colectiva, y la S.A.S. regulada en la Ley 1258 de 2008

Además, permite pactar condiciones distintas como la limitación del artículo 404 del Código de Comercio que restringe al representante legal de enajenar sus acciones o la obligación del artículo 155 del Código de Comercio de distribuir un monto mínimo de utilidades cuando no se obtienen las mayorías que dicta la ley. Adicionalmente, la norma creadora de las S.A.S. respeta el principio y beneficio de separación patrimonial, mediante el cual el accionista solo responde hasta el monto de sus aportes (excepto cuando la sociedad se utiliza para defraudar a terceros, caso en el cual se levanta el velo corporativo).

Es así como la S.A.S. se puede ajustar para articular casi cualquier tipo de negocio, lo que posibilita, en parte, su adaptación a las necesidades propias de empresas innovadoras y sus inversionistas. Como consecuencia, de las 719,056 personas jurídicas que están inscritas como micro, medianas y pequeñas empresas en Colombia, un total de 709,334 son S.A.S. (Registro Único Empresarial y Social, 2026). De esta manera, se infiere que el 99% de los emprendimientos se constituyen como S.A.S.

Considerando las cifras antes mencionadas, la S.A.S. es el tipo societario más apetecido para la constitución de Startups en Colombia. Esto se explica principalmente por la mencionada prevalencia de la autonomía privada en la figura. Además de las particularidades anteriores, la S.A.S. permite, mediante los estatutos, diseñar estructuras de gobierno corporativo que otorgan libertad en la administración de la sociedad y la creación de distintas clases de acciones (art. 10, ley 1258). Mediante ellas, se puede distribuir el control y beneficios económicos entre los fundadores de la Startup y sus inversionistas.

Es así como, por ejemplo, a los fundadores podrían otorgárseles acciones con derecho de voto múltiple y participación en las utilidades que reflejen el control inicial del negocio por parte de quienes lo desarrollan. Por otro lado, a los inversionistas se les otorgarían acciones preferenciales y sin derecho a voto que a su vez cuenten con derechos económicos prioritarios

al momento de distribución de los dividendos y en la liquidación. En conjunto, estas posibilidades permiten preservar el control de la gestión de la Startup aun cuando ocurran múltiples rondas de financiación. Sin embargo, se debe considerar que cuando los fondos son los inversionistas, generalmente buscan consolidar su presencia y control en las decisiones que toma la empresa a través de órganos como las juntas directivas. Esto con el fin de no quedar al margen de las decisiones que toman los fundadores, además de promover buenas prácticas de negocio y gobierno corporativo (Pereira Á. , 2022). Lo anterior se puede lograr mediante la creación y asignación de diferentes clases de acciones.

A su vez, el artículo 24 de la ley 1258 habilita el pacto de los acuerdos de accionistas para cualquier acto lícito, en los que se incluye la compra y venta de acciones, así como la inclusión de cláusulas de estilo *drag along* (derecho de arrastre). Este tipo de cláusulas implican que, si cualquiera o algunos accionistas que representen determinado porcentaje de participación en el capital suscrito y pagado vende sus acciones, los demás accionistas que hayan suscrito el acuerdo también estén obligados a hacer lo mismo (Oficio 220-002294 del 13 de enero de 2014 de la Superintendencia de Sociedades). De este modo se facilita, entre otras cosas, la liquidación de la Startup o que esta haga un *exit* (Pereira Á. , 2022). Este escenario sería imposible pensarlo para las sociedades del Código de Comercio, puesto que el artículo 70 de la Ley 222 de 1995 (Ley 222) limita los acuerdos para asuntos relativos a la sindicación del voto. Es decir, para que algunos accionistas, que además no pueden ser representantes legales, acuerden votar en determinada forma en la Asamblea General de Accionistas.

Si bien las razones anteriores demuestran por qué una Startup constituida como S.A.S. es la forma corporativa que más inversionistas de capital de riesgo puede atraer, se identifican algunos límites para conducir los intereses de los sujetos que participan en estos negocios. En primer lugar, los deberes fiduciarios asignados a los administradores en las S.A.S. están

diseñados para una lógica societaria clásica. Esta se encuentra regida principalmente en la Ley 222. El artículo 23 de esta ley, es claro al decir que las actuaciones de los administradores “se cumplirán en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de sus asociados”. Bajo este escenario, no hay cabida para casos complejos en los que coexisten distintas clases de inversionistas que pueden tener intereses económicos distintos, como ocurre en las Startups. Es el caso de los posibles conflictos entre los inversionistas y fundadores que nace de la separación funcional entre estos, esencial para la operación de la Startup. En esta separación se hace necesario establecer reglas sobre los deberes fiduciarios, estándares de conducta y mecanismos de control en los que quede claro quién se encarga de tomar las decisiones de administración y dirección de la Startup y quién se encarga de aportar el capital para su operación. Por ejemplo, ante una dificultad financiera de la Startup, los administradores, que generalmente son los fundadores, podrían enfrentar una disyuntiva: continuar operando para beneficiarse a si mismos, continuar con su idea de negocio y creer en el futuro de este, aunque esa decisión pueda tomarse en detrimento de otros accionistas como los inversionistas cuyo único objetivo es obtener rendimientos de su despliegue de capital (Zalaman & Neumann, 2023). No obstante, la norma tradicional que rige los deberes fiduciarios de los administradores aplicable a los administradores de las S.A.S. no permite pacto en contrario, de acuerdo con el artículo 23 de la ley 1258 y el artículo 200 del Código de Comercio. Esto genera tensiones respecto del alcance de los deberes de lealtad y diligencia de los fundadores, debido a que la S.A.S. está sujeta a normas tradicionales que no fueron pensadas para enfrentar estos conflictos.

La S.A.S., a su vez, puede evaluarse como potencial candidata a ser el vehículo mediante el cual se estructure el fondo de capital de riesgo propiamente dicho. En estos casos, en los que se utiliza la S.A.S. como vehículo de inversión en Startups, sería necesaria la estructuración estatutaria de clases de acciones distintas para quienes actúen como gestores (GP) y para los inversionistas que aportan el capital (LP). Bastaría que las primeras cuenten

con un voto múltiple y los derechos de nombrar al representante legal y demás órganos de administración, para que quienes actúen como gestores tengan el control en las decisiones de inversión. La segunda clase de acciones estaría dirigida a los inversionistas limitados para que no tengan derecho a voto o en todo caso tengan restringidos sus derechos políticos. Esto, con el objetivo de que no interfieran directamente en la gestión de las inversiones. Por otro lado, podrían otorgárseles acciones con derechos preferentes al momento de recibir los rendimientos de las inversiones en Startups que se traducen en dividendos o remanentes. De esta manera la S.A.S. permite aproximarse funcionalmente a la separación de sujetos en las estructuras LP/GP.

Sin embargo, también se avizoran límites en cuanto a la idoneidad de la S.A.S. como vehículo conductor de un fondo de capital de riesgo. Dichos límites se evidencian en dos esferas: las dificultades para entablar una acción social de responsabilidad (artículo 25 de la ley 222), en caso del incumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores; y el régimen de responsabilidad frente a terceros en sociedades de capital.

En la primera esfera la dificultad se manifiesta porque el sujeto que tiene legitimación en la causa para adelantar la acción social de responsabilidad no son los accionistas, sino la sociedad. Esto representa un problema, porque para que la lógica de los fondos de capital de riesgo funcione, el gestor debe tener el control de las decisiones sociales. Esto se hace, como se explicó anteriormente, otorgándole el control total de la voluntad social, al detentar la totalidad de los votos en la Asamblea de Accionistas. En esta situación sería entonces imposible adelantar una acción social de responsabilidad en contra del administrador ya que este, por sentido común, no votará en favor de una acción que se adelanta en su contra. A raíz de esto los LP, ante inconformidades en el cumplimiento de los deberes fiduciarios de los GP, solo tendrían a su disposición la posibilidad de acudir a la acción individual de responsabilidad o la controversial *acción derivada*. La primera, es la posibilidad que tiene cualquier persona de acudir a la jurisdicción ordinaria para reclamar sus pretensiones, en este caso sus perjuicios, de

acuerdo con el capítulo 5 de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia de Sociedades. Por otro lado, la acción derivada, regulada en el artículo 2.2.2.3.4 del Decreto 46 de 2024, habilita la posibilidad de los asociados para demandar a los administradores por perjuicios que hubiesen causado al patrimonio social. Esta acción podría ser adelantada por los accionistas por cuenta propia, en interés de la sociedad. Sin embargo, se debe advertir que esta disposición en específico ha generado un amplio debate en la doctrina acerca de su aplicabilidad, régimen, y exequibilidad, lo cual no es objetivo del presente trabajo de grado.

Teniendo solo estas dos opciones, y en observancia de que la primera es tan solo el régimen general y la aplicación de la segunda no es del todo pacífica, se consolidaría una desprotección a los inversionistas. Esto es porque no tendrían acceso directo a las consecuencias especiales que trae la instauración de la acción social de responsabilidad, a saber: la remoción inmediata del administrador; y que la reclamación del perjuicio recae sobre el daño causado a la sociedad como conjunto y no sobre el daño causado a cada socio individualmente considerado (Superintendencia de Sociedades, 2025). Atendiendo a lo anterior los LP de la hipotética S.A.S. que conduciría el fondo, tendrían que enfrentarse a desafíos jurídicos complejos a la hora de pretender la responsabilidad del GP. Asunto que en los fondos de capital de riesgo concebidos desde la *Limited Partnership* no presentaría mayor dificultad, porque estarían regulados contractualmente de antemano en el *Partnership Agreement*.

En cuanto a la responsabilidad frente a terceros también se puede evidenciar una diferencia clara entre la *Limited Partnership* y la S.A.S. Puesto que en la primera los GP, por regla general responden por las deudas y obligaciones en las que incurra la *Limited Partnership* de manera solidaria e ilimitada, de acuerdo con la ULPA (Cumming & Hammer, 2025). Mientras que la S.A.S. que sigue la lógica de las sociedades de capital, cuenta con limitación de responsabilidad para todos sus accionistas (Reyes Villamizar, F., 2024). Esto representa una barrera porque, para que la estructura de la *Limited Partnership* en el capital de riesgo funcione,

el gestor debe de tener el control de las decisiones operativas y de inversión del vehículo. Para que en la S.A.S. el GP tenga el control absoluto de las decisiones, sería necesario que este sea tanto accionista como administrador. En este sentido se desnaturalizaría la figura del fondo conducida por la S.A.S, ya que el accionista gestor también contaría con la responsabilidad limitada propia de las sociedades de capitales. Lo anterior, en la medida en que el GP, no tendría que responder necesariamente por los perjuicios que les cause la sociedad a terceros, pues estos podrían reclamárselos directamente a la persona jurídica. Sin embargo, el artículo 200 del Código de Comercio, abre la puerta para que este problema se solvente de manera parcial. En el entendido de que en este se indica que “los administradores responderán solidaria e ilimitadamente de los perjuicios que por dolo o culpa ocasionen a la sociedad, a los socios o a terceros”. Partiendo de la base de que los GP, deben ser necesariamente administradores, se puede deducir que los terceros podrían reclamar los perjuicios causados por estos provenientes de conductas reprochables. No obstante, lo anterior no significa, que los terceros no tengan la facultad de reclamarle los perjuicios causados a la sociedad, con lo cual la problemática no tendría una solución definitiva.

A raíz de lo anterior se puede concluir que la S.A.S. es un vehículo flexible y contractualmente maleable, cosa que la erige como un vehículo deseable para imitar un fondo de capital de riesgo. Sin embargo, no se puede desconocer que tanto su naturaleza de sociedad de capital, como las limitaciones de los hipotéticos LP para reclamar la responsabilidad del GP, alejan irremediablemente la figura de la estructura de la *Limited Partnership* del capital de riesgo.

Otro límite aparte, que cabe para la S.A.S. como Startup y la S.A.S como forma de estructurar el fondo de inversión en capital de riesgo, es que este tipo societario, al igual que los otros tipos del régimen colombiano, se encuentra sujeta a múltiples cargas propias del *doing business* en Colombia. Estas obligaciones responden a su naturaleza de persona jurídica

operativa. Si bien para la Startup como compañía pueden no ser del todo limitantes, para estructurar un fondo de capital de riesgo se convierten en restricciones relevantes.

Por ejemplo, la S.A.S. debe cumplir con deberes formales periódicos como la renovación anual de la matrícula mercantil (art. 33 del Código de Comercio), la celebración de una reunión ordinaria de la Asamblea General de Accionistas que cumpla con todos los requisitos de convocatoria (art. 424 del Código de Comercio), derecho de inspección (art. 447 del Código de Comercio), la elaboración del informe de gestión (art. 46 de la ley 222), y preparar y presentar Estados Financieros (art. 46 de la ley 222). Adicionalmente, cuando se superan determinados umbrales de activos o ingresos como los 789.390 UVT la sociedad queda sometida a la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades. En estos casos es posible que se configuren obligaciones adicionales más estrictas aún. Entre ellas, la implementación de sistemas de cumplimiento como el SAGRILIFT y el Programa de Transparencia y Ética Empresarial, designación de un Oficial de Cumplimiento y la presentación de reportes de cumplimiento de estos programas, cuando la empresa hubiere obtenido ingresos totales o activos iguales o superiores a 40.000 SMLMV, con corte al 31 de diciembre del año inmediatamente anterior (Circular Externa No. 100-000016 de 24 de diciembre de 2020 de la Superintendencia de Sociedades). A lo anterior se suman obligaciones tributarias recurrentes como la presentación de información exógena ante la DIAN, retenciones en la fuente, la declaración de impuesto de renta, entre otros.

Estas exigencias evidencian que la S.A.S. está concebida para el desarrollo de actividades empresariales, que nacen de su concepción como persona jurídica y no como mecanismo para canalizar inversiones de riesgo. Son obligaciones de carácter operativo, administrativo y de cumplimiento que generan costos adicionales, no solo económicos sino también de personal que pueda encargarse de llevar a cabo todas estas obligaciones que no guardan relación directa con la función de invertir capital. Por el contrario, pueden terminar

desnaturalizando la lógica de los fondos de capital de riesgo, lo que limita la idoneidad de la S.A.S. para replicar estos esquemas.

3.3. Fondos de Inversión Colectiva (FIC)

El Decreto 2555 de 2010 (“Decreto 2555”) en su artículo 3.1.1.2.1 define los Fondos de Inversión Colectiva (“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.”

En este sentido, los FIC son considerados en Colombia como vehículos de inversión que reúnen los activos de diversos inversionistas para que sean gestionados e invertidos en acciones, fondos bursátiles, *Exchange Traded Funds* (ETF), títulos de renta fija y otros tipos de activos que, de manera individual para los inversionistas podrían ser difíciles de comprar (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2023).

Los FIC requieren, al igual que la estructura LP/GP explicada anteriormente, dos sujetos principales: los inversionistas que aportan el capital y una entidad gestora que se encargue de administrar las inversiones. Podrán ser inversionistas que aportan capital todas las personas que entreguen voluntaria y efectivamente sus recursos para ser administrados de forma colectiva por los administradores (art. 3.1.1.6.1. del Decreto 2555). Al ser los FIC vehículos de captación colectiva, en principio no hay mayores restricciones legales para aportar capital o quién puede ostentar la calidad de inversionista, a menos de que el reglamento interno del FIC, que contiene información relativa al tipo de inversionistas y público objetivo al que está dirigido, imponga condiciones particulares de participación en el fondo, como montos mínimos de inversión o perfiles de riesgo específicos (art. 3.1.1.9.5. del Decreto 2555). Por

otro lado, sí existen diversos requisitos para ser el gestor del fondo, en los que se advierte una primera limitante para poder considerarse un vehículo óptimo para canalizar los fondos de capital de riesgo en Colombia.

En efecto, la parte 3 del Decreto 2555, que regula la administración, gestión y distribución de los FIC, y la Parte III, Título VI, de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”) sobre las instrucciones relativas a la constitución, administración, gestión y distribución de estos fondos, pone como requisito que la constitución y administración profesional de los FIC solo pueda hacerse mediante sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y Sociedades Administradoras de Inversión (art. 3.1.1.1.1 del Decreto 2555) (advuértase que en la lista que publica la SFC no se encuentra ninguna Sociedad Administradora de Inversión²¹). Esto implica que (i) deban ser sociedades, entendidas como personas jurídicas estatutarias, (ii) que deban ser Sociedades Anónimas y (iii) que, además, estén sometidas a la inspección, control y vigilancia de la SFC. En este sentido, se configura una primera barrera estructural, en la medida en que limita la posibilidad de replicar la figura de los fondos de capital de riesgo, que son esencialmente flexibles y en los que prima la autonomía de la voluntad de las partes para estructurar la gestión del fondo.

Adicionalmente, los FIC operan como patrimonios autónomos, en aplicación del principio de segregación patrimonial del artículo 3.1.1.1.3 del Decreto 2555. De este modo, los activos invertidos permanecen separados del patrimonio de la sociedad administradora que se destinarán a las inversiones o gastos pactados en la política de inversión (art. 3.1.1.4.2. del Decreto 2555). Así, se sigue la lógica fiduciaria que caracteriza a los vehículos de inversión colectiva de Colombia (Cárdenas, 2014). Asimismo, las normas imponen deberes estrictos a las sociedades administradoras, tales como dar prevalencia a los intereses de los inversionistas

²¹ <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/57726/simulador-y-tarifas-de-servicios-financierosotros-serviciosfondos-de-inversion-colectiva-57726/>

(art. 3.1.1.1.4 del Decreto 2555), prevenir y administrar los conflictos de interés (art. 3.1.1.1.5 del Decreto 2555), otorgar un trato equitativo a los inversionistas con características similares (art. 3.1.1.1.6 del Decreto 2555) y actuar preservando el buen funcionamiento del FIC, haciendo la mejor ejecución del encargo (arts. 3.1.1.1.7 y 3.1.1.1.8 del Decreto 2555). No obstante, también determina que los FIC sean vehículos rígidos y altamente regulados, sujetos a deberes fiduciarios estrictos, reglas de gobierno corporativo y límites normativos que se detallan en el Decreto 2555.

Si bien estos deberes buscan proteger al inversionista, hacen que estas figuras sean vehículos altamente regulados, rígidos y estandarizados. Esto los aleja, nuevamente, de la lógica flexible, ágil y contractual que caracteriza los fondos de capital de riesgo.

Desde la perspectiva del régimen de liquidez, los FIC pueden clasificarse entre abiertos y cerrados. Los FIC abiertos se caracterizan por permitir que los inversionistas rediman sus participaciones en cualquier momento (art. 3.1.1.2.3.). En la práctica, esto lleva a que su portafolio de inversión se componga de activos más líquidos, como acciones inscritas en bolsa, títulos de renta fija y ETF. En este sentido, se alejan significativamente de los fondos de capital de riesgo, por la posibilidad de redención permanente e inversión en activos altamente líquidos; lo que imposibilita la inversión en Startups o en general en empresas en etapas tempranas que requieren una maduración y no permiten, o al menos no serían fructíferas, las desinversiones constantes e inmediatas.

Por su parte, los FIC cerrados restringen la redención de participaciones de los inversionistas a ciertos plazos (art. 3.1.1.2.4.). Esto les permite hacer inversiones a más largo plazo en proyectos inmobiliarios, de infraestructura o, para el caso que nos compete, en participaciones en sociedades con futuros promisorios. De esta manera, se encuentran similitudes entre los FIC cerrados y la *Limited Partnership* mediante los que se estructuran los

fondos de capital de riesgo, desde el punto de vista de que ambos permiten agrupar el capital de varios inversionistas bajo la gestión de un profesional con una expectativa de inversión a mediano-largo plazo.

Sin embargo, los FIC son vehículos diseñados para la inversión colectiva general y no para la concentración de capital de unos cuantos inversionistas como son los LP en los fondos de capital de riesgo. A esto se suma la intermediación obligatoria de entidades vigiladas por la SFC, lo cual evidencia la rigidez que impide replicar los esquemas de los LP/GP.

Asimismo, la creación y dirección de un FIC implica costos estructurales y operativos adicionales. Por ejemplo, la sociedad administradora debe contar con una Junta Directiva (art. 3.1.5.1.1 del Decreto 2555); un gerente que observe la política de inversión, el reglamento y normas aplicables (art. 3.1.5.2.3 del Decreto 2555); un comité de inversiones encargado de analizar las decisiones de inversión; un revisor fiscal de la sociedad administradora que ejerce sus funciones respecto de los fondos que la entidad administre y un régimen de conflictos de interés estricto (art. 3.1.1.10.1 del Decreto 2555). A esto se suman las cargas documentales que recaen sobre los FIC como la obligación de elaborar un prospecto de inversión y de comercialización (art. 3.1.1.9.7 del Decreto 2555); la elaboración y publicación mensual de la ficha técnica; la expedición del extracto de cuenta de los inversionistas (art. 3.1.1.9.9 del Decreto 2555); y la presentación de informes de rendición de cuentas, al menos semestralmente. Estas obligaciones, junto con la necesidad de aprobación por parte de los órganos de la sociedad administradora para lanzar el FIC al público genera altísimos costos de transacción y cargas operativas que no son compatibles con las dinámicas del *Venture Capital*.

En consecuencia, aunque los FIC comparten algunos elementos estructurales con la figura LP/GP, la rigidez normativa, estandarización, costos adicionales y propósito de

inversión los convierte en vehículos muy lejanos a la lógica de los fondos de inversión de riesgo.

3.4. Fondos de Capital Privado (FCP)

Los Fondos de Capital Privado (“FCP”) están regulados en el Libro 3 del Decreto 2555, que los define en su artículo 3.3.2.1.1 como:

“...fondos de inversión colectiva cerrados que deben destinar al menos las dos terceras partes (2/3) 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)”.

Estos son “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 promover un retorno de mediano o largo plazo” (Visser Álvarez, 2017, pág. 5). Este a su vez es administrado por un equipo de profesionales a los que se les denomina gestores (ColCapital & Deloitte, 2025). A partir de esto se puede aseverar que los FCP son vehículos de inversión gestionados profesionalmente, dirigidos a canalizar recursos de inversionistas para invertirlos en empresas cerradas, con el objetivo de obtener retornos financieros en el mediano o largo plazo.

La estructura de estos vehículos debe contar con una sociedad administradora (art. 3.3.1.1.1 del Decreto 2555), una junta directiva de la sociedad administradora (art. 3.3.8.1.1 del Decreto 2555), una asamblea de inversionistas (art. 3.3.8.4.1 del Decreto 2555), un gestor profesional o gerente (art. 3.3.7.2.2 del Decreto 2555), un comité de inversiones (art. 3.3.8.2.1 del Decreto 2555), un comité de vigilancia (art. 3.3.8.3.1 del Decreto 2555), un revisor fiscal (art. 3.3.8.6.1 del Decreto 2555), y por supuesto con inversionistas. Cada una de estas partes

ejerce facultades específicas frente al funcionamiento del fondo, las cuales se explicarán a continuación.

La calidad de sociedad administradora solo la pueden ocupar las sociedades fiduciarias, las sociedades administradoras de inversión o las sociedades comisionistas de bolsa, vigiladas por la SFC (Visser Álvarez, 2017) (ColCapital & Deloitte, 2025). Esta sociedad es la que constituye el fondo y tiene como función principal la de elegir al gestor y hacerle seguimiento (Visser Álvarez, 2017). Aparte de esto también le corresponden obligaciones como: “determinar las políticas aplicables a la administración de los fondos, aprobar manuales para el gobierno corporativo y el control interno, definir las situaciones de conflictos de interés entre los integrantes del fondo, y en general todas las funciones operativas del FCP” (Ovalle Galindo, 2014, pág. 7). Dicha sociedad debe contar con una junta directiva encargada principalmente de adoptar medidas de control, establecer políticas en aspectos relevantes para el adecuado funcionamiento del fondo, entre muchas otras, establecidas en el artículo 3.3.8.1.1 del Decreto 2555. Por su parte el gestor profesional es quien administra los activos del fondo y toma las decisiones de inversión (Visser Álvarez, 2017). Estos pueden ser una persona natural o jurídica, sin embargo, comúnmente son “equipos especializados en analizar oportunidades de inversión con atractivo de crecimiento e impacto, diseñar planes de negocio personalizados y escalar empresas o proyectos” (ColCapital & Deloitte, 2025, pág. 38). No obstante, se debe señalar que, si el fondo no cuenta con un gestor, deberá de asignarse un gerente, el cual tiene las mismas funciones y obligaciones que un gestor de acuerdo con el artículo 2.3.7.3.1 del Decreto 2555. Debe advertirse que esta norma no regula de manera expresa la remuneración de los gestores del FCP. Respecto a esto, se encuentra que el artículo 3.3.3.1.1. indica que está a cargo del fondo la remuneración de la sociedad administradora y del gestor profesional, por lo que esta debe ser pactada y plasmada en el reglamento de inversión.

En cuanto a los inversionistas se debe indicar que son los que aportan como tal los activos con los que operará el fondo, y el fondo deberá de contar con al menos dos de estos, sin que exista un monto mínimo para ser considerado como inversionista (Superintendencia Financiera de Colombia, 2024). Sin embargo, dentro de la estructura del fondo se encuentra un órgano colegiado compuesto por todos los inversionistas, siendo este la asamblea de inversionistas. Aquel es el máximo órgano del FCP, con facultades para designar los miembros del comité de vigilancia y de un auditor externo, y para solicitar la remoción del gestor (Visser Álvarez, 2017). Respecto al comité de inversiones y al de vigilancia se debe precisar que: el primero, es un órgano colegiado que tiene a su cargo el análisis de las inversiones, así como las políticas para la adquisición y liquidación de inversiones (art. 3.3.8.2.1 del Decreto 2555); mientras que el segundo también es un órgano colegiado que ejerce la veeduría sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y al gestor, además de resolver las situaciones potencialmente generadoras de conflictos de interés (art. 3.3.8.3.2 del Decreto 2555). Finalmente, el revisor fiscal de la sociedad administradora deberá (como en cualquier sociedad) ejercer las funciones propias de su cargo (art. 3.3.8.6.1 del Decreto 2555).

Habiendo analizado la estructura de un FCP, ahora se hará énfasis en su régimen de responsabilidad, luego se pasará a analizar su funcionamiento, y finalmente se establecerán las similitudes y los límites que tiene esta figura con los fondos de capital de riesgo concebidos desde la estructura LP/GP.

Como se ha hecho con figuras anteriores, primero se analizará la responsabilidad de los gestores respecto a los inversionistas, para luego pasar a evaluar el régimen de responsabilidad frente a terceros. El artículo 3.3.7.2.2 del Decreto 2555 establece que el gestor profesional de un FCP responderá hasta la culpa leve, como experto prudente y diligente. En este sentido se observa que a un gestor de un FCP se le exige un estándar de comportamiento establecido en el artículo 63 del Código Civil, en el que se promulga que la culpa leve corresponde a “la falta

de aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios”. Partiendo de este punto se puede aseverar que un gestor de un FCP tiene obligaciones de medios con los inversionistas del fondo pues “el elemento culpa en el juicio de responsabilidad civil contractual solo es determinante en las obligaciones de medios, pues en las de resultados se prescinde del elemento valorativo conductual” (Ortiz Vesga, 2023, pág. 94). A raíz de lo anterior se puede visualizar que para que un gestor se exonere de responsabilidad frente a los inversionistas deberá de demostrar que realizó los actos esperados de una persona profesional y diligente puesta en la misma posición que este (Rodríguez Puentes, 2016). Aterrizando lo anterior a la comparativa entre los FCP y la *Limited Partnership* se ha de reiterar que el régimen de responsabilidad de los GP frente a los LP se puede regular en el *Partnership Agreement*. Sin embargo, las relaciones de los GP para con los LP son principalmente regidas por deberes fiduciarios que ponen límites frente a conductas negligentes o temerarias, por parte del GP. Es así como, la responsabilidad de los gestores respecto de los inversionistas en los FCP tiene un tratamiento similar con la figura del derecho anglosajón. Conclusión que responde a que, en ambas figuras, los gestores/GP que adquieren obligaciones de medios, deben de someterse a un estándar de conducta, y se les trata como profesionales.

En cuanto a la responsabilidad respecto a terceros se debe indicar que los FCP, se alejan de lo previsto para la *Limited Partnership*, pero es posible concebir una forma de aproximar ambas concepciones. Como en los FIC en los FCP aplica el principio de segregación patrimonial, consagrado en el artículo 3.3.1.1.3 del Decreto 2555. Este principio permite que los activos del fondo no puedan ser perseguidos por los acreedores de la sociedad administradora y que cuando dicha sociedad actúe por cuenta del fondo, comprometa únicamente los recursos de este, no los propios. En este sentido se entiende que, ni el patrimonio de la sociedad administradora, ni el del gestor sean prenda general de los acreedores

del FCP, alejándose así de la lógica de la *Limited Partnership* donde el GP responde de manera ilimitada y personal por las obligaciones de esta.

Sin embargo, se debe hacer una consideración adicional respecto a este punto, y es que tanto la sociedad como el gestor pueden ser llamados a responder con su propio patrimonio, en ejercicio de sus funciones como administradores, dentro del régimen general de responsabilidad. Respecto al gestor se debe aclarar que de acuerdo con el artículo 3.3.7.3.2 del Decreto 2555 este es considerado como administrador de la sociedad que ejerce la gestión de las inversiones del FCP. Por su parte, el artículo 3.3.8.2.1 del Decreto 2555 instituye expresamente que tanto la sociedad administradora como el gestor, pueden incurrir en la responsabilidad prevista en el artículo 200 del Código de Comercio. Este artículo habilita una acción de responsabilidad para terceros, que les permite reclamar los perjuicios que les causen administradores de sociedades por conductas dolosas o gravemente culposas. A raíz de lo anterior se observa que es posible que un gestor de un FCP responda con su propio patrimonio por los perjuicios que pueda llegar a causarle el fondo a terceros, aproximándose así a la lógica prevista para la *Limited Partnership*. Solo que, para el caso de los FCP, los interesados en la indemnización deberán proceder de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 200 del Código de Comercio y demás normas complementarias.

Respecto al funcionamiento de los FCP, estos operan de la siguiente manera: se visualiza una oportunidad de inversión en empresas cerradas o proyectos²², para lo cual se diseña una política de inversión que defina las características de los activos, el perfil de los administradores del fondo, y el tamaño del mismo, además de comenzar la búsqueda de posibles inversionistas. Cuando se encuentran los inversionistas dispuestos a destinar sus recursos al fondo, la sociedad administradora constituye el FCP (art. 3.3.2.2.1 del Decreto

²² Visualizadas generalmente por la persona que una vez constituido el fondo será el gestor de este

2555), sin necesidad de autorización de la SFC. Este debe de contar con un reglamento de inversión (Correa Hincapié & Uribe Mejía, 2013). Una vez constituido el fondo, los inversionistas suscriben un compromiso por medio del cual irrevocablemente se obligan a pagar una determinada suma de dinero en las condiciones y plazo que determine el reglamento de acuerdo con el artículo 3.3.2.2.3 del Decreto 2555. Luego, la sociedad administradora hace un *llamado de capital* en el cual los inversionistas están obligados a transferir los recursos comprometidos al fondo. A partir de este momento el gestor administrará los recursos del fondo de acuerdo con la política de inversión prevista en el reglamento. En esta etapa el gestor deberá velar por el crecimiento y valorización de las empresas en que invirtió el dinero de los inversionistas. Pasado un tiempo (entre 5 y 10 años normalmente) el gestor debe de enajenar los activos en los que invirtió, momento en el cual se busca obtener los rendimientos de las inversiones realizadas. Finalmente, se liquida el fondo, y se distribuyen los beneficios de acuerdo con la inversión realizada por los inversionistas y el éxito que tuvo el gestor en las inversiones (Visser Álvarez, 2017).

Partiendo de lo anterior se puede observar cómo en su funcionamiento y concepto, los fondos de capital de riesgo anglosajones y los fondos de capital privado colombianos, son muy similares. Pues tanto las etapas antes descritas como la función económica de estas coinciden en grandes rasgos: en ambas figuras el gestor tiene la iniciativa y es el encargado de administrar los recursos de los inversionistas. Además, tanto los FCP como los fondos de capital de riesgo son vehículos concebidos para destinar los recursos recaudados por el fondo a la inversión en empresas cerradas. Por último, en ambos vehículos se buscan los rendimientos de inversión a través de una estrategia de salida de las empresas en las que se invirtió, la cual se podrá hacer en ambos casos mediante una OPI, la venta de la Startup, o algún evento que genere liquidez (Goldman Sachs, 2022) (Visser Álvarez, 2017). En este sentido es claro que en cuanto a su funcionamiento y concepto los fondos de capital privado son la figura del ordenamiento

jurídico colombiano, que más se asemeja a la estructura de la *Limited Partnership* de los fondos de capital de riesgo.

A pesar de esto, se debe anotar que, aunque los FCP sean similares a la *Limited Partnership*, aún subsisten diferencias incómodas con la estructura LP/GP del derecho anglosajón. En primer lugar, salta a la vista la pesada regulación que se desprende del Decreto 2555 respecto a estos vehículos de inversión. Como se indicó al inicio de este acápite, estos deben contar obligatoriamente con diversos órganos y estructuras internas con funciones y obligaciones claramente delimitadas, cosa que restringe la autonomía de configuración del vehículo por parte de los LP y el GP. Además de esto, los FCP están sometidos tanto a una vigilancia y control ejercidos por la SFC como a controles internos, a cargo de órganos como el comité de vigilancia, la junta directiva de la sociedad administradora, el comité de inversiones, el revisor fiscal y la asamblea de inversionistas. Como se ha reiterado en esta monografía, la legislación estadounidense permite una amplia libertad contractual para que los LP y GP configuren libremente el fondo de capital de riesgo con ciertas limitantes como: las normas de creación y registro. En este sentido es claro que el régimen colombiano restringe ampliamente la libertad contractual para configurar un FCP, condición que ciertamente hace que la figura no pueda verse como un equivalente perfecto de la *Limited Partnership*.

La falta de libertad contractual que tienen los FCP en Colombia es una situación que denota el proteccionismo de las normas nacionales en asuntos de inversión colectiva. Aunque el requisito del monto mínimo para ser inversionista en un FCP ya no exista²³, en la práctica los inversionistas de estos fondos son inversionistas institucionales (Arango, 2016), y no consumidores financieros cualquiera. En este escenario las partes (gestor e inversionistas) tienen una posición similar en cuanto a su capacidad negocial y de conocimiento de la industria.

²³ A partir del Decreto 1291 de 2020 se eliminó el requisito de monto mínimo para constituir participaciones en FCP, que en la normativa anterior, es decir el Decreto 1984 de 2018 era de 600 SMLMV.

A raíz de esto las normas que regulan el FCP, pueden meterse en el camino de los acuerdos a los que pueden llegar los inversionistas con el gestor, en cuanto al funcionamiento interno del fondo. En este sentido esa normatividad cargada de estructuras complejas y vigilancia continua puede llegar a considerarse como ineficiente e inflexible. El hecho de que las partes pudiesen regular de manera autónoma sus relaciones contractuales ayudaría a desarrollar la industria del capital de riesgo en Colombia. Puesto que un FCP más flexible tendría la potencialidad de funcionar de una manera equivalente a la de la *Limited Partnership*.

3.5. Sociedad en comandita

La sociedad en comandita en Colombia está regulada principalmente en el Código de Comercio, específicamente en el Título IV, entre los artículos 323 y 352, en los que se define como una sociedad que:

“se formará siempre entre uno o más socios que comprometen solidaria e ilimitadamente su responsabilidad por las operaciones sociales y otro o varios socios que limitan la responsabilidad a sus respectivos aportes. Los primeros se denominarán socios gestores o colectivos y los segundos, socios comanditarios” (art. 323).

En virtud de este artículo, se identifica que hay 2 tipos de socios, los gestores y los comanditarios. El primero, el socio gestor, es el único encargado de llevar a cabo los negocios de la compañía, bajo un régimen de responsabilidad solidaria e ilimitada. Por otro lado, el socio comanditario es quien aporta el dinero y recibe a cambio cuotas o acciones, y se limita su responsabilidad al monto de sus aportes. De acuerdo con el artículo 325, a este último le queda prohibido ser socio industrial. De allí, se explica que el elemento *intuitu personae* quede en cabeza de los gestores, y el *intuitu pecuniae* en cabeza de los comanditarios (Peña Nossa, 2017).

También, es importante aclarar que hay 2 tipos de sociedades en comandita: simple y por acciones. Aunque comparten la estructura dual de los socios (gestores y comanditarios),

presentan diferencias operativas y en el capital. La primera diferencia principal, respecto al capital, es que en la comandita simple el capital se divide en cuotas de igual valor, que solo pueden cederse por escritura pública que hace las veces de una reforma estatutaria (art. 338 del Código de Comercio). Mientras que en la comandita por acciones el capital se representa en títulos negociables: las acciones. Estas son un título valor y en consecuencia su enajenación es más fluida que las cuotas, siguiendo las normas de las sociedades anónimas (arts. 344 y 347 del Código de Comercio). La segunda diferencia, respecto al pago del capital, en la simple este debe ser total al momento de constituirse, mientras que en la comandita por acciones debe suscribirse al menos el 50% de las acciones y pagarse 1/3 de cada acción suscrita (art. 345 del Código de Comercio).

Por regla general, la sociedad en comandita se rige por las disposiciones comunes a todas las sociedades comerciales y en lo no previsto, los socios gestores se someten a las normas de la sociedad colectiva, mientras que los comanditarios siguen las normas de la sociedad de responsabilidad limitada (en la comandita simple) (art. 341) o de la anónima (en la comandita por acciones) (art. 352 del Código de Comercio).

El origen de esta figura es histórico y responde a la necesidad de asociar el trabajo con el capital. Si bien hay antecedentes romanos y babilonios de esta sociedad, la evolución más significativa se encuentra mediados del siglo XII con el *contrato en Commenda*, utilizado inicialmente en el comercio marino. En este escenario, un socio financiaba el viaje (capitalista), cuyo nombre se mantenían en secreto, y otro gestionaba el negocio bajo su responsabilidad y en su propio nombre (gestor). Con el tiempo, la figura se extendió a operaciones comerciales terrestres. Esta reserva de identidad fue beneficiosa para los nobles de la época que querían aumentar sus fortunas sin ser denominados “comerciantes”, porque para la época no era un título del cual sentirse orgulloso. Por otro lado, el *contrato en Commenda* servía para canalizar las inversiones con ánimo de lucro de la iglesia que para la época eran reprochables. Con el

desarrollo del capitalismo, surgió la comandita por acciones para empresas de gran escala que requerían los préstamos de varias personas a cambio de “recibos” que luego se llamaron acciones. Esto les permitió a los fundadores mantener el control de los negocios sin necesidad de autorización gubernamental previa, que en su momento era obligatoria para las sociedades anónimas (Peña Nossa, 2017) (Nieto Nieto, 2010) (Mendoza, 2019).

Con el paso del tiempo, esta institución fue reconocida como la *Société en Commandite* por orden de Luis XIV en 1673 y por el código de comercio francés de 1807. Esta sociedad dio las bases para expedir los *Limited Partership Acts* adoptados en Estados Unidos a comienzos del siglo XVIII (Crane, 1933) y también dio pie la sociedad en comandita en Colombia como hoy la conocemos. Por lo tanto, no resulta sorprendente que la sociedad en comandita del Código de Comercio presente similitudes con la *Limited Partership*. Ambas figuras responden a la misma lógica: separar la figura de quienes aporta el capital bajo una responsabilidad limitada y quienes administran los negocios, asumiendo un rol activo en su gestión y una mayor exposición al riesgo.

En Colombia, a mediados del siglo XX, la comandita tuvo su auge para la administración de empresas familiares, debido a la división de poderes de la sociedad (Mendoza, 2019). No obstante, la sociedad en comandita refleja muchos problemas que han llevado a cuestionar su funcionalidad. Entre ellos, se destacan 3 principales: (i) la discusión sobre procedencia de la acción de responsabilidad de los capitalistas en contra de los gestores, (ii) las dificultades en reemplazo del gestor, en caso de ser removido y (iii) la inmodificable extensión completa de la responsabilidad en cabeza de los gestores.

En primer lugar, respecto de la procedencia de la acción social de responsabilidad de los socios comanditarios en contra de los gestores, ha habido una discusión relevante. En una etapa inicial, la Superintendencia de Sociedades en el oficio 220-080790 del 03 de junio de

2009 admitió su procedencia, permitiendo excluir el voto del gestor que sería demandado para que la decisión fuese tomada por los demás socios. Sin embargo, en años recientes, la Superintendencia de Sociedades en sus oficios 220-194245 del 07 de octubre de 2016, el oficio 220-025361 del 27 de marzo de 2019 y el 220-148657 del 31 de julio de 2023, ha consolidado la posición al decir que dicha acción es incompatible con la sociedad en comandita. Esto se da, principalmente porque su ejercicio implica la remoción del administrador, lo cual es inviable por dos razones. La primera porque, tratándose del gestor, su función de administración no se deriva de un mandato o de la decisión de la Asamblea, sino de la estructura propia del tipo societario. Y la segunda, porque los socios comanditarios no tienen injerencia en el nombramiento o remoción del gestor, por lo que resulta improcedente atribuirles mediante la acción social de responsabilidad la facultad de removerlo. Es así como los comanditarios carecen de una vía eficaz, por medio del régimen societario, para exigir la responsabilidad del gestor.

En segundo lugar, las dificultades en el reemplazo del socio gestor son claras, en especial si se asume que en un caso hipotético se logró impulsar una acción social de responsabilidad contra el gestor. Por ejemplo, en un contexto de deslealtad o abuso de su posición. Si se admitiera su ejercicio y como consecuencia se produjera la remoción conforme al artículo 25 de la ley 222, la sociedad quedaría sin órgano de administración. En otras palabras, quedaría acéfala, porque la administración y representación de la sociedad en comandita está atribuida por ministerio de la ley a los socios gestores. En este escenario, la designación de un nuevo gestor no constituye un simple nombramiento, sino una reforma estatutaria que, por regla general, exige la aprobación de los mismos socios gestores (arts. 430 y 349 del Código de Comercio). En últimas, en caso de no ser posible hacer el reemplazo del socio gestor, se podría derivar en la parálisis de la sociedad que traería como consecuencia

incluso la disolución de la misma por imposibilidad de desarrollar el objeto social, de acuerdo con el oficio 220-025361 del 27 de marzo de 2019 de la Superintendencia de Sociedades.

En tercer lugar, el régimen de responsabilidad de los gestores también es un elemento problemático. Si bien en la teoría la *Limited Partnership* funciona de manera equivalente en cuanto a la extensión de la responsabilidad ilimitada, como se ha dicho anteriormente, esta se puede regular mediante acuerdos entre las partes. Como advierte Reyes Villamizar (2024), en Colombia el régimen de extensión total de la responsabilidad desincentiva el uso de la sociedad en comandita, en la medida en que impide la diversificación del riesgo y aumenta los costos de vigilancia, lo que acentúa los problemas de agencia.

A partir de lo anterior, se puede afirmar que la idea de la sociedad en comandita es una figura cercana del ordenamiento jurídico colombiano respecto a la *Limited Partnership* propia de los fondos de capital de riesgo. En específico, en ambas figuras se contempla la estructura dual que separa quienes aportan el capital y quienes administran. No obstante, esta similitud es meramente estructural. En la práctica, la sociedad en comandita presenta límites significativos que imponen barreras, especialmente en el contexto del capital de riesgo.

En primer lugar, se encuentra que la sociedad en comandita se encuentra determinada y regida por normas imperativas del derecho societario colombiano, que limitan la posibilidad de ajustar contractualmente la relación entre los sujetos que la componen. Por otro lado, en el modelo LP/GP, la relación entre inversionistas y administradores se estructura fundamentalmente a través de contratos, como se ha descrito ampliamente en este escrito. Mediante estos acuerdos contractuales, se permite distribuir riesgos, derechos y obligaciones de manera flexible, pero la comandita no ofrece el mismo grado de flexibilidad para modular la responsabilidad y facultades de gestión en la medida en que estas se derivan directamente de la ley y no de acuerdos entre las partes. El modelo LP/GP permite estructurar la responsabilidad

del gestor, alineando incentivos sin exigir la exposición patrimonial ilimitada en todos los casos.

Asimismo, y como se explicó anteriormente, los socios de la comandita carecen de herramientas eficaces para exigir la responsabilidad del gestor, lo que incluye un límite a la posibilidad de removerlo bajo determinadas condiciones. En contraste, en el modelo LP/GP los inversionistas pueden pactar mecanismos de control y remoción de sus gestores, en virtud de la libertad contractual. A esto se suma el efecto de “bloqueo” que genera la dificultad de sustitución del gestor en la comandita. Diferente es el caso de los fondos de capital de riesgo, donde la misma posibilidad de reemplazo podría pactarse como un mecanismo de control.

En conclusión, si bien la comandita reproduce la lógica básica del modelo LP/GP en la medida en que separa el capital de la gestión, no logra replicar la funcionalidad de los fondos de capital de riesgo. Esto se da por la rigidez normativa, la imposibilidad de estructurar mecanismos de control y sustitución del gestor y el régimen de responsabilidad ilimitada sin poder modularse. Esto evidencia que la sociedad en comandita es una figura un poco anacrónica que además es insuficiente para canalizar inversiones bajo la lógica del capital de riesgo.

4. Consecuencias indirectas del vacío regulatorio: problemas de agencia

A lo largo de esta monografía, se ha hecho referencia a dos sujetos que hacen parte del ecosistema del *Venture Capital*: el GP y el LP. De estos ya se ha hecho una descripción detallada de sus obligaciones y características. Sin embargo, este capítulo busca profundizar su relacionamiento en clave de la teoría de agencia incluyendo un tercer sujeto: los fundadores de la Startup. El objetivo es identificar los problemas de agencia que surgen de las relaciones entre (i) GP-LP, (ii) GP-fundadores y (iii) LP-fundadores. Además, se evaluará si al estructurar un fondo de capital de riesgo bajo las figuras jurídicas abordadas anteriormente se logran mitigar los problemas de agencia identificados o si por el contrario pueden llegar a subsistir y proliferarse libremente bajo las normas de la nación. Para esto se explicará de manera somera en qué consisten los problemas de agencia. Luego se abordarán cada una de las relaciones antes mencionadas con los problemas identificados para cada una de estas. Para finalmente dar el diagnóstico frente a la capacidad del sistema jurídico colombiano en lidiar con los problemas de agencia abordados.

Una relación de agencia ocurre cuando una o más personas (denominadas principales) le delegan a otra (denominada agente) un servicio para que actúe en su mejor interés. Esto tiene como consecuencia que el sujeto principal le otorga al agente poder sobre decisiones que afectan directamente sus intereses personales. En este sentido, el agente actúa en representación del sujeto principal tomando decisiones por este en un entorno particular (Ross, 1973). No obstante, esta delegación genera riesgos, porque puede suceder que el agente no se comporte salvaguardado el mejor interés del principal, sino conforme a su propio interés. Para mitigar estas desviaciones, el sujeto principal busca generar incentivos que alineen el comportamiento del agente con sus intereses. Las más de las veces esos incentivos se ven acompañados por una vigilancia del sujeto principal, encaminada a monitorear que el agente efectivamente esté tomando decisiones alineadas con el interés del sujeto principal (Jensen & Meckling, 1976).

En el *Venture Capital*, y en específico en los fondos de inversión, se identifica claramente una relación de agencia respecto de los LP con los GP. La relación sujeto principal–agente, se expresa de la siguiente manera: los LP (sujetos principales) le delegan sus decisiones de inversión al GP (agente), el cual tiene la potestad de administrar los recursos entregados por los LP, con el fin de generarles rendimientos financieros. Sin embargo, surgen problemas de agencia derivados de asimetrías de poder, información e incentivos, las cuales resultan problemáticas cuando los intereses económicos del GP y los de los LP no están alineados.

En primer lugar, la asimetría de poder se manifiesta en la estructura de la *Limited Partnership*, en la que las decisiones de inversión reposan únicamente en cabeza del GP. Esto genera una asimetría atendiendo a que el GP puede tomar determinaciones que no coincidan con el criterio de los LP, sin que estos tengan margen para actuar, bajo la consecuencia de que, si se inmiscuyen en los asuntos del GP, los LP pierdan su calidad de inversionistas limitados (Hardman, 2025).

Por su parte, la asimetría de información radica en que el GP conoce de manera directa el desempeño de las inversiones y controla las decisiones de inversión, mientras que los LP cuentan con una porción limitada de información en cuanto a la gestión de sus activos (Sahlman, 1990).

Por último, la desalineación de incentivos aparece cuando la maximización de retornos de un fondo específico no representa una prioridad para el GP, mientras que la maximización de los retornos es el interés por excelencia de un LP. Dicha situación se presenta, ya que los GP por regla general, no solo administran un único fondo, sino que administran muchos, diversificando el riesgo para sí mismos, pero desalineando sus intereses con los LP de cada uno de estos. En el sentido en que, al no comprometer capital, el riesgo de pérdida que un GP puede

llegar a sufrir es mínimo, generando así una desproporción en cuanto a los incentivos de cada sujeto (Cumming & Hammer, 2025).

De estas asimetrías se derivan tres problemas de agencia principales: el primero es un problema de riesgo moral *ex post*. Este consiste en que el gestor puede no esforzarse suficientemente para maximizar el valor del portafolio, o puede tomar decisiones que beneficien sus intereses personales en detrimento de los LP. El segundo problema de agencia es la selección adversa *ex ante*. Esta consiste en que los LP no puedan verificar de manera independiente la calidad del gestor antes de comprometer su capital. El tercero y último de los problemas de agencia a tratar consiste en que el GP puede verse incentivado a salir de las inversiones prematuramente para mostrar resultados rápidos, o a diferir salidas para mantener activos bajo gestión y prolongar el cobro de comisiones (Kaplan & Strömberg, 2003).

Estos problemas suelen corregirse o mitigarse mediante el *Partnership Agreement*, en el que se incorporan mecanismos contractuales de alineación de intereses de los GP y los LP; para que los primeros tomen decisiones que sean beneficiosas para ambos sujetos.

En cuanto al problema del riesgo moral, uno de los mecanismos tradicionalmente utilizados para alinear los intereses de los sujetos es mediante el *carried interest*. Esta figura consiste en reconocer al gestor beneficios económicos mayores (generalmente en las utilidades del fondo) condicionados al buen desempeño de las inversiones. De esta manera, su remuneración depende directamente del éxito del portafolio (Morelli, 2003). No obstante, se debe advertir que esta solución no garantiza la alineación perfecta de los intereses de los LP con el del GP. Esto se debe a que los GP suelen operar a través de firmas que administran múltiples fondos, lo que puede diluir su exposición económica en un vehículo en específico. Por lo cual, el desempeño de un fondo individual puede no ser prioritario dentro de la estrategia global del gestor, y en este sentido el *carried interest* no generaría un incentivo tan poderoso

como se esperaría (Cumming & Hammer, 2025). Con todo, esta limitación no desvirtúa la utilidad del *carried interest* puesto que este mecanismo alinea en la mayoría de los casos los incentivos del GP con los de los LP en razón a que vincula la obtención de beneficios del GP al rendimiento efectivo de las inversiones, mitigando así el riesgo moral identificado.

Frente al segundo problema de agencia, la selección adversa *ex ante* del GP, se manifiesta en que los LP no puedan verificar de manera independiente la calidad del gestor antes de comprometer su capital. Para prevenir este riesgo, de antemano, se utilizan métodos como procesos de debida diligencia exhaustivos orientados a conocer al gestor. Adicionalmente, el *Partnership Agreement* puede contener mecanismos contractuales específicos. Por un lado, cláusulas que estén dirigidas a condicionar la obligación de transferir capital al suministro de información clave del GP como su historial o trayectoria de inversiones pasadas. Por otro lado, estipulaciones que prevean consecuencias ante incumplimientos en las declaraciones y garantías (particularmente las relativas a la profesionalidad e idoneidad del gestor), como la liquidación anticipada del fondo o que se active en favor del LP el derecho de retiro del fondo de capital de riesgo. De todas formas, estas soluciones serían parciales porque será el GP quien en todo caso tenga más información sobre su desempeño y capacidades, lo que impide eliminar por completo el riesgo de selección adversa.

El tercer problema de agencia se relaciona a los incentivos del GP para desinvertir prematura o, por el contrario, tardíamente. El GP puede distorsionar el momento del *exit* según sus propios incentivos y no necesariamente en función del valor óptimo del activo, que es el interés de los LP. Esto se da por dos razones: la desinversión prematura para mostrar resultados de manera rápida, o la dilatación de la liquidación del fondo para seguir recibiendo comisiones o *management fee* indefinidamente. Estas situaciones se aplacan utilizando distintas formas de retribuir a los GP. Por ejemplo, las cláusulas de tipo *waterfall* y de tipo *clawback*. En las cláusulas de tipo *waterfall*, se pacta que el gestor solo sea merecedor de los pagos que se hacen

por su manejo cuando se cumpla la condición de que los inversionistas han obtenido una tasa mínima de rentabilidad esperada. De esta manera, el gestor tiene el incentivo de procurar que la desinversión no se haga prematuramente, en un momento en que peligre su comisión por rendimiento. Por otro lado, las cláusulas de tipo *clawback*, o cláusulas de recobro, indican que al final de la vida del fondo, los inversionistas puedan reclamar a los gestores las utilidades que recibieron en exceso (Arango, 2016). En este orden de ideas, la mezcla de las cláusulas que regulan los pagos que se hacen a los gestores conducen a que estos decidan liquidar los fondos en el momento óptimo para sí mismos y para los LP, de manera que ambos obtengan finalmente sus rendimientos esperados.

En el ecosistema del capital de riesgo estos problemas tienen una dimensión particular porque no se trata solamente de una delegación clásica y una relación individual de principal-agente. Se trata también de una estructura tensionada entre quien aporta el capital y quien aporta la idea. Y es en este escenario en el que la financiación de ideas innovadoras enfrenta un dilema: el inversionista no puede valorar una idea sin conocerla, pero una vez esta es revelada, el fundador pierde la capacidad de apropiarse de su valor. Es así como el inversionista y el fundador enfrenta riesgos de apropiación (de capital o de la idea, respectivamente), lo que da lugar a un problema denominado en la literatura como “*double trust dilemma*” (Cooter & Schäfer, 2011). De aquí se constituye el punto de partida para entender las relaciones de agencia entre inversionistas y fundadores de la Startup.

Entendiendo las dinámicas del capital de riesgo puede afirmarse que esta relación se predica tanto de los inversionistas individuales, como de los GP que actúan como agentes de los inversionistas limitados. En efecto, la relación de agencia entre GP y LP, desplaza, en la práctica, los potenciales conflictos entre los LP y los fundadores, puesto que, al ser el GP el gestor de sus recursos, es el sujeto encargado de lidiar con las dinámicas frente a los fundadores (Mehta, 2004). En consecuencia, para efectos de este análisis, los problemas de agencia entre

inversionistas propiamente dichos y fundadores se abordarán de manera equivalente a aquellos que surgen entre los GP y los fundadores.

La relación de agencia se presenta porque los inversionistas, sean considerados como inversionistas directos o a través de los GP en los fondos de inversión, son financiadores y en parte propietarios de la Startup, pero no toman decisiones sobre la gestión de esta. Es así como los fundadores y administradores actúan como agentes de los inversionistas, en la medida en que los segundos delegan las decisiones empresariales en los primeros, y en consecuencia el resultado del dinero que han depositado en ella.

Como se afirma en el libro *Founder vs. Investor* de Elizabeth Zalman y Jerry Neumann (2023), hay una gran diferencia entre las motivaciones de los fundadores y los inversionistas de una Startup. Los primeros, por regla general, buscan generar valor y hacer que su negocio sea próspero, más allá del crecimiento económico, que es en muchos casos el único objetivo de los inversionistas. Cuando uno busca construir empresa, el otro solo busca maximizar sus rendimientos financieros. Si bien ambas motivaciones pueden hacer que la Startup sea bien valorada económicamente, se presentan casos en los que los intereses se desalinean. Y es allí precisamente donde se presenta un problema de agencia, cuando deben tomarse decisiones como la venta de la Startup o una liquidación por situaciones económicas adversas.

Como parte de la solución en favor de los inversionistas, se considera la adquisición de control de las decisiones administrativas de la Startup. Como se explicó en el apartado de la S.A.S., los fondos de inversión, en repetidas ocasiones, buscan consolidar su presencia y control en las decisiones de gestión a través de puestos en la junta directiva o el acompañamiento en las buenas prácticas de negocio y gobierno corporativo. No obstante, esta aparente solución puede resultar en un problema aún más gravoso para los fundadores: la pérdida de control de su empresa. Es así como los inversionistas, por ejemplo, mediante los

puestos que hayan conseguido en la junta directiva, tengan la facultad de despedir al *CEO* si no se están cumpliendo sus retornos esperados. Estas situaciones deben preverse contractualmente para calibrar las facultades de control de los inversionistas desde su entrada a la Startup. No obstante, es evidente la disyuntiva que presentan los fundadores, pues deberán decidir, en muchas ocasiones, si recibir inversión y aceptar las condiciones planteadas por los inversionistas o no recibir el capital por medio del *Venture Capital* y someterse a las condiciones del crédito tradicional mencionados en la introducción de este escrito.

Las relaciones antes descritas muestran que los problemas de agencia en el *Venture Capital* son bidireccionales. Por un lado, los inversionistas se enfrentan al riesgo de que los gestores no realicen sus inversiones de la mejor manera. Por otro lado, los fundadores arriesgan el ser desplazados del control de la empresa o que se apropien de sus ideas (Cooter & Schäfer, 2011).

En el contexto del capital de riesgo no se eliminan los problemas de agencia, sino que se gestionan a través de pactos entre las partes (Cotivz & Liang, 2002). Dado que las relaciones entre los sujetos se presentan en entornos dinámicos, bajo la primacía de la autonomía privada de las partes, los riesgos y problemas de agencia responderán, en gran medida, al entramado contractual que estas hayan estipulado. En consecuencia, cada contrato individualmente considerado puede traer sus propios problemas de agencia, lo cual hace inviable un análisis exhaustivo de todas sus manifestaciones dentro del alcance de este trabajo de grado.

No obstante, la centralidad de los contratos en las dinámicas del capital de riesgo no implica que las disposiciones normativas y las leyes en general sean irrelevantes. Por el contrario, la función del derecho en estos casos consiste precisamente en proveer herramientas que permitan alinear los incentivos y actuaciones de las partes. Mediante disposiciones

normativas es posible lograr la cooperación entre los sujetos que en principio no confían entre sí (Cooter & Schäfer, 2011).

Desde esta perspectiva, al volver sobre las figuras jurídicas del ordenamiento colombiano abordadas anteriormente, sería posible encajar soluciones o mecanismos orientados a gestionar los problemas de agencia en aquellas estructuras que presentan mayor similitud con el modelo LP/GP. En particular, la S.A.S. y los FCP serían las principales candidatas para encajar los fondos de capital de riesgo en Colombia. En un primer escenario, es evidente que la S.A.S. permite una amplia libertad contractual, con lo cual se podrían estipular las cláusulas de *clawback*, *waterfall* y tipo *drag along*. Por otro lado, en los FCP, existe un comité encargado de resolver los conflictos de interés que se presenten dentro del fondo, así como esquemas de remuneración del gestor que pueden incluir incentivos como el *carried interest*. Sin embargo, como se ha expuesto previamente, estas figuras presentan limitaciones que dificultan la reproducción íntegra del modelo LP/GP.

5. Conclusiones

1. A la fecha, Colombia no cuenta con un vehículo diseñado especialmente para canalizar las inversiones en capital de riesgo bajo la lógica de los fondos de inversión de esta industria. Si bien el FCP y la S.A.S. son las figuras más asimilables a estos fondos, ninguna logra replicarla de manera completa ni adecuada.
 - a) En el caso de los FCP, es cierto que comparte la separación funcional entre gestor e inversionista, los llamados de capital y el propósito de inversión en empresas cerradas. No obstante, esta figura adolece de una regulación demasiado rígida que restringe la libertad contractual entre los LP y los GP para configurar el fondo, lo que lo aleja del modelo anglosajón. Además, el principio de segregación patrimonial impide que el gestor responda de manera ilimitada frente a terceros en la mayor parte de los casos.
 - b) La S.A.S., por su parte, ofrece flexibilidad en su configuración y eso la hace atractiva para imitar la estructura de los fondos. Con la posibilidad de crear distintas clases de acciones y diseñar el gobierno corporativo como a bien tengan sus participantes. No obstante, su naturaleza implica que todos los accionistas (incluyendo los GP) tengan responsabilidad limitada, que en el modelo LP/GP es utilizada como un mecanismo para alinear intereses e incentivos. Además, esta figura está concebida para desarrollar actividades empresariales, que se traducen en obligaciones operativas y administrativas que generan costos incompatibles con el funcionamiento y vocación de los vehículos de inversión, cuya función es canalizar y administrar el capital levantado.

Por lo demás, las figuras analizadas son aún más distantes a los fondos de inversión en capital de riesgo. El fideicomiso mercantil presenta rigidez en cuanto a la calidad de las sociedades fiduciarias (que solo pueden ser sujetos autorizados por la SFC). Los FIC se

orientan al público en general, y se someten a una regulación que protege altamente a sus inversionistas, lo que los hace incompatibles con inversiones en capital de riesgo. La sociedad en comandita, aunque comparte el origen histórico y la lógica de dualidad de separar el capital y la gestión, presenta limitaciones como la imposibilidad de pactar el régimen de responsabilidad del gestor, carece de mecanismos eficaces para exigir la responsabilidad de este y presenta dificultades a la hora de removerlo. Además, se presenta el desincentivo de la responsabilidad solidaria e ilimitada del gestor que no se puede modular.

2. El vacío normativo identificado no debe interpretarse como una inminente necesidad de producir una regulación robusta y densa sobre los fondos de capital de riesgo. Este mismo texto permite comprender que el exceso de regulación puede ser tan perjudicial como su ausencia. Cuando las normas exigen tantos requisitos e impone tantas obligaciones los vehículos se vuelven rígidos, costosos y poco efectivos para los inversionistas. Es por esto que en el ordenamiento jurídico colombiano se necesitan normas claras sobre la creación de los fondos, reglas básicas de responsabilidad y un marco que habilite ampliamente la autonomía contractual de las partes. La experiencia de jurisdicciones como Delaware indica que son precisamente las normas modernas y respetuosas de la voluntad de los contratantes lo que en gran parte genera confianza y atrae la inversión. La ausencia de un marco claro genera desconfianza e incertidumbre, pero generar una regulación excesiva simplemente traslada el problema a la rigidez.
3. La ausencia de un marco regulatorio claro y específico tiene consecuencias sobre el gobierno corporativo y las dinámicas de las relaciones entre los sujetos que intervienen en la industria del capital de riesgo: los LP, los GP y los fundadores de las Startups. Las relaciones de agencia generan riesgos que en jurisdicciones con marcos normativos consolidados pueden ser mitigadas a través de cláusulas contractuales y mecanismos de control específicos. En Colombia, la incertidumbre de la eficacia de esos mecanismos y

la falta de prácticas contractuales generan un ambiente de menor confianza, lo que incentiva a estructurar y operar los fondos en jurisdicciones extranjeras.

El ecosistema de Startups en Colombia ha demostrado un dinamismo creciente y casos de éxito internacional. Sin embargo, mientras el ordenamiento jurídico no ofrezca un vehículo adecuado, suficientemente flexible para estructurar los fondos de inversión en *Venture Capital*, los actores continuarán recurriendo a estructuras extranjeras, con los costos que esto implica.

6. Bibliografía

- Alba Aznar, L. (2018). Financiación de startups y su problemática. *ICADE Business School*, 32 - 34.
- Arango, L. (2016). *¿Sabe usted qué es capital de riesgo?* Medellín: EAFIT.
- Asobancaria. (2023). *Inclusión financiera y economía popular*. Bogotá: Asobancaria.
- Asociación de Fiduciarias de Colombia. (2017). *ABC de la Fiducia*. Bogotá: Asofiduciarias.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (2023). *Guía de Fondos de Inversión Colectiva*. Bogotá: Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.
- Bainbridge, S. M. (2002). *Corporation Law and Economics*. Nueva York: Foundation Press.
- Balboa, M., & Martí, J. (2011). Sensibilidad de la oferta de capital riesgo a cambios en el marco regulatorio. *Revista de Economía Aplicada*, XIX, 61-94.
- Banco de la República. (s.f.). *Banco de la República*. Obtenido de Tasa de usura: <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/tasa-usura>
- Banco de la República de Colombia. (2012). *El sistema financiero colombiano*. Bogotá : Banco de la República de Colombia .
- Banco Santander. (s.f.). *¿Qué son las aceleradoras de startups y cómo funcionan?* Obtenido de Santander | Impulsa empresa: <https://www.impulsa-empresa.es/diccionario/aceleradoras-startups/>
- Barrero, O. (8 de Septiembre de 2025). *Valora Analitik*. Obtenido de Así nació y se expandió Rappi, la startup colombiana en la que Amazon compró una participación: <https://www.valoraanalitik.com/asi-nacio-y-se-expandio-rappi-la-startup-colombiana-en-la-que-amazon-compro-una-participacion/>

- BBVA. (17 de Octubre de 2022). *'Venture debt', la fórmula de financiación alternativa al capital riesgo para impulsar el ecosistema 'startup'*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/innovacion/venture-debt-la-formula-de-financiacion-alternativa-al-capital-riesgo-para-impulsar-el-ecosistema-startup/>
- BBVA Asset Management. (2022). *¿Qué es la inversión en Capital Riesgo?* Bilbao: BBVA Asset Management.
- Blank, S., & Dorf, B. (2016). *El Manual del Emprendedor: La guía paso a paso para crear una gran empresa*. Madrid: Booket.
- Caracol Radio. (17 de 12 de 2025). *Caracol Radio*. Obtenido de Conozca la historia de Bold, de la fintech que apoya a las mipymes: <https://caracol.com.co/2025/12/18/conozca-la-historia-de-bold-de-la-fintech-que-apoya-a-las-mipymes/>
- Cárdenas, F. (2014). Las actividades de administración, gestión, distribución y custodia en los fondos de inversión colectiva a la luz de los Decretos 1242 y 1243 de 2013. *Revista de Derecho Privado No. 41*.
- ColCapital, & Deloitte. (2025). *ECOSISTEMA DE CAPITAL PRIVADO & EMPRENDEDOR: Reporte 2024 - 2025*. Bogotá: ColCapital; Deloitte;.
- Comercio, C. d. (16 de junio de 1971). Decreto 410 de 1971. *I-20*. Colombia.
- Comisión para el Mercado Financiero. (s.f.). *¿Qué son los Inversionistas Ángeles?* Obtenido de EDUCA - Portal de Educación Financiera: <https://www.cmfchile.cl/educa/621/w3-article-27446.html>
- Cooter, R. D., & Schäfer, H.-B. (2011). *Solomon's Knot: How Law Can Ent the Poverty of Nations*. Princeton University Press.

- Cornell. (s.f.). *Cornell Law School*. Obtenido de Alter Ego:
https://www.law.cornell.edu/wex/alter_ego
- Cornell. (s.f.). *Cornell Law School*. Obtenido de limited liability company (LLC):
https://www.law.cornell.edu/wex/limited_liability_company_llc
- Correa Hincapié, C. A., & Uribe Mejía, J. (2013). Estructuración de un Fondo de Capital Privado para Financiar Empresas de Innovación. Medellín: EAFIT.
- Cotivz, D., & Liang, N. (2002). Recent Developments in the Private Equity Market and the Role of Preferred Returns. *Division of Research and Statistics Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Crane, J. A. (1933). Are Limited Partnerships Necessary - The Return of the Commenda. *Minnesota Law Reviews*.
- Cumming, D. J., & Hammer, B. (2025). *The Palgrave Encyclopedia of Private Equity*. Leipzig: Springer Nature.
- Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2009). *Venture Capital and Private Equity Contracting: an international perspective*. San Diego: Elsevier Inc.
- Doyle, K. (29 de Agosto de 2024). *Graduate School of Stanford Business*. Obtenido de Explainer: What is a Unicorn?: <https://www.gsb.stanford.edu/insights/explainer-what-unicorn>
- Ecosistema Startup. (8 de Septiembre de 2025). *Ecosistema Startup*. Obtenido de Amazon invierte en Rappi: un hito para startups y tecnología en LATAM: <https://ecosistemastartup.com/amazon-invierte-en-rappi-un-hito-para-startups-y-tecnologia-en-latam/>

- FATF. (27 de Octubre de 2023). *Financial Action Task Force*. Obtenido de Jurisdictions under Increased Monitoring - 27 October 2023: <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/High-risk-and-other-monitored-jurisdictions/Increased-monitoring-october-2023.html>
- Feng, T., Guo, L., Dong, J., & Wang, H. (2022). The impact of venture capital funds with foreign limited partners investment on enterprise internationalization: evidence from China. *Heliyon*, 1-5.
- Gaitan Cuesta, D. P. (2004). El contrato de fiducia mercantil. *El contrato de fiducia mercantil*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.
- Gaviria Gil, J. A. (2024). *Manual comentado de derecho societario*. Bogotá: Tirant lo branch.
- Gaviria Gil, J. A. (s.f.). Un nuevo derecho societario para los contratos asociativos en las compañías Startups. Medellín, Colombia.
- Goldman Sachs. (2022). *Introducción al private equity*. Nueva York: Asset Management.
- Gompers, P. (2004). Venture Capital. *Harvard University and National Bureau of Economic Research*, 1-56.
- González, J. S., & Llanes, M. C. (2024). *Una mirada a las mipymes en Colombia*. Bogotá: BBVA Research.
- Gupta, A., & Wang, H. (15 de 11 de 2016). La razón por la que Silicon Valley venció a Boston en el dominio del capital de riesgo. *Harvard Business Review*.
- Hamill, S. P. (1989). The Limited Liability Company: A Possible Choice for Doing. *Alabama Law Scholarly Commons*.

- Hansmann , H., & Mattei, U. (1998). THE FUNCTIONS OF TRUST LAW:. *New York University Law Review* , 434-479.
- Hardman, J. (2025). Regulating the very limited partnership. 356-374.
- Howarth, J. (5 de Junio de 2025). *Exploding Topics*. Obtenido de Estadísticas de la tasa de fracaso de startups (2025): <https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats>
- Hudson, A. (2017). *Equity and Trust*. Oxon: Alastair Hudson.
- Jensen , M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real Word: An Epirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 281-315.
- Kleinberger, D. (2012). *Agency, Partnership, and LLC*. Nueva York: Wolters Kluwer Law & Business.
- KPMG. (2024). *Colombia Tech Report*. Bogotá: KPMG.
- Langbein, J. (1995). The Contractarian Basis of the Law of Trusts. *Yale Law Journal*.
- LAVCA. (2025). *2025 Latin American Startup Ecosystem Insights* . Nueva York : LAVCA .
- Leamon, A., Lerner, J., & García-Robles, S. (2012). The evolving relationship between LP & GPs. *Multilateral Investment Fund*, 1-23.
- Maarbani, S. (2011). *Establishing a new Venture Capital or Private Equity Fund*. Australia: PricewaterhouseCoopers.
- McKinsey & Company . (2023). *LatAm Digital Report 4th edition Startup Study 2023*. Nueva York : McKinsey & Company.

- Mehta, V. (2004). *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*. Philadelphia, Pennsylvania : University of Pennsylvania.
- Mendoza, J. M. (4 de Julio de 2019). *Ámbito Jurídico*. Obtenido de La comandita: R.I.P.: <https://www.ambitojuridico.com/noticias/columnista-impreso/sociedades-y-economia-solidaria/la-comandita-r-i-p>
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 1-16.
- Montaño, J. (7 de Mayo de 2025). *El Tiempo*. Obtenido de Atención emprendedores: El SENA tiene \$274 mil millones para empoderar a colombianos que quieran emprender: <https://www.eltiempo.com/colombia/otras-ciudades/emprendedores-sena-tiene-274-mil-millones-para-empoderar-a-los-emprendedores-colombianos-3451448>
- Morelli, Y. (2003). Structuring Venture Capital Funds. *Canadian Tax Journal*, 806-862.
- Morely, J. (2014). The Separation of Funds and Managers: A Theory of. *The Yale Law Journal*.
- Nieto Nieto, N. (2010). *Antecedentes históricos de la idea de las sociedades comerciales como contratos en Colombia*. Medellín: Escuela de Derecho, Universidad EAFIT.
- Nieto Stephanou, V. (2005). La Fiducia Mercantil. 1-78. Bogotá: Universidad de los Andes.
- OCDE. (2022). Secured lending for SMEs: Making effective use of registries and intangibles - A case study approach. *OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 33*.
- OCDE. (2024). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD scoreboard*. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2026). *OECD Economic Surveys: Mexico 2026*. Paris: OECD Publishing.

- Ortiz Vesga, A. (2023). La culpa en la responsabilidad civil contractual en Colombia: ¿tripartición o culpa unitaria? *IUSTITIA*, 87 - 106.
- Ospina Fernández, G., & Ospina Acosta, E. (2025). *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*. Bogotá: Temis.
- Ovalle Galindo, J. D. (2014). La estática regulación de los fondos de capital privado (private equity) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias. *Revista de Derecho Privado de la Universidad de los Andes*(52), 1-35.
- Patiño, K. (7 de 11 de 2018). *El Tiempo*. Obtenido de El camino de Rappi para convertirse en ‘unicornio’: <https://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/el-camino-de-rappi-para-tener-una-valoracion-de-mil-millones-de-dolares-264698>
- Peña Nossa, L. (2017). *De las sociedades comerciales*. Bogotá: ECOE Ediciones.
- Peña Nossa, L. (2017). Parte Sexta Contratos Financieros. En L. Peña Nossa , *Contratos Empresariales Nacionales e Internacionales* (págs. 569 - 594). Bogotá : Ecoe Ediciones.
- Pereira, Á. (2022). Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product. *Forthcoming in Review of Banking and Financial Law*, 40(1), 1-37.
- Pereira, A., & Andrade, R. (2025). Venture Capital in Latin America: The Costs of the Cayman Sandwich. *Ibero-American Institute for Law and Finance* , 1-37.
- Registro Único Empresarial y Social. (2026). *Informes estadísticos*. Bogotá: RUES.
- Reyes Villamizar, F. (2006). *Derecho Societario en Estados Unidos*. Bogotá: Legis.
- Reyes Villamizar, F. (2006). *Derecho Societario en Estados Unidos*. Bogotá: Legis.

- Reyes Villamizar, F. (2024). *Derecho Societario La SAS*. Bogotá: Temis.
- Ribstein, L. (2009). *The Rise of the Uncorporation*. Oxford University Press.
- Rodríguez Puentes, M. (2016). Concepto y alcance de la responsabilidad objetiva . *Revista de Derecho Privado de la Universidad de los Andes* , 1-19.
- Rodríguez-Azuero, S. (2007). El fideicomiso mercantil contemporáneo. *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ruta N. (s.f.). *Ruta N - Medellín Centro de Innovación y Negocios*. Obtenido de Lineamiento aceleración: <https://rutanmedellin.org/lineamientoaceleracion>
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 473-521.
- Salazar, D. (22 de Enero de 2026). *Bloomberg*. Obtenido de Los cinco países de Latinoamérica con mayor concentración de riqueza, según Oxfam: <https://www.bloomberglinea.com/economia/los-cinco-paises-de-latinoamerica-con-mayor-concentracion-de-riqueza-segun-oxfam/>
- SENA. (19 de Septiembre de 2025). *Noticias Sena*. Obtenido de La fuerza de la asociatividad es apoyada por el Fondo Emprender con \$249.500 millones para 2025: <https://www.sena.edu.co/es-co/Noticias/Paginas/noticia.aspx?IdNoticia=8612#:~:text=Emprendimiento-,La%20fuerza%20de%20la%20asociatividad%20es%20apoyada%20por%20el%20Fondo,Bogot%C3%A1%2C%20D.%20C.&text=Una%20inversi%C3%B3n%20hist%C3%B3rica%20en%2018,de%20e>

- SENA. (s.f.). *SENA*. Obtenido de Fondo Emprender: <https://www.sena.edu.co/es-co/trabajo/Paginas/fondo-emprender.aspx#acuerdo>
- Shane, S. A. (2008). *The Illusions of Entrepreneurship: The Costly Myths That Entrepreneurs, Investors, and Policy Makers Live By*. Conneticut: Yale University Press.
- Silicon Valley. (s.f.). *Silicon Valley Bank*. Obtenido de What is venture capital?: <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/what-is-venture-capital/>
- Smartsrapers. (15 de Octubre de 2025). *Smartsrapers*. Obtenido de List of Venture Capital Funds in United States: <https://rentechdigital.com/smartscraper/business-report-details/list-of-venture-capital-funds-in-united-states>
- Solórzano, S. (15 de Marzo de 2021). *La República*. Obtenido de Esta es la historia de Rappi, de regalar donas en Bogotá a conquistar la banca digital: <https://www.larepublica.co/empresas/conozca-la-historia-de-rappi-de-regalar-donas-en-bogota-a-conquistar-la-banca-digital-3138462>
- Sotomonte Mujica , D. R. (2004). PARTNERSHIPS AND COMPANIES A COMPARATIVE APPROACH TO UK BUSINESS ORGANISATIONS. *REVISTA@ e – Mercatoria*, 3(2), 1-14.
- StartupBlink . (2025). *Global Startup Ecosystem Index 2025*. Singapore City: StartupBlink .
- StartupBlink. (2026). *StartupBlink*. Obtenido de The Startup Ecosystem of United States: <https://www.startupblink.com/startup-ecosystem/united-states?page=1>
- Steindl, M. (2013). The Alignment of Interests between the General and the Limited Partner in a . *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 1-16.
- Superintendencia de Sociedades. (2025). *Pauta Legal Número 36 - De la Accón Social de Responsabilidad e Individual*. Bogotá : Superintendencia de Sociedades.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2024). FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA Y FONDOS DE CAPITAL PRIVADO. *Concepto 2024013689-001*. Bogotá.

Teare, G. (7 de Enero de 2026). *Crunchbase News*. Obtenido de Global Venture Funding In 2025 Surged As Startup Deals And Valuations Set All-Time Records: <https://news.crunchbase.com/venture/funding-data-third-largest-year-2025/>

Universidad EAFIT. (s.f.). *Ongoing Eafit*. Obtenido de Todo lo que necesitas para emprender en un solo lugar: <https://ongoingeafit.com/>

Visser Álvarez, D. (2017). Autoregulación de los conflictos de interés en los fondos de capital privado en Colombia: hacia un enfoque de riesgo. *Revista de Derecho Privado de la Universidad de los Andes* , 1 - 36.

World Bank Group. (2018). *Opportunities through Credit Reporting, Secured Lending and Insolvency Practices*. Washington: World Bank Group.

Zalaman, E., & Neumann, J. (2023). *Founder Vs. Investor: the honest truth about venture capital. From Startup to IPO*. Estados Unidos: Harper Collins Leadership.

Decreto 1357 de 2018. Por el cual se reglamenta el crowdfunding en Colombia. Julio 31 de 2018.

Ley Nacional N.º 27.349 de 2017 (Argentina). Apoyo al capital emprendedor. Marzo 29 de 2017.

Lei Complementar 182 de 2021 (Brasil). Marco legal de las startups y del emprendimiento innovador. Junio 1 de 2021.

Ley 688-16 de 2016 (República Dominicana). Desarrollo y competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas. Noviembre 23 de 2016.

Ley 9998 de 2021 (Costa Rica). Ley para promover el emprendimiento y la innovación. Octubre 14 de 2021.

Ley Orgánica de Emprendimiento e Innovación de 2020 (Ecuador). Fomento del emprendimiento e innovación. Febrero 28 de 2020.

Ley 19.820 de 2019 (Uruguay). Fomento del emprendedurismo. Septiembre 18 de 2019.

Ley 5669 de 2016 (Paraguay). De fomento de la cultura emprendedora. Diciembre 12 de 2016.

Decreto 20-2018 (Guatemala). Ley de fortalecimiento al emprendimiento. Abril 5 de 2018.

Ley 186 de 2020 (Panamá). Ley de emprendimiento. Diciembre 2 de 2020.

Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera de 2018 (México). Regulación de instituciones de tecnología financiera. Marzo 9 de 2018.

Ley N.º 21.521 (Chile). Promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros. Enero 4 de 2023.

Ley 2069 de 2020. Por medio de la cual se impulsa el emprendimiento en Colombia. Diciembre 31 de 2020.

Código de Comercio (Colombia). Régimen general de actos de comercio y sociedades mercantiles. 1971.

Regla 506(b) de la SEC (Estados Unidos). Exención de registro para ofertas privadas de valores conforme al Regulation D.

California Corporations Code § 16103 (Estados Unidos, California). Régimen aplicable a las limited partnerships.

Ley 1258 de 2008. Por medio de la cual se crea la sociedad por acciones simplificada (S.A.S.).

Diciembre 5 de 2008.

Ley 222 de 1995. Por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio y se dictan otras

disposiciones. Diciembre 20 de 1995.

Decreto 46 de 2024. Por el cual se reglamentan disposiciones en materia empresarial. Enero 30

de 2024.

Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector

financiero, asegurador y del mercado de valores. Julio 15 de 2010.

Código Civil (Colombia). Régimen general de las obligaciones y contratos. 1887.