



Vigilada Mineducación

Impactos financieros de la incorporación de los Principios de la Institutional Limited Partners Association (ILPA 3.0), incluyendo los definidos en términos de los aspectos ambiental, social y de gobernanza (ASG), sobre la estructuración y el desempeño financiero de un fondo de capital privado inmobiliario (FCPI). Caso de estudio en Colombia

Financial impact of the Institutional Limited Partners Association Principles (ILPA 3.0), including those related to environmental, social and governance (ESG), over the structuring and financial performance of a real estate private fund. Study case in Colombia

Por

Alejandro Moreno Vásquez¹

Jorge Luis Molina Andrade²

Tesis presentada como requisito para obtener el título de
Magíster en Administración Financiera

Asesor

Juan Felipe Cardona Llano

Universidad EAFIT
Medellín, febrero, 2023

¹ amoreno9@eafit.edu.co

² jmolin14@eafit.edu.co

© 2023 por Alejandro Moreno y Jorge Molina
Todos los derechos reservados

Resumen

La industria de los fondos de capital privado ha tenido un crecimiento importante desde su aparición luego de la Segunda Guerra Mundial, y Colombia no ha sido la excepción. Sin embargo, a pesar de que se observa un incremento en el profesionalismo de los agentes relacionados con dichos activos, aún se presentan importantes retos con respecto a los mejores estándares internacionales. Por ello se considera de gran valor determinar los beneficios cuantitativos de la incorporación de los más altos estándares a nivel mundial, conocidos como los Principios ILPA 3.0, junto con las mejores prácticas en términos ambientales, sociales y de gobierno (ASG), sobre un fondo de capital privado inmobiliario en Colombia.

Palabras claves: fondo de capital privado (FCP), Principios ILPA, Principios ASG, FCP inmobiliario

Abstract

Globally, the private equity fund industry has continuously grown over the years since it made its appearance after World War II, and Colombia has not been an exception. However, although nationally we've seen great progress in terms of industry standardization and agent professionalism, there's still a long road ahead to catch up with the highest international standards/best practices. Thus, we consider it of great value to quantitatively determine the benefits of incorporating these aforementioned international standards, technically known as the ILPA 3.0 Principles, together with other important aspects such as best practices in fields such as environmental, social and governance (ESG) impact on private equity funds based in Colombia.

Key words: private equity fund, ILPA Principles, ESG Principles, real estate private equity fund.

Contenido

1. Introducción	1
2. Objetivos	3
2.1 Objetivo general	3
2.2 Objetivos específicos.....	3
4. Marco teórico	4
4.1 Los fondos de capital privado. Entorno global.....	4
4.2 Fondos de capital privado (FCP). Entorno colombiano	8
4.3 Buenas prácticas (instituciones locales)	14
4.4 Buenas prácticas (instituciones internacionales).....	16
4.4.1 Principios ILPA	16
5. Metodología	24
6. Resultados	25
7. Conclusiones y recomendaciones.....	28
8. Referencias	29

Índice de tablas

Tabla 1. Comparativo de los resultados obtenidos.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 2. Aspectos cualitativos y cuantitativos de las compañías del FCPI.....	27

Índice de figuras

Figura 1. Evolución de los arrendamientos en Estados Unidos (2011-2021)	8
Figura 2. Estructura organizacional de los FCP en Colombia	10
Figura 3. Ciclo de vida de un FCP típico	11
Figura 4. Flujo de caja de los FCP en las etapas de inversión	12
Figura 5. Pregunta a los criterios ASG en la toma de decisiones de inversión	15

1. Introducción

Los fondos de capital privado (en adelante FCP) están definidos en el Decreto 1984 de 2018 (Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2018) como fondos de inversión colectiva cerrados que deben destinar al menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico, diferentes a los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

La industria de los FCP tuvo su establecimiento en el país en 2005 (Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria, 2016), y partir de ese momento ha tenido importantes crecimientos tanto en la cantidad de fondos como en el monto invertido y el número de gestores profesionales. En 2005 existían únicamente dos fondos activos, mientras que en la actualidad hay más de cien (Asobancaria, 2016), y se proyecta como un segmento de negocios con un alto potencial. Además, los FCP han sido en muchos casos un impulso importante para la reactivación económica. Por ejemplo, entre 2020 y 2022, luego de la crisis del coronavirus, el gobierno colombiano priorizó inversiones en alianzas público-privadas por más de USD 5.000 millones, generando así más de 90.000 empleos. (Invest in Colombia, 2022)

Desde su concepción existen una serie de sinergias importantes entre el sistema bancario y el mercado de capitales –incluyendo los FCP–, cuyo fortalecimiento parece un imperativo para facilitar el tránsito de recursos por medio de los diferentes agentes económicos, lo que se traduce en mayor generación de valor agregado y desarrollo económico y social (Asobancaria, 2016). Fue en dicho sentido que, según la Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF (2013), se formuló el Decreto 1242 de 2013 (Colombia, Presidencia de la República, 2013) para mejorar la eficiencia de los fondos de inversión colectiva y los FCP, adoptando estándares internacionales y definiendo los objetivos, las políticas de gestión y el papel de los actores involucrados.

Lo anterior busca constituir una alternativa de inversión más estructurada para los inversionistas “institucionales”, debido a algunas investigaciones surgidas relacionadas con la falta de transparencia y la incertidumbre a la hora de conocer el retorno real de este tipo de inversiones. Además, adquiere aún mayor importancia, dado el aumento de la industria a nivel mundial, que ha percibido un acelerado crecimiento en los últimos dos años, con incrementos anuales compuestos cercanos al 20 %. (McKinsey & Co., 2022)

La Asociación Colombiana de Capital Privado (en adelante ColCapital) publicó en 2014 una guía que pretende ofrecer una herramienta para los actores de la industria que alinee los estándares locales en torno a las mejores prácticas internacionales. Es un documento muy completo que apunta a ser de obligatorio cumplimiento y, a su vez, a irse modificando a la par con el desarrollo de la industria y los mejores lineamientos internacionales. (2014)

En el entorno internacional, la Institutional Limited Partners Association (en adelante ILPA) es una entidad con más de 500 miembros y una representación de más de USD 2 mil millones bajo administración. Su función es promover la maximización del desempeño de los inversionistas tanto a nivel individual como colectivo, y además es la única entidad que se dedica a trabajar en pro de

los inversionistas y sus beneficiarios. Una de sus funciones más importantes es la de crear una guía de principios que busquen alinear los intereses entre las partes involucradas de un FCP. (ILPA, 2022)

Tanto por el crecimiento de la industria como por el profesionalismo de los agentes que invierten en ella se hace necesario entonces determinar los beneficios cuantitativos de la incorporación de los más altos estándares internacionales, tales como los Principios ILPA 3.0 sobre el proceso de estructuración y desempeño financiero de un FCP –que para este trabajo será inmobiliario: FCPI–.

En conclusión, se propone desarrollar un modelo financiero robusto por un período de diez años, que incluya dos años adicionales de extensión y permita cuantificar las ventajas de incorporar cada uno de los puntos de las mejores prácticas internacionales en la creación de valor sobre las inversiones del fondo, traducidas finalmente en beneficios económicos para su desarrollo. El análisis llevado a cabo a fin de alcanzar este propósito incluye indicadores la curva “J”, la rentabilidad del inversionista, múltiplos de distribución y de valor total, y los indicadores financieros propios de un activo inmobiliario. Además, se desarrolla un modelo de flujo de caja descontado con variables dinámicas que permite realizar una comparación detallada de la manera cómo diferentes escenarios impactan financieramente el fondo.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Determinar y cuantificar el impacto de la incorporación de los principios de la Institutional Limited Partners Association (ILPA 3.0) sobre el proceso de estructuración y desempeño financiero de un fondo de capital privado inmobiliario (FCPI), traducido en mayores alineaciones entre el gestor y el inversionista, e incentivando el desarrollo y la creación de nuevos FCPI a través del método de flujo de caja descontado.

2.2 Objetivos específicos

Definir los elementos de mejores prácticas de la ILPA, incluyendo las definidas en términos de los aspectos ambiental, social y de gobernanza (ASG).

Valorar financieramente la estructura del FCPI como un subyacente, con los Principios ILPA y sin ellos, a través del modelo de flujo de caja descontado.

Comparar, cuantificar y evaluar los resultados obtenidos, identificando de manera clara qué impactos tiene la implementación de buenas prácticas internacionales.

4. Marco teórico

4.1 Los fondos de capital privado. Entorno global

La industria del capital privado comenzó a surgir en Estados Unidos justo después del final de la Segunda Guerra Mundial, siendo the American Research and Development Corporation (ARDC), una de las exponentes iniciales de mayor importancia (Hsu & Kenney, 2005). Dado su modelo de negocio innovador para la época y la posibilidad de levantar capital tanto de inversionistas institucionales como de personas del común, atrajo una considerable cobertura por parte de los medios, que a su vez inspiró a varias organizaciones, en su mayoría de familias ricas tradicionales del noreste estadounidense, a emprender y ayudar a organizar también esta industria. (2005)

Una de las compañías más importantes de este segmento familiar fue Rockefeller Brothers, Inc. (RBI), fundada por los descendientes del gran industrial de petróleo norteamericano y quizás el hombre más rico de la historia moderna: John D. Rockefeller (Nicholas & Fouka, 2014). Esta compañía, a diferencia de la ARDC, tenía un enfoque más familiar, los fondos eran ciento por ciento financiados por miembros de la familia, y su estrategia de inversión estaba muy enfocada en proyectos públicos, ya que gozaba de importantes conexiones en el gobierno que facilitaban su ejecución. (Hsu & Kenney, 2005)

En comparación con RBI, la ARDC se podría considerar mucho menos ortodoxa para la época, con una estrategia que iba en pro del crecimiento y que aportaba e incentivaba la creación de nuevas industrias apostándole a compañías en las que el éxito no estaba garantizado. (U.S. Securities and Exchange Commission, 1951)

Con el paso de los años, e incentivados por políticas económicas que beneficiaban la industria, para 1980 ya existían firmas de FCP que generaban impactos muy significativos. Un gran exponente de este período fue Golder Thoma & Co., que en este mismo año levantó alrededor de USD 60 millones, siendo este el fondo más grande en ese momento y uno de los más grandes históricamente hasta dicho período. El fondo tenía como objetivo invertir este dinero tanto en nuevas compañías como en adquisiciones de compañías existentes. (Sensoy *et al.*, 2013)

El tamaño de los fondos levantados para ese momento, aunque comparados con el ecosistema del capital privado contemporáneo, que podrían lucir como vehículos financieros muy pequeños, son útiles a la hora de contextualizar acerca de la importante evolución del mercado a nivel mundial, con especial énfasis en Estados Unidos, país de donde provienen las raíces más importantes de la industria. Fue así como esta continuó avanzando, y para la época del colapso financiero de 2008 ya era común ver fondos individuales recogiendo más de USD 10 mil millones. (2013)

El estudio publicado por la IESE Business School en 2021 categorizó los países según la disponibilidad y el ranking de información necesaria para calificar dicha atractividad (Groh *et al.*, 2021). Los siguientes fueron los elementos evaluados:

- 1) Actividad económica
 - Producto interno bruto
 - Desempleo
- 2) Mercado de capitales
 - Tamaño del mercado
 - Liquidez
 - Cantidad de ofertas iniciales públicas
- 3) Impuestos
 - Incentivos, restricciones
- 4) Protección al inversionista y gobierno corporativo
 - Confianza en las entidades encargadas de velar por el cumplimiento de las leyes y deberes
- 5) Ambiente humano y social
 - Corrupción
 - Educación y capital humano
- 6) Oportunidades de emprendimiento
 - Innovación
 - Avances tecnológicos
 - Practicidad (Groh *et al.*, 2021)

En relación con la industria del capital privado, el estudio reveló el top cinco de los países más atractivos, ubicando en primer lugar a Estados Unidos, seguido por Reino Unido, Japón, Alemania y Canadá, respectivamente. Colombia ocupa el puesto 51 entre 125 países. (Groh *et al.*, 2021)

Al analizar los FCP con enfoque en inversiones de propiedad raíz, estos levantaron más de USD 710 mil millones a nivel mundial. Según el estudio realizado en 2017 por la firma consultora Preqin, del top 100 de FCP con este enfoque solamente uno está en Suramérica –Brasil– y su mayor concentración está en Ciudad de Nueva York, con 26. Blackstone Group es la firma # 1 del ranking, con un total de activos bajo administración acumulados de USD 83 mil millones. (2017)

Según Radu-Dragomir Manac & Wood (2022), existen los siguientes tipos de FCP:

- *Balanced* (balanceado): invierten en compañías en variadas etapas de su vida organizacional, incluyendo aquellas con pre-oferta pública inicial.
- *Buyout* (compra de compañías): enfocados en la compra de compañías a través de la adquisición de una posición de control, sea apalancándola por parte de la dirección (MBO, *management buyouts*) o a través de compras institucionales del 51 % o más del total de acciones (IBO, *institutional buyouts*).
- *Co-Investment*: donde existe una sociedad entre los inversionistas y los gestores profesionales.
- *Distressed and turnaround*: especializados en la compra de compañías en riesgo de bancarrota o con desventajas competitivas. Normalmente, debido a su alto riesgo, el valor al que se adquieren es mucho menor que sus valoraciones.

- *Expansion / Late stage*: especializados en invertir en compañías establecidas con ciertas necesidades de capital, pero con el deseo de no ceder el control de manera significativa.
- *Growth*: similares a los fondos de expansión, estos fondos de crecimiento se enfocan en compañías más maduras que buscan fondear planes de crecimiento y expansión y asegurar así un mejor posicionamiento en el mercado.
- *Mezzanine*: especializados en la emisión de deuda para el financiamiento de proyectos de grandes compañías, generalmente sobre deudas existentes –de ahí el término *mezzanine*–.
- *Natural resources*: especializados en el financiamiento de proyectos que involucran aspectos del agro, el petróleo o el gas natural.
- *Real Estate*: especializados en la adquisición de predios inmobiliarios.
- *Secondary*: especializados en la compra de compañías que ya han sido adquiridas por otras de capital privado.
- *Venture*: especializados en inversiones que pueden ser consideradas de alto riesgo, por ejemplo, en compañías nacientes con un potencial importante de crecimiento no “asegurado”. (Radu-Dragomir Manac & Wood, 2022)

Según Brito (2018), la inversión en activos inmobiliarios tiene el potencial de dinamizar significativamente este mercado en Colombia, en tanto existe el referente de su desempeño positivo en otros países. Este tipo de inversión es conocida como *Real Estate Investment Trust* (en adelante REIT), y en algunos países de habla hispana como SOCIMI (Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria). Las REIT son instrumentos de financiación de proyectos inmobiliarios que levantan capital de diferentes inversionistas, ofreciéndoles participación en el proyecto en cuestión o garantías sobre sus rendimientos. (Sari *et al.*, 2020)

Este vehículo fue creado en Estados Unidos en 1960 cuando el gobierno aprobó la legislación requerida para que fuera tratado como un fondo mutuo, acercando así al inversionista común a la posibilidad de un poseer inversiones estables de largo plazo en propiedad raíz tributariamente eficientes (Ambrose & Linneman, 1998). Una REIT es una compañía cuyas características y normas por cumplir se describen a continuación:

- Mínimo 100 inversionistas.
- Debe tener participación 100 % transferible.
- No puede haber un control de 50 % o más en manos de menos de cinco inversionistas.
- El grupo directivo debe tener mínimo uno de los inversionistas a bordo.
- Realizar, mínimo, el 75 % del ingreso bruto total a través de arrendamientos o ganancias de venta de propiedades, préstamos, distribuciones relacionadas con los rendimientos de las propiedades, etc.
- No realizar más del 30 % de su utilidad bruta a través de la venta de activos que se tuvieron en el portafolio menos de 48 meses.
- Distribuir más del 95 % de sus ingresos imponibles.
- Estar compuesto por, mínimo, el 75 % de activos inmobiliarios. (Ambrose & Linneman, 1998)

Las REIT han sido uno de los mayores dinamizadores de mercado a nivel mundial en los últimos años. En México, por ejemplo, a 2017 habían logrado capitalizar casi USD 13 mil millones (Brito, 2018). Según este autor, representan un vehículo de inversión muy completo y son bastante atractivas tanto para inversionistas institucionales como individuales, debido a que sus rendimientos son percibidos sin tener que vender la participación.

Según Brito (2018), aunque estos vehículos no existen como figura legal en Colombia, y en teoría se podría decir que solo uno cuenta con características equivalentes –su detalle se presenta más adelante en el presente trabajo–, existen alternativas que podrían ser comparables: el fondo de inversión colectivo inmobiliario (FICI) y el fondo de capital privado inmobiliario (FCPI).

Para 2022, según el estudio realizado por Price Waterhouse Cooper, PwC (2022) se espera que la inversión en activos de propiedad raíz continúe retomando el curso pre-pandemia; incluso algunos expertos sostienen que el *boom* alcanzará niveles jamás antes vistos.

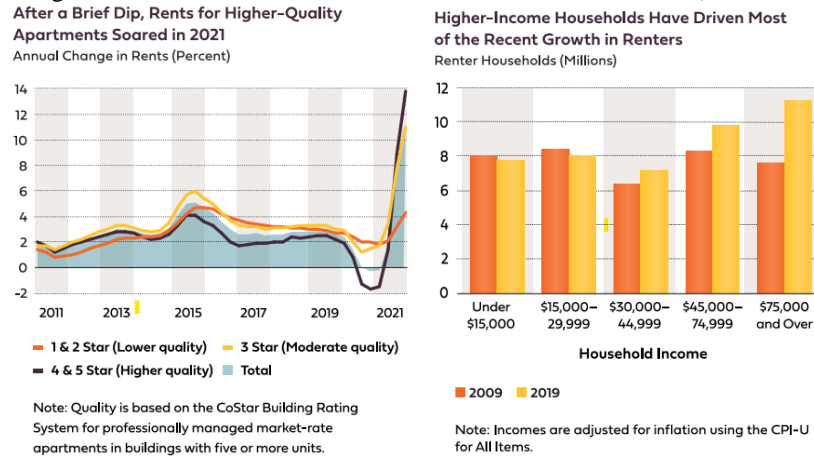
Cabe mencionar que uno de los factores que más ha impulsado la demanda de propiedad raíz, en especial en Norte América, es la nueva tendencia de las compañías de pasar de un modelo de trabajo presencial a híbrido y, en un considerable número de casos, a completamente remotos: el llamado *work-from-home*. (PwC, 2022)

Según el informe de PwC, esto ha permitido que las personas tengan muchísima más flexibilidad al momento de elegir dónde quieren vivir:

- Algunas personas han decidido migrar hacia áreas más rurales o suburbanas con la motivación de alejarse del ruido de la ciudad y aprovechar espacios más abiertos.
- Otras han aprovechado esta migración para lograr mudarse a la ciudad, tendencia que ha sido constante con jóvenes profesionales con capacidad económica importante, que los ha convertido en los clientes potenciales más comunes. Lo anterior ha llevado a que el precio del arriendo de estas residencias continúe creciendo a niveles muy superiores jamás antes vistos. (PwC, 2022)

Según el estudio publicado en 2022 por el Joint Center for Housing Studies de la Universidad de Harvard (JCHS, 2022), aunque durante los primeros meses de la pandemia la demanda de apartamentos de todo tipo se vio severamente afectada, luego de la introducción de la vacuna contra la COVID-19 se fortaleció de una manera tan significativa, que ha alcanzado los niveles más altos de los últimos diez años [Figura 1].

Figura 1. Evolución de los arrendamientos en Estados Unidos (2011-2021)



Fuente: Joint Center for Housing Studies of Harvard University, JCHS (2022).

De la Figura 1 se puede concluir que este constante crecimiento de demanda de vivienda continúa impulsando y atrayendo más y más inversionistas a este negocio.

4.2 Los fondos de capital privado (FCP) – Entorno colombiano

Según la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria), los FCP se establecieron en Colombia en 2005, y a partir de ese momento han jugado un rol fundamental en el desarrollo de sinergias junto con el sistema bancario, que buscan fortalecer el tejido empresarial y apoyar iniciativas empresariales o sectores económicos que están en proceso de consolidación. Además, brindan alternativas financieras adicionales para empresas con mayor vocación de expansión y sirven como fuente de fondeo para proyectos de infraestructura. (2016)

Los FCP han sido en muchos casos un importante impulso para la reactivación económica. Por ejemplo, entre 2020 y 2022, luego de la crisis del coronavirus, el gobierno colombiano priorizó inversiones en alianzas público-privadas por más de USD 5.000 millones, generando más de 90.000 empleos en dicho período (Invest in Colombia, 2022). Estos vehículos financieros se proyectan como un segmento de negocios con alto potencial y han tenido un crecimiento notable desde 2005.

Para hacer un recorrido por la regulación más importante de los FCP en Colombia es fundamental remontarse al Decreto 2175 de 2007 (Colombia, Presidencia de la República, 2007), que luego fue modificado por el Decreto 2555 de 2010 (Colombia, Unidad de Regulación Financiera, 2010). Según Limongi (2011), en este último se eliminaron los llamados fondos comunes ordinarios y especiales, los fondos de valores y los fondos de inversión como “vehículos de inversión”, y se sustituyeron por carteras colectivas, definidas en el mismo decreto como “vehículos para captar recursos o activos de un número plural de personas, administrados por un gestor profesional, de forma colectiva, por cuenta y riesgo de los inversionistas y cuyos derechos están representados en participaciones”. (2010)

El Título 2, Capítulo 1, Artículo 3.3.2.1.1 del decreto define los FCP como “carteras colectivas cerradas que destinen 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” (Colombia, Unidad de Regulación Financiera, 2010). Este sería el primer paso para regular los FCP, enmarcado en la normatividad propia de las carteras colectivas. (Limongi, 2011)

Para la constitución de un FCP no es necesario contar con la autorización previa de la Superintendencia Financiera de Colombia, pero sí lo es el envío previo de su documentación, junto con el reglamento y el perfil de la persona que actuará como gestor profesional. (Colombia, Unidad de Regulación Financiera, 2010)

El Decreto 1984 de 2018 agregó que el monto mínimo para constituir participaciones en un FCP no podrá ser inferior a 600 salarios mínimos legales mensuales vigentes por inversionista. Además, en consideración a lo siguiente: 1) que esta industria había incentivado la canalización de recursos a otros sectores económicos permitiendo exponerse a riesgos y retornos diferentes a los tradicionales; 2) que se requerían mejoras a la regulación buscando mayor eficiencia y transparencia para el mercado; y 3) a que era menester una reforma que permitiera alcanzar estándares internacionales que incluyera las mejores prácticas en términos de “administración, gestión y demás actividades que funcionan alrededor de los FCP”, se sustituyó el Libro 3 de la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010. (Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2018)

“Las sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión serán quienes administren dichos vehículos de inversión, actuando de manera profesional y con las mejores condiciones posibles para los inversionistas”. (Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2018)

Dentro de las actividades de gestión de un FCP mencionadas en el Decreto 1984 de 2018 están las siguientes: toma de decisiones de inversión y desinversión, seguimiento de las operaciones y labores propias de los riesgos inherentes al portafolio, tales como identificación, medición, control y gestión. Todas ellas podrán ser desarrolladas por un gestor profesional o directamente por la sociedad administradora.

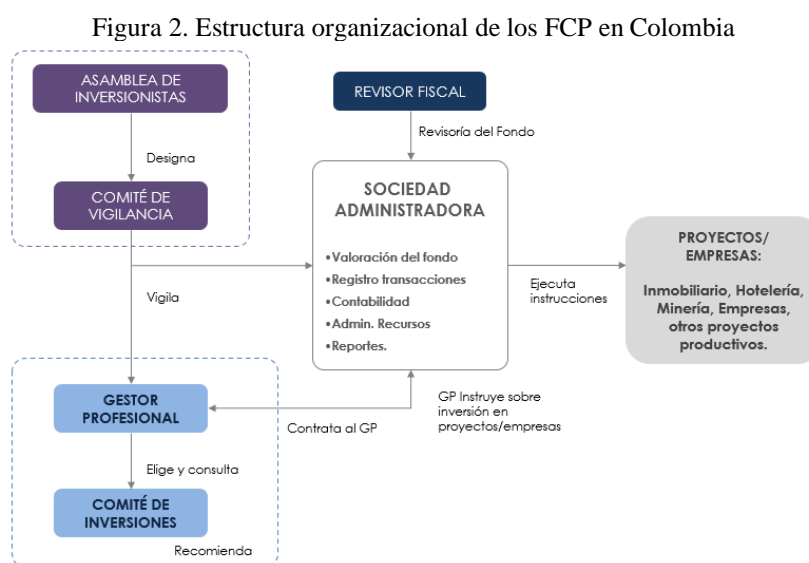
Algunos de los agentes y órganos de los FCP son los siguientes:

- Gestor profesional: persona natural o jurídica, nacional o extranjera, responsable de las decisiones propias del fondo. En caso de existir dicha figura, no será necesario contar con un gerente. Sus obligaciones están consagradas en el Artículo 3.3.7.2.4.
- Gerente del FCP, con su respectivo suplente, nombrado por la Junta Directiva de la sociedad administradora: persona natural con dedicación exclusiva; no obstante, una misma persona podrá ser gerente de múltiples FCP administrados por la sociedad administradora. Sus obligaciones están consagradas en el Artículo 3.3.7.3.3.
- Junta Directiva de la sociedad administradora: dentro de sus funciones principales se destacan definir las políticas y procedimientos para el desarrollo de la actividad de administración de los FCP, los estándares para la selección de las entidades encargadas de la gestión y custodia de los FCP, la adecuada estructura organizacional, y las políticas de

gobierno corporativo, entre otras. Sus obligaciones están consagradas en el Artículo 3.3.8.1.1.

- **Comité de inversiones:** encargado de hacer el análisis de las inversiones y de las políticas para adquirirlas o liquidarlas, teniendo en cuenta la política de riesgos y de endeudamiento. Este órgano se debe reunir como mínimo cada tres meses y realizar un informe de gestión para ser presentado en la rendición de cuentas y en la Asamblea de Inversionistas.
- **Comité de vigilancia:** encargado de velar por el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y, en caso de existir, al gestor profesional. El comité estará compuesto por un número plural de miembros, elegidos por la asamblea de inversionistas por períodos de dos años, con la posibilidad de ser reelegidos. Pueden ser personas naturales o jurídicas. Las obligaciones detalladas del comité de vigilancia están consagradas en el Artículo 3.3.8.3.2.
- **Asamblea de inversionistas:** constituida por los inversionistas del FCP. Esta será convocada por la sociedad administradora, el comité de vigilancia, el gestor profesional, el revisor fiscal, la Superintendencia Financiera de Colombia, o por inversionistas que tengan como mínimo el 25 % del FCP. Dentro de sus funciones principales están la de aprobar o no proyectos de fusiones o liquidaciones, aprobar las cuentas y elegir los miembros del comité de vigilancia. Sus obligaciones están consagradas en el Artículo 3.3.8.4.3.
- **Revisor fiscal:** su figura no impide que se contrate un auditor externo. Encargado de presentar los reportes o informes relativos al FCP de manera independiente a los referidos a la sociedad administradora. (Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2018)

La Figura 2 muestra la estructura organizacional de los FCP en Colombia.



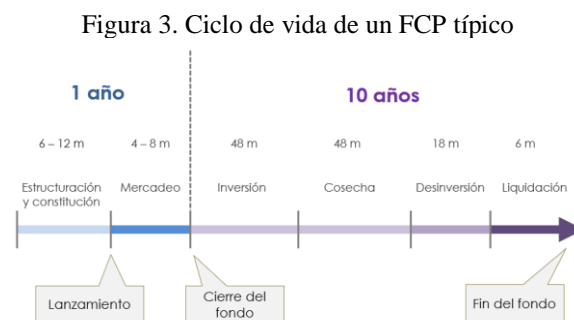
Fuente: Reina Ramírez (s. f.)

Según ColCapital, los FCP cuentan con un período de duración fijo, que normalmente puede ir de ocho a diez años, o incluso más en el caso de algunos fondos particulares como los de infraestructura y los inmobiliarios (2022).

Según Invest in Bogotá, normalmente la vida de un FCP se divide en tres etapas:

- Levantamiento de capital, también conocido como *fund raising*: el gestor profesional busca el capital para las inversiones según lo establecido en el reglamento.
- Inversión: donde se hacen las potenciales inversiones. Está dividida en dos sub-etapas: la primera, conocida como el período de inversión, comprende normalmente entre el año 1 y el año 4 de la vida del fondo; la segunda, conocida como período de generación de valor, va desde el inicio del fondo hasta su vencimiento.
- Desinversión: donde realizan esta operación, a fin de distribuir el capital invertido y sus rendimientos. (Invest in Bogotá, 2017)

La Figura 3 muestra el ciclo de vida de un FCP típico.



Fuente: Reina Ramírez (s. f.).

Como lo muestra la Figura 3, el retorno de la inversión se materializa alrededor de un período de diez años, luego de la desinversión de las compañías o proyectos y su respectiva liquidación. Según Colombia Capital y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las alternativas de salida más comunes para un FCP son las siguientes:

- Venta directa, es decir, venta estratégica a un tercero. Esta tiende a maximizar la valoración de las acciones en venta en razón de una mejor comprensión del negocio por parte del comprador y la posible materialización de sinergias.
- Venta directa a otro FCP.
- Oferta de acciones en el mercado público de valores.
- Reventa (*saleback*), que consiste en vender las acciones de un socio a los demás socios. (Colombia Capital y la Bolsa de Valores de Colombia, BVC, 2008)

Según Diller *et al.* (2009), a diferencia del mercado público, las inversiones en los mercados privados tienen inicialmente retornos negativos y flujos de caja que se acumulan también de forma

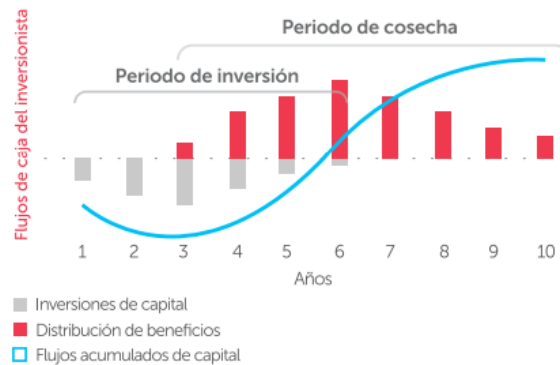
negativa por un período de tiempo relativamente largo. Luego, una vez maduren las inversiones y se genere el proceso de creación de valor antes de comenzar con las salidas, se cambia la tendencia hacia una positiva, con flujos de caja también positivos y retornos ascendentes. A este efecto se le conoce como la “curva J”, que sostiene que la tendencia en los mercados privados es generar retornos y flujos de caja negativos en los primeros años de vida, para luego revertirla y generar utilidades y rendimientos netos positivos.

La profundidad y el efecto de la curva J dependen de varios factores, entre los que se destacan los siguientes:

- El nivel de comisión de la administración, que afectará el rendimiento del fondo a lo largo de los períodos.
- La capacidad de generar valor en las inversiones adquiridas para el fondo.
- La velocidad del gestor profesional para invertir el capital del fondo y repartir las distribuciones respectivas. (Diller *et al.*, 2009)

Para un mejor entendimiento de la curva J, la Figura 4 muestra el flujo de caja de los FCP en las etapas de inversión.

Figura 4. Flujo de caja de los FCP en las etapas de inversión



Fuente: Invest in Bogotá (2017).

Según Ernst & Young (EY) y ColCapital (2017), en Colombia existen múltiples tipos de FCP, pero se destacan aquellos que tienen como subyacentes participaciones sobre las acciones/deuda de compañías (también llamadas *private equity/debt*), proyectos de infraestructura o inmobiliarios, proyectos relacionados con el sector agrícola y los recursos naturales, y algunos pocos con el *venture capital*.

Según Invest in Bogotá, la mayor parte de los FCP en Colombia se podría clasificar de la siguiente manera:

- Fondos de infraestructura: enfocados en proyectos como aeropuertos, carreteras, infraestructura social y puertos, entre otros.
- Fondos de crecimiento: que invierten en compañías de crecimiento de diversos sectores

- económicos y tienden a adquirir participaciones minoritarias.
- Fondos de adquisición: cuyas inversiones normalmente se hacen sobre compañías maduras y con participaciones mayoritarias.
 - Fondos de capital emprendedor: que invierten en empresas en etapas tempranas.
 - Fondos de impacto: que buscan activos con impacto social y ambiental.
 - Fondos de recursos naturales: que realizan inversiones en sectores como cacao, piña y ganadería.
 - Fondos inmobiliarios: cuyos activos pueden ser proyectos de vivienda, oficinas, centros comerciales o logísticos y complejos de uso mixto. (Invest in Bogotá, 2017)

Finalmente, según Page Executive y ColCapital (2022), también existen los fondos de deuda privada, que buscan diseñar créditos a la medida según las necesidades de las empresas y de acuerdo con su ciclo de generación de flujo de caja.

Uno de los sectores más importantes para el crecimiento económico y la generación de empleo es el inmobiliario. Luego de la crisis de la COVID-19, la dinamización en Colombia como destino de inversión a partir de 2022 les ofrece a los inversionistas la oportunidad de generar valor agregado en activos inmobiliarios. (ColCapital, 2022)

En el panel de ColCapital sobre las perspectivas de inversión en activos inmobiliarios con fecha 3 de marzo de 2022 se tocaron varias de las tendencias que soportan la reactivación del sector inmobiliario, entre las que se destacan las siguientes:

- Turismo vacacional que presenta ocupaciones en niveles por encima del período de pre-pandemia.
- Experiencia de los consumidores al regresar a los centros comerciales, a pesar del comercio electrónico.
- Oportunidad en almacenaje y bodegas, dado el crecimiento del *e-commerce*.
- Aumento de la demanda de oficinas debido al regreso a la presencialidad por parte de algunas empresas y la “tercerización” de los servicios. (ColCapital, 2022)

La tendencia en los FCPI viene años atrás. Según el informe de EY y ColCapital (2021), con corte a diciembre de 2020, el mayor número de fondos en proceso de levantamiento de capital estaba representado por los fondos inmobiliarios.

Uno de los FCPI más antiguo en Colombia es Yellowstone Capital Partners. La compañía, fundada en 2015 con los más altos estándares institucionales de inversión responsable, brinda soluciones innovadoras y sostenibles de capital privado. Sus fundadores cuentan con una amplia experiencia en el desarrollo inmobiliario y en la industria de los FCP, además de llevar más de una década trabajando juntos. Su recorrido en el mundo de los FCPI comenzó en 2009, cuando lanzaron el Fondo 0 como parte de Grupo Amarillo. A partir de ese momento, y ahora desde la compañía Yellowstone, se han lanzado tres fondos adicionales. (Yellowstone Capital Partners, 2022)

La pandemia del coronavirus ha dejado grandes enseñanzas a muchas compañías, y los FCP no han sido la excepción. En una entrevista para el Private Equity Heads Insights 2021-2022 (Page

Executive & ColCapital, 2022), Juan Carlos Moreno, actual CIO (*chief investments officer*) de Yellowstone Capital Partners, afirmó que 2020 fue como una tormenta en altamar, pero, a su vez, con oportunidades estratégicas ganadoras; y agregó que aquellos gestores que tengan clara su estrategia y política de inversión en el largo plazo podrán maximizar la rentabilidad esperada mitigando el riesgo, y que es fundamental identificar las nuevas tendencias post-pandemia para facilitar el aprovechamiento de oportunidades ganadoras de inversión, con retornos recurrentes que permitan ser fuente de liquidez para los inversionistas.

Según Diego Restrepo, director de Gestión Inmobiliaria del Fondo Inmobiliario Colombia (2022), la categoría de vivienda en el sector inmobiliario mantendría en 2022 una tendencia alcista, pero no con los mismos niveles del 2021, cuyas ventas alcanzaron máximos históricos tanto en el segmento de vivienda de interés social (VIS) como en el de No VIS. Restrepo afirmó que la vivienda nueva “se ha convertido en un activo refugio de inversión y ahorro”, y a su vez, espera una ralentización en la venta de vivienda usada debido a la gran oferta a precios competitivos. (2022)

4.3 Buenas prácticas (instituciones locales)

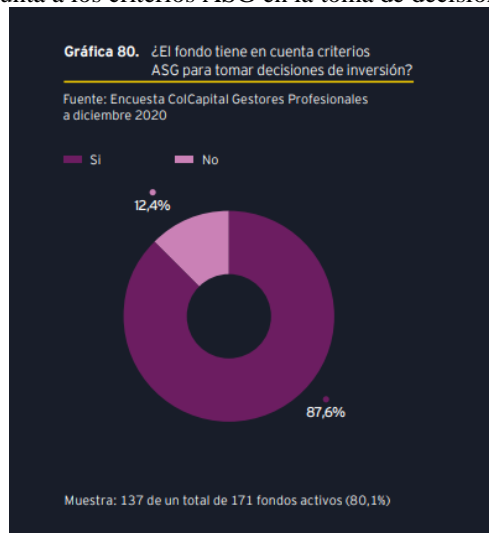
Según PlanOK, una compañía latinoamericana enfocada en la digitalización de la industria inmobiliaria, se podrían establecer como buenas prácticas en la industria los siguientes cinco conceptos:

- 1) Atención especializada al cliente —en este caso, el inversionista—: se le debe proveer una experiencia de primera categoría desde el primer momento, brindándole todos los medios necesarios para establecer canales de comunicación efectivos.
- 2) Confianza y transparencia: el inversionista siempre debe tener acceso a información clara y confiable sobre su inversión. Cabe mencionar que en el mercado existen muchas herramientas tecnológicas que facilitan su consecución a un costo relativamente bajo.
- 3) Conocimiento del sector por parte del gestor: la claridad y la transparencia de la información que se le brinde al inversionista debe estar soportada por un profundo conocimiento de parte del gestor de la inversión. Un inversionista no debe ser afectado por escenarios adversos producto de la falta de conocimiento este en relación con una norma, a una regla, etc.
- 4) Planificación: contar con un cronograma detallado de los procesos de los fondos, desde su capitalización hasta el punto de distribución de las utilidades, es una forma simple de mantener a todos los *stakeholders* en el mismo nivel de expectativas.
- 5) Implementación de tecnología para garantizar un mejor servicio: existen herramientas que sirven para acompañar las inversiones durante todo el ciclo de vida del proyecto: desde las que permiten evaluar su viabilidad y hacerle un seguimiento en tiempo real al desempeño, hasta las que hacen un cálculo eficaz del resultado final. (PlanOK, 2022)

ColCapital publicó en 2014 una guía de mejores prácticas de reporte y valoración financiera para los FCP, que busca consolidar dichas prácticas y alinearlas de forma práctica con sus contrapartes internacionales. La guía fue construida teniendo como referencia las tres principales entidades que definen las directrices que deben seguir estos fondos: la ILPA (Institutional Limited Partners Association), IPEV (International Private Equity and Venture Capital) y el CFA Institute (Asociación Internacional de Profesionales de Inversión). Su objetivo es mejorar la relación comercial con cada inversionista a través del establecimiento de una relación transparente, y estandarizar la información transmitida para mejorar la eficiencia operativa de todas las partes, reduciendo los tiempos empleados para su elaboración y transmisión. (ColCapital, 2014)

Adicionalmente, ColCapital, en sus reportes anuales sobre los FCP en Colombia publicados en conjunto con la firma consultora Ernst & Young (EY), cada vez hace más énfasis en las buenas prácticas a nivel ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG). En el reporte de 2020 (ColCapital, 2020) resaltó que los fondos han agilizado significativamente la adopción de criterios de inversión responsable. Para dicho año, el 87,6 % de los fondos consultados reportaron la incorporación de los criterios ASG, un incremento de 3,5 % con respecto a 2019. [Figura 5].

Figura 5. Pregunta a los criterios ASG en la toma de decisiones de inversión



Fuente: ColCapital (2020).

Finalmente, el informe reportó que alrededor del 78 % de las compañías consultadas coincide en que el hecho de que tener o no tener políticas ASG establecidas para invertir en proyectos o empresas es un criterio determinante. (ColCapital, 2020)

4.4 Buenas prácticas (instituciones internacionales)

4.4.1 Los Principios ILPA

La Institutional Limited Partners Association (ILPA) se creó en 2002 como un club de relacionamiento informal por parte de inversionistas de FCP que se reunía en las salas de aeropuertos o de conferencias. En sus inicios contaba con tan solo 79 miembros, principalmente de Estados Unidos, mientras que hoy es catalogada como una organización global, con alrededor de 600 miembros en más de 50 países, y más de USD 2 mil millones en activos bajo administración (ILPA, 2022). La ILPA es la única organización global dedicada exclusivamente a promover los intereses de los inversionistas y sus beneficiarios a través de la mejor educación, investigación, defensa y eventos de su clase. Esta institución genera interacciones, y empodera y conecta a los inversionistas para que maximicen sus rendimientos en una base individual, institucional y colectiva.

Hoy día, la institución cuenta con más de 7.000 profesionales inscritos, que representan el 50 % de los activos de capital privado institucional bajo administración a nivel mundial. Su tasa de retención es del 97 % y su pretensión de valor se da por medio de su membresía a través de cuatro pilares de actividades: eventos, asuntos de actualidad y estándares de la industria, educación, e investigación y contenido. (ILPA, 2022a)

- **Eventos:** la ILPA ofrece contenido sobre asuntos más importantes de la industria mientras ayuda a sus miembros a construir redes profesionales, incluyendo eventos anuales como el ILPA Summit, la Conferencia Legal de Capital Privado y la Conferencia de Miembros.
- **Educación:** el Instituto ILPA es un programa de clase mundial que ha estado educando y capacitando a los profesionales de capital privado durante casi una década. Ayudar a sus miembros a avanzar en su desarrollo educativo y profesional ha sido fundamental para la misión de la ILPA desde su fundación. Por otro lado, también ofrece conferencias mensuales, talleres presenciales y seminarios.
- **Asuntos de actualidad y estándares de la industria:** la ILPA articula y amplifica la voz de sus miembros en debates globales sobre transparencia, gobernanza y alineación de intereses entre gestores e inversionistas. Asimismo, aboga por los inversionistas, para garantizar que su perspectiva y la de sus beneficiarios se consideren en los círculos de formulación de políticas, así como en las prácticas de la industria. Además, es una fuente muy respetada de mejores prácticas, herramientas y estándares que benefician a toda la industria de capital privado.
- **Investigación y contenido:** la ILPA permite el acceso a datos, investigaciones y herramientas, a menudo desarrollados exclusivamente para sus profesionales internos. A través de relaciones sólidas con prestigiosos actores de la industria de capital privado, ofrece datos privados de evaluación comparativa de gran valor sobre el desempeño de la industria. (ILPA, 2022a)

Su Junta Directiva está integrada por 14 personas, que son elegidas en las asambleas generales que tienen lugar en los primeros trimestres del año; además cuenta con cinco comités: auditoría y finanzas, contenido, gobernanza, estándares de la industria, y membresías y eventos. (ILPA, 2022a)

Los Principios ILPA (ILPA Principles) se desarrollaron para fomentar las discusiones entre los diferentes actores de los FCP, buscando producir las mejores prácticas a fin de mejorar la industria para el beneficio a largo plazo de todos sus participantes y beneficiarios. Sus tres principios rectores, alineación de intereses, gobernanza y transparencia, crean una asociación efectiva. (ILPA, 2022b)

A partir de estos principios, los miembros de la IPLA se reunieron en marzo de 2009 para elaborar un conjunto de iniciativas para restaurar y fortalecer la alineación de intereses y su valor inherente en la industria del capital privado. Fue así como se formó un comité de trabajo y se realizaron encuestas a sus miembros sobre los principios rectores, buscando consolidar las perspectivas más completas de los agentes de la industria y entregar un documento final. La primera edición salió en septiembre de 2009, y la segunda edición, la ILPA 2.0, fue publicada dos años después, en enero de 2011. (ILPA, 2022b)

En 2019 se publicó la tercera edición –la ILPA 3.0–, que es la utilizada en el presente trabajo. Esta versión recoge los problemas y tendencias que surgieron con la evolución y los avances de la industria, además de las dinámicas que han afectado las asociaciones en un FCP. Adicionalmente, incorpora sugerencias y nuevas ideas por parte de los diferentes agentes involucrados. Como dato especial, en colaboración con el bufete de abogados Jungtian y la Limited Partner Association of China, fue traducida al chino mandarín, al igual que al español, esta última de la mano de la Asociación Mexicana de Capital Privado. (ILPA 2022b)

Los Principios ILPA 3.0 se subdividen en las siguientes veintiuna categorías, con sus respectivas recomendaciones:

1) *Gestor profesional y términos del fondo*

En el caso de la cascada de pagos, se recomienda un modelo estándar de contribuciones más el retorno preferente del inversionista, conocido como el modelo *whole fund*. En caso contrario, el modelo de distribución debe:

- Basarse en la devolución de todos los costos asociados a una inversión, con la compensación de las pérdidas de valor no realizadas y la devolución de los costos y gastos.
- En una cascada de *deal-by-deal*, en la que la cascada de pagos se basa en cada inversión y no en el fondo como un todo, las inversiones no realizadas deben ser valoradas al menor valor entre el costo o el valor de mercado.
- Las comisiones de éxito deben acumularse en una cuenta de custodia, con reservas significativas –por ejemplo, el 30 % de las distribuciones–. (ILPA, 2022b)

2) *Cálculo de la comisión de éxito*

La comisión de éxito debe calcularse sobre las utilidades netas (no brutas), es decir, incluyendo los costos y gastos del fondo, además de descontar los impuestos.

El retorno preferente de los inversionistas debe calcularse desde el momento en que se llama el capital hasta que se distribuyen las utilidades. Dado el caso en que el llamado de capital sea fondeado por medio de un crédito puente, la fecha inicial sería la de dicho momento. Las líneas de crédito deben ser de corto plazo, máximo 180 días, y por un porcentaje no mayor al 20 % del total de compromisos del fondo. Todos los términos, en relación con la cascada de pagos, incluyendo el retorno preferente y la comisión de éxito, deben ser claros para los participantes del fondo. (ILPA, 2022b)

3) *Reciclaje de las distribuciones*

Las distribuciones que pueden quedar sujetas a ser llamadas deben tener un tope acordado mutuamente o, en su defecto, algún tipo de control, de manera que los inversionistas pueden proyectar sus necesidades de capital. Dichas disposiciones, junto con la clasificación de las distribuciones recicladas no utilizadas deben tener como fecha de expiración la misma del período de inversión del fondo. (ILPA, 2022b)

4) *Clawback o devoluciones*

Dada su complejidad, las devoluciones de la comisión de éxito deben evitarse siempre que sea posible. En caso de presentarse una cascada de pagos *deal by deal*, es importante considerar lo siguiente:

- Las devoluciones actuales y potenciales de la comisión de éxito deben ser publicadas a los inversionistas al final de cada período de reporte. Los estados financieros deben incluir esta información y el plan, diseñado por el gestor, para resolver dicha devolución.
- Los montos sujetos de devolución deben ser brutos de impuestos pagados y devueltos a más tardar dos años después de su reconocimiento. En caso de resultar poco práctico u oneroso exigir la devolución bruta de impuestos, la tasa impositiva marginal hipotética deberá reflejar la tasa marginal real que se aplicaría a los miembros afectados del gestor, y deberá tener en cuenta el carácter de los ingresos y las deducciones del fondo atribuibles a los pagos de los impuestos estatales. En caso contrario, es decir, si se consideran los impuestos, el cálculo de la comisión de éxito deberá tener en cuenta el retorno preferente al inversionista. (ILPA, 2022b)

La responsabilidad conjunta y solidaria de los miembros individuales del gestor sujetos a comisión de éxito representa la mejor práctica. Además, es ideal contar con una cuenta de garantía – conocida como *scrow account*–, que actúe como mecanismo de depósito en caso de que se genere una devolución de comisión; normalmente debe constituirse con un 30 % del monto. (ILPA, 2022b)

5) *Comisión de administración*

Este cobro debe basarse en los costos y gastos razonables propios del fondo, evitando comisiones excesivas que generen una desalineación de los intereses. Algunos gastos como personal del gestor,

viajes u otros relacionados con las actividades de inversión en nombre del fondo –oficinas, computadores, teléfonos, etc.– deben ser soportados por el gestor bajo el cobro de comisión de administración, no asignados al fondo aparte. Además, el cobro debe tener en cuenta menores niveles de gastos una vez finalice el período de inversión o el término del fondo, y también en caso de que se presente una extensión.

Durante el período de inversión, el cobro podría basarse en una comisión bifurcada que refleje un porcentaje adecuado de la cantidad de capital comprometido e invertido. Luego, una vez finalice, el cobro debería reducirse a un porcentaje del costo no realizado. El período debe quedar claramente establecido en los documentos del fondo, evitando ambigüedades en sus términos.

Finalmente, en caso de una extensión, y buscando maximizar el valor en la liquidación de los activos remanentes del fondo, no deben cobrarse *fees* de administración, a menos de que se pacten con los inversionistas.

Cualquier comisión de las empresas del portafolio que sea cobrada por el gestor debe ser compensada en un 100 % de la comisión de administración. En caso de que exista algún concepto que no se incluya en la compensación, este debe ser claramente detallado y, si es el caso, aprobado por el Comité Asesor de Socios Inversionistas (Limited Partners Advisory Committee, LPAC). (ILPA, 2022b)

6) *Gastos del fondo*

Estos gastos deben ser razonables y deben darse a conocer a los inversionistas antes del inicio del fondo y en intervalos regulares. Se destacan los siguientes:

- Organizacionales, que deben tener un tope y, en caso de ser sobrepasado, deben comenzar a compensarse con la comisión de administración.
- De convenios complementarios, en los que se busca acordar puntos específicos según las necesidades de los inversionistas.
- De operaciones (inversiones) fallidas, que deben cargarse directamente al fondo, es decir, se comparten entre el gestor y los inversionistas.

Los gastos que deben ser compensados en su totalidad del cobro de la comisión de administración incluyen comisiones de consultoría, los relacionados con ASG, comisiones de agentes de colocación, socios operativos o consultores y gastos de imprevistos. (ILPA, 2022b)

7) *Compromiso y propiedad del gestor profesional*

El gestor profesional debe tener una participación sustancial sobre el fondo, y el compromiso de su parte debe ser aportado en efectivo y no a través de recibir una menor comisión de administración o de algún apalancamiento.

Además, no debe permitirse su co-inversión en algunas inversiones determinadas, sino que la totalidad de su participación debe ser a través de un vehículo de inversión colectiva cuyo porcentaje de participación no pueda disminuirse. No obstante, es posible que se le permita aumentar el porcentaje de co-inversión de forma anual.

El gestor no debe transferir su participación real o económica sobre el fondo, y en caso de que exista dicha intención debe ser comunicada a los inversionistas para evitar conflictos de interés. (ILPA, 2022b)

8) *Extensiones en los términos del fondo*

Las extensiones en plazo solo deben permitirse en incrementos de un año y estar limitadas a un máximo de dos ampliaciones. Además, deben estar aprobadas previamente por el LPAC para luego someterse a votación por la mayoría calificada de los inversionistas. En caso de no llegar a un acuerdo, el fondo debe entrar a liquidación en un período de un año.

Luego de finalizado el período inicial, no deben cobrarse comisiones. Sin embargo, si hay una justificación en términos de alineación de intereses en la liquidación de activos restantes, el gestor podría solicitar una modificación al reglamento del fondo. (ILPA, 2022b)

9) *Identificación y cambios en las personas claves*

A la hora de comprometer recursos en un FCP, el equipo de inversión es un aspecto fundamental. El personal clave debe ser personas naturales que determinarán los resultados de la inversión del fondo, y no solo ser parte de los fundadores de la firma del gestor. Por ello es importante que se realice una buena gestión en su sucesión, además de una transición adecuada en la composición accionaria de la empresa. Esto permitirá una alineación correcta de intereses entre el gestor y los inversionistas.

Además, el gestor profesional debe notificar de inmediato a los inversionistas en caso de que exista un cambio de persona clave o algún individuo que potencialmente impacte el desempeño del fondo. Los términos relacionados con las personas claves del fondo deben ser aprobados por la mayoría de los inversionistas y dedicar sustancialmente todo su tiempo de trabajo al FCP. Cualquier afectación en términos de tiempo o atención al fondo debe ser notificada a los inversionistas.

Un evento de una persona clave, o un evento con causa, tal como fraude, incumplimiento material de los deberes fiduciarios, negligencia o actividades ilegales, debe dar lugar a una suspensión automática del período de inversión, y, en caso de que transcurran 180 días, se convertirá en permanente, a menos de que la mayoría calificada de los inversionistas considere que debe ser reestablecido. En caso de que se suspenda el período de inversión, el gestor no debe usar los activos del fondo para realizar nuevas inversiones a menos de que se trate de una inversión ya comprometida. (ILPA, 2022b)

10) *Remoción del gestor profesional*

En caso de que se produzca un evento que dé lugar a remover al gestor con justa causa, la mayoría de inversionistas debería poder suspender el período de compromisos de capital, removerlo o liquidar el fondo. Para el caso en el que no haya justa causa, dos terceras partes de los inversionistas deberían ser suficientes para su remoción o la respectiva liquidación del FCP. (ILPA, 2022b)

11) *Deberes fiduciarios*

El reglamento del fondo debe reforzar los deberes fiduciarios que tiene el gestor profesional con sus inversionistas. El incumplimiento del reglamento por su parte o actos que constituyan negligencia grave, fraude o conductas dolosas, deben excluirse de las protecciones de las cláusulas de indemnización, incluso si la ley lo permite.

El gestor debe esforzarse por ofrecer un trato equitativo a todos los inversionistas, sin que los acuerdos negociados con alguno pudiesen perjudicar a otros inversionistas del fondo. Además, no debe realizar acciones que puedan constituir conflictos potenciales de interés en el fondo, una inversión del portafolio, administradores del portafolio u otros inversionistas. (ILPA, 2022b)

12) *Cambios al fondo*

En los casos en los que sea necesario modificar el reglamento del fondo, disolver sin causa o remover el gestor profesional, o suspender o reinstalar el período de inversión, se recomienda obtener una votación afirmativa por mayoría calificada de los inversionistas, y en caso de que no haya respuestas, se deben contabilizar como abstenciones. (ILPA, 2022b)

13) *Mejores prácticas en el LPAC (Limited Partners Advisory Committee)*

Este órgano juega un rol fundamental en la gobernanza del fondo creando foros abiertos para la discusión de asuntos importantes y la resolución de conflictos de interés. El LPAC está compuesto por un número determinado de inversionistas, pero el gestor no debe hacer parte él. Los deberes de este órgano deben ser divulgados de manera clara, y se sugiere que incluyan al menos aspectos relacionados con conflictos de interés, revisión de la metodología de valoración, puntos relacionados con las personas claves del fondo y temas propios como la extensión del período inicial, el uso de apalancamiento y las limitaciones de inversión.

Todos estos aspectos deben ser tratados en reuniones regulares, convocadas por el gestor. Es importante aclarar que los inversionistas miembros del LPAC no deben recibir ninguna remuneración, pero sus gastos de asistencia sí deben ser reembolsados. (ILPA, 2022b)

14) *Auditoría independiente*

El FCP debe contar con un auditor independiente que se centre en los mejores intereses de la empresa, diferentes de los del gestor profesional. Además, debe contar con un comité de auditoría compuesto por todos los inversionistas, cuyo propósito sería el de aprobar la firma seleccionada para realizarla, así como cualquier servicio relacionado con el tema. El alcance de la auditoría debe incluir la revisión de los estados de cuenta, los informes de comisiones y gastos y las fórmulas de cobro de comisiones de éxito. (ILPA, 2022b)

15) *Comisiones y gastos*

Los documentos del fondo deben contener información detallada acerca de la definición, el cálculo, la evaluación y el reporte de las comisiones y los gastos asignables a él o a las empresas del portafolio.

Las comisiones cobradas a las empresas del portafolio deben ser compensadas en un 100 % de la comisión de administración; y las de las asignadas a prorrata, producto de las co-inversiones, deben ser compensadas en beneficio de los inversionistas.

Las comisiones y gastos cobrados a las empresas del portafolio, a los inversionistas del fondo o cualquier comisión adicional, deben divulgarse de manera consistente de manera trimestral a los inversionistas, y dicha información debe ser de fácil validación por medio del cálculo de las comisiones de administración y los gastos del fondo, así como la comisión de éxito. (ILPA, 2022b)

16) *Información financiera trimestral*

Además de la información relacionada con comisiones y gastos, los inversionistas deben recibir trimestralmente la siguiente información:

- Estados de resultados trimestrales, que incluyan los del año hasta la fecha del reporte.
- Información sobre cambios importantes en las inversiones y los gastos.
- Resumen de llamados/distribuciones de capital, así como el saldo de los compromisos de capital no llamados.
- Comentarios del gestor acerca de los cambios presentados durante el trimestre, junto con una explicación acerca de los producidos en la valoración trimestral. (ILPA, 2022b)

17) *Información financiera anual*

El fondo debe proveer la siguiente información al finalizar cada año y en un período de los 90 días siguientes:

- Carta del gestor explicando las actividades del fondo y dirigida al LPAC, pero distribuida a todos los inversionistas.
- Estados financieros auditados e información sobre las comisiones.
- Cálculos de la rentabilidad del fondo con las metodologías de cálculo claras. En caso de que use apalancamiento, se debe presentar la TIR con el impacto en las líneas de crédito y sin él. (ILPA, 2022b)

18) *Información sobre apalancamiento*

En caso de iniciar una línea de crédito, se debe informar su tamaño y duración estimadas, la tasa de interés y los demás protocolos y aspectos importantes para la divulgación periódica de información. (ILPA, 2022b)

19) *Reportes financieros y de retornos*

La información relacionada con los retornos y rendimientos del fondo debe contener cifras brutas y netas de las comisiones, así como la metodología para el cálculo de dichos rendimientos. Algunas de las cifras pueden ser la TIR bruta y neta, las provisiones de comisión de éxito y su posible

devolución –también llamada *clawback*–, y los cálculos del retorno preferente, el retorno de capital y las comisiones. (ILPA, 2022b)

20) Reportes ASG

Además de los reportes y la información financiera, es importante que el gestor profesional divulgue a los inversionistas toda la información relacionada con las políticas del fondo, incluyendo aquellas relacionadas con aspectos ASG, que incluyan toda la información necesaria para que un inversionista pueda evaluar la estrategia de inversión y las operaciones de la empresa, verificando que estén alineadas con las políticas ASG.

El documento debe contener los procedimientos y los protocolos de inversión responsable, incorporando aspectos ASG en todo el proceso de inversión que permitan generar retornos sostenibles a largo plazo.

El gestor debe demostrar su compromiso por medio de la política de inversión responsable o la adhesión a normas internacionales como los Principios de Inversión Responsable (PRI). Algunos de los marcos de reporte base para que los gestores profesionales reporten su información y evalúen sus procesos ASG, incluyen:

- ESG Disclosure Framework for Private Equity
- Cuestionario PRI de debida diligencia de inversión responsable
- Formato de reporte ESG del ILPA Portfolio Company Metrics
- IFC Toolkit for Disclosure and Transparency
- PRI ESG Reporting Framework (ILPA, 2022b)

21) Notificaciones a los inversionistas

Cualquier política o evento que afecte significativamente al fondo o a sus inversionistas deben ser divulgados proactivamente. A continuación se presentan algunos ejemplos de eventos que cumplen con esta condición:

- Aspectos relacionados con las co-inversiones, incluyendo las comisiones y su tratamiento.
- Ventas en el mercado secundario.
- Aprobaciones o notificaciones de transferencias minoritarias en el gestor profesional.
- Políticas de gestión de riesgo, incluyendo los riesgos ASG.
- Políticas de cumplimiento de conflictos de interés y código de conducta de la organización.
- Superación en los límites de inversión del fondo o cualquier contingencia relacionada con alguna de sus inversiones. (ILPA, 2022b)

5. Metodología

Con el fin de dar cumplimiento a los objetivos del presente trabajo, se analiza cuantitativamente a continuación el desempeño de un FCPI compuesto por tres propiedades: hotel, oficinas y comercial. Luego de analizar diferentes métodos, se decidió realizar la valoración a través del método de flujo de cada descontado, siguiendo la guía de mejores prácticas de reporte y valoración de ColCapital para modelar su compra, tenencia y posterior venta (ColCapital, 2014). El vehículo tendrá un periodo de diez años, con dos años adicionales de extensión.

Para el cálculo del costo de capital ponderado, específicamente el costo del patrimonio (K_e), se tomó el equity risk premium y el beta sectorial de Damodaran (2022), el promedio del EMBI en 2021, tomado del Banco Central de la República Dominicana (2023), la tasa de los bonos de Tesoro de Estados Unidos a 10 años y las inflaciones de largo plazo de Colombia y Estados Unidos, junto con la devaluación implícita. Por su parte, el costo de la deuda (K_d) fue calculado con referencia a un TES de 10 años colombiano. (Banco de Bogotá, 2021)

Además, se tuvieron en cuenta los diferentes supuestos y recomendaciones de ColCapital y los Principios ILPA, en términos de las características del fondo, las comisiones y el método de valoración, entre otros. (ILPA, 2022). Finalmente, algunos supuestos macroeconómicos del modelo fueron relajados, tomando como base los de 2021 y dada la coyuntura actual, que impide una valoración objetiva de cualquier modelo de FCPI.

El modelo pretende comparar el resultado de la incorporación –o no– de los principios ILPA 3.0 y ASG dentro de los principales indicadores de rentabilidad de un inversionista, incluyendo el impacto de la comisión de administración, la compensación –o no– de otros gastos como el porcentaje de la comisión de administración, el impacto del acogimiento de los principios ASG sobre el costo de la deuda y la línea de crédito del FCP, el retorno preferente del inversionista y el *carry* del gestor, y una multa –o no– por daño a las comunidades, en el caso en el que no se sigan los principios ASG.

6. Resultados

Luego de incorporar los supuestos detallados en el modelo adjunto, a continuación, en la Tabla 1, se presenta una tabla comparativa sobre los resultados obtenidos. Un inversionista que considere la inversión en un FCPI que contenga algunos de los Principios ILPA podrá generar una rentabilidad de cerca de 300 puntos básicos por encima que un vehículo idéntico que no siga dichos principios –y se traslade esto a condiciones menos favorables para él–. En términos de retorno, y con base en una inversión de capital de COP 15.453 millones, lo anterior representa un retorno en exceso de cerca de COP 5.869 millones en el caso en el que se acojan a los principios ILPA y ASG.

La Tabla 1 pretende comparar los elementos evaluados que permiten cuantificar los beneficios para el inversionista en el momento de invertir en un FCP que tenga en cuenta los principios mencionados. Primero, los gestores procurarán cobrar una comisión de administración razonable, en línea con el mercado; en este caso, simulada en un 1,5 %, frente a un 3 %, en el caso en el cual no se sigan dichos principios. Un efecto similar se presenta en la comisión del periodo de extensión.

Tabla 1. Comparativo de los resultados obtenidos

Principios ILPA	NO	SI	Delta (NO - SI)
Comisión de Adm. 1 Periodo Inversión	3%	1.5%	1.50%
Comisión de Adm. 2	3%	1.5%	1.50%
Comisión de Adm. 3	3%	1.5%	1.50%
Comisión de Adm. Periodo Extensión (Liquid)	2%	0.2%	1.80%
% Offset Gastos	0%	100%	-100%
Se acoge a Principios ESG	NO	SI	
Impacto Kd	2.0%	0%	2.0%
Impacto Kd Línea Crédito	0.5%	0%	0.5%
Retorno Preferente	8.0%	8%	0.0%
Carry GP	25.0%	20%	5.0%
Multa por daño a Comunidades	\$200,000,000	\$0	200,000,000.00
LTV Ratio	30%	30%	0%
TIR FCP	9.4%	12.4%	-3.0%
Retorno	\$ 20,922,392,914	\$ 26,792,348,970	\$ (5,869,956,057)

Fuente: elaboración de los autores.

Segundo, en referencia a los gastos, cuando se siguen los Principios, normalmente estos se deducen de la comisión de administración en un 100 %, mientras que, en el caso contrario, podrá ser a discreción del gestor profesional. Para el presente ejercicio se simuló una deducción nula.

Tercero, analizando los impactos ambiental, social y de gobernanza (ASG) se puede observar que hay un efecto positivo sobre la tasa de interés de largo plazo de la deuda de las compañías

subyacentes, así como en la tasa de la línea de crédito mediante la cual el FCP fondea sus llamados de capital. Lo anterior sumado, por ejemplo, a posibles multas por mal uso de residuos. En este caso se simuló una multa por daño a las comunidades por un monto total de COP 200 millones.

Por último, si bien no hay una diferencia en el retorno preferencial que obtiene el inversionista antes de que el gestor comience a cobrar su *carry*, en este caso simulado en el 8 %, sí se observa un mayor cobro de comisión de éxito por parte del gestor, dado que cuando no se siguen las buenas prácticas de la industria es posible que se desalineen los intereses, causando un cobro excesivo para los inversionistas.

La Tabla 2 muestra una tabla descriptiva que contiene los aspectos más importantes tanto cuantitativos como cualitativos de las compañías del FCPI. Cabe aclarar que en lo que tiene que ver con información descriptiva tiene un fin netamente informativo y no necesariamente se acoge a la realidad de cada industria inmobiliaria; esto es, nombre de la propiedad, miembros de la Junta Directiva y racional de inversión, entre otras. Además, los múltiplos señalados corresponden a la simulación en la cual el FCPI sigue los Principios ILPA y ASG.

Tabla 2. Aspectos cualitativos y cuantitativos de las compañías del FCPI

MEJORES PRÁCTICAS ILPA				Información Complementaria			
ACTUALIZACIÓN DEL PORTAFOLIO				Información Consolidada			
TIR Apalancada		13%		MOIC Apalancado		2.3x	
Desapalancada		12%		Desapalancado		2.0x	
Mall Malibu				DEAL TEAM: Roberto Gómez			
Fecha Inversión	1/01/2022	% Propiedad	100%	Compromiso Equity	1,348,440,664		
Industria	Comercial	Representación JD	3 de 5	Compromiso Deuda	577,903,142		
Localidad	Med, Col	Miembros JD	Rafael Alvarez	Precio Venta	3,385,535,126		
Precio Adquisición	1,926,343,806		Alonso Botero	Rentabilidad	Sin Apalancamiento	14%	
			Javier Martinez		Apalancado	16%	
				Múltiplo CoC	Sin Apalancamiento	2.4x	
					Apalancado	2.8x	
Racional de Inversión							
Mall adquirido en Medellín, dada su ubicación estratégica para los turistas extranjeros, en una zona con un potencial de alta valorización y buen flujo de caja. Se fundó hace 10 años y se espera desarrollar un plan de transformación en los próximos cinco años, para aumentar el tránsito. El fondo adquirió el 100% de la propiedad en una estructura combinada entre deuda y equity. Vendido a los 10 años con muy buen retorno							
Tesis Inversión - Expectativa				Eventos recientes e iniciativas claves			
<ul style="list-style-type: none"> Mall de 5.000 m2 con una amplia oferta de locales. Mall con ubicación estratégica y locales orientados a clientes de altos ingresos Al momento de la compra, se tenía una expectativa de venta a un estratégico 				<ul style="list-style-type: none"> Management: Al segundo año de adquisición, se contrató un nuevo administrador Se ha procurado firmas contratos de largo plazo 			
Hotel Epic Inn							
				DEAL TEAM: Orlando Contreras			
Fecha Inversión	1/11/2023	% Propiedad	100%	Compromiso Equity	13,440,538,781		
Industria	Hotelería	Representación JD	4 de 5	Compromiso Deuda	5,760,230,906		
Localidad	Bog, Col	Miembros JD	Rafael Alvarez	Precio Venta	25,123,572,576		
Precio Adquisición	19,200,769,687		Alonso Botero	Rentabilidad	Sin Apalancamiento	11%	
			Javier Martinez		Apalancado	13%	
			Enrique Pérez	Múltiplo CoC	Sin Apalancamiento	2.0x	
					Apalancado	2.2x	
Racional de Inversión							
La ciudad más importante de Colombia es también la ciudad de la gastronomía, una evolución urbanística destacada y con presencia de turismo de negocios en aumento. Ubicación estratégica para los diferentes Congresos, Conferencias y demás eventos de trabajo.							
INVESTMENT THESIS / EXPECTATIONS				Eventos recientes e iniciativas claves			
<ul style="list-style-type: none"> Creimiento de turismo de doble dígito A/A. Jacuzzi, Sauna y cómodas habitaciones Expectativa de venta a inversionista extranjero 				<ul style="list-style-type: none"> Estrategia de modernización por medio de un rooftop Estrategia de reducción de vacancia 			
Edificio BBWA							
				DEAL TEAM: Orlando Contreras			
Fecha Inversión	1/11/2023	% Propiedad	100%	Compromiso Equity	664,303,973		
Industria	Oficinas	Representación JD	3 de 5	Compromiso Deuda	284,701,703		
Localidad	Med, Col	Miembros JD	Rafael Alvarez	Precio Venta	1,500,125,487		
Precio Adquisición	949,005,675		Alonso Botero	Rentabilidad	Sin Apalancamiento	13%	
			Enrique Pérez		Apalancado	15%	
				Múltiplo CoC	Sin Apalancamiento	2.1x	
					Apalancado	2.4x	
Racional de Inversión							
Alta demanda de oficinas en la zona rosa de Medellín, con 30 unidades modernas, ubicadas cerca a elegantes restaurantes y con diversos accesos de medios de transporte.							
Tesis Inversión - Expectativa				Eventos recientes e iniciativas claves			
<ul style="list-style-type: none"> Recuperación del sector después de la pandemia Cercanía a restaurantes Aumento de hubs de compañías extranjeras. 				<ul style="list-style-type: none"> Remodelación hacia oficinas de tamaños diversos, con baño. Cambio en la administración, procurando aumentar eventos 			

Fuente: elaboración de los autores.

7. Conclusiones y recomendaciones

Una vez finalizado el análisis y la comparación cuantitativa de la inclusión o no, de los principios ILPA dentro de un FCPI, se concluye que, en términos generales, el tener en cuenta dichos aspectos que alinean los intereses de los inversionistas y el gestor profesional, generan una rentabilidad marginal adicional importante, lo que se traduce en retornos positivos adicionales que pueden ser significativos según cada caso. En cuanto a los aspectos asociados a medio ambiente, social y de gobernanza (ASG), se observa que acogerse a dichos principios puede generar mejores condiciones de endeudamiento para el fondo y las compañías del mismo, además de reducir la probabilidad de impactar negativamente el medio ambiente, evitando así multas por parte de las autoridades.

Los fondos de capital privado en Colombia se han sofisticado de una manera importante en los últimos años. Con la inclusión de los principios ILPA se garantiza un trato más equitativo para todas las partes, reduciendo la exposición a problemáticas de gobernanza y del deber fiduciario. Si bien en el ámbito local aún se presentan importantes desafíos, dada la poca profundidad y conocimiento del activo en mención, será importante continuar incentivando la alineación de principios de buenas prácticas internacionales para los fondos de capital privado locales, de manera que se impulse el crecimiento de la industria en los años próximos.

Finalmente, el presente trabajo tuvo como propósito evaluar las ventajas de implementar los principios ILPA y de buenas prácticas ASG dentro de un FCP, bajo unos supuestos definidos. Sin embargo, de igual forma se busca promover el debate sobre la conveniencia en la implementación de dichos aspectos, de acuerdo con las diferentes coyunturas socio-económicas del momento y metodologías de valoración.

8. Referencias

- Ambrose, B. W., & Linneman, P. (1998). *Old REITs and New REITs*. Wharton School of Business, Working paper # 300. Disponible en <https://realestate.wharton.upenn.edu/working-papers/old-reits-and-new-reits/>
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria. (31 de octubre de 2016). *Los fondos de capital privado y el sector bancario: un vínculo con gran potencial*. Disponible en <https://www.asobancaria.com/semanseconomicas/1066.pdf>
- Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2014). *Guía de mejores prácticas de reporte y valoración*. Disponible en <https://colcapital.org/mejores-practicas/#1537224802059-329dad8c-7612>
- Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2020). *Industria de fondos de capital privado en Colombia. Reporte con cifras 2020*. Disponible en <https://bit.ly/3jrsq8R>
- Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2022). *ColCapital y sus afiliados presentan perspectivas positivas para el sector inmobiliario en 2022*. Disponible en https://img.lalr.co/cms/2022/03/08115430/Comunicado_ColCapital-le-apuesta-a-la-inversion-en-el-sector-inmobiliario-para-el-2022.docx
- Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (s. f.). *FAQ*. Disponible en <https://colcapital.org/preguntas-frecuentes/>
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF. (31 de octubre de 2013). Los fondos de capital privado y las mejoras regulatorias. *Comentario Económico del Día*. Disponible en <https://www.anif.com.co/comentarios-economicos-del-dia/>
- Banco Central de la República Dominicana. (2023). Riesgo-País (EMBI) y calificación de la deuda dominicana. En *Entorno internacional*. Disponible en <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2585-entorno-internacional>
- Banco de Bogotá. (16 de junio de 2021). *Informe Económico Diario*. Disponible en <https://www.bancodebogota.com/wps/portal/banco-de-bogota/bogota/investigaciones-economicas>
- Brito, J. (2018). *Multifamily REITs: Colombia's opportunity to attract foreign capital*. Ithaca, NY: Cornell University. Disponible en <https://ecommons.cornell.edu/handle/1813/70816>
- Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol. (2 de mayo de 2022). *Fondos de capital privado e inmobiliarios, cada vez más activos*. Disponible en <https://camacol.co/actualidad/publicaciones/revista-urbana/92/actualidad/fondos-de-capital-privado-e-inmobiliarios>
- Colombia Capital y Bolsa de Valores de Colombia, BVC. (julio de 2008). *Guía práctica de fondos de capital privado para empresas*. Disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Desarrollo%20Empresarial/Gu%C3%ADaFCP%20empresas.pdf>

- Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (30 de octubre de 2018). *Decreto 1984 de 2018*. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=89202>
- Colombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (3 de agosto de 2022). *Decreto 1458 de 2022*. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=191447>
- Colombia, Presidencia de la República, (12 de junio de 2007). Decreto 2175 de 2007. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=25418>
- Colombia, Presidencia de la República. (14 de junio de 2013). *Decreto 1242 de 2013*. Disponible en <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1251033>
- Colombia, Presidencia de la República. (30 de octubre de 2018). *Decreto 1984 de 2018*. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=89202>
- Colombia, Unidad de Regulación Financiera. (15 de julio de 2010). *Decreto Único 2555 de 2010*. Disponible en https://www.urf.gov.co/webcenter/portal/urf/pages_n/decreto2555
- Damodaran, A. (julio de 2022). *Risk capital and markets: a temporary retreat or long term pull back?* Disponible en <https://aswathdamodaran.blogspot.com/>
<https://aswathdamodaran.blogspot.com/2022/07/risk-capital-and-markets-temporary.html>
- Diller, C., Herger, I., & Wulff, M. (2009). *The private equity J-Curve: cash flow considerations from primary and secondary points of view*. Disponible en https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/the-private-equity-j-curve_private-equity-mathematics_apr-09__2_.pdf
- Ernst & Young, EY, & Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2021). *Industria de capital privado en Colombia: una herramienta hacia la reactivación económica*. Disponible en https://www.ey.com/es_co/strategy-transactions/industria-fondos-capital-privado-septima-edicion
- Ernst & Young, EY, & Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2017). *Fortaleciendo la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado*. Disponible en <https://bit.ly/3Y8T7y5>
- Groh, A. Liechtenstein, H., Lieser, K., & Biesinger, M. (2021). *The venture capital and private equity country attractiveness index 2021* (10.^a ed.). Navarra: IESE Business School.
- Hsu, D. H., & Kenney, M. (2005). Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973. *Industrial & Corporate Change*, 14(4), 579-616. DOI 10.2139/ssrn.628661
- Institutional Limited Partners Association, ILPA. (2022a). *20 Years of ILPA*. Disponible en <https://ilpa.org/20years/>

- Institutional Limited Partners Association, ILPA. (2022b). *Principios de la ILPA 3.0: Promoviendo la transparencia, la gobernanza y el alineamiento de intereses de los socios administradores y socios inversionistas*. Disponible en <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2022/09/ILPA-Principles-3.0-Spanish.pdf>
- Invest in Bogotá. (enero de 2017). *Actualidad del entorno de negocios – Fondos de capital privado*. Disponible en <https://es.investinbogota.org/wp-content/uploads/2022/03/boletin-no-8-fondos-de-capital-privado-1.pdf>
- Invest in Colombia. (2022). *Fondos de capital privado*. Disponible en <https://investincolombia.com.co/es/sectores/fondos-de-capital-privado-capital-de-riesgo/fondos-de-capital-privado>
- Jaramillo, S. P. (26 de abril de 2022). Consolidación del tejido empresarial colombiano y los FCP. *Asuntos legales*. Disponible en <https://www.asuntoslegales.com.co/consultorio/consolidacion-del-tejido-empresarial-colombiano-y-los-fcp-3350171>
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University, JCHS. (2022). *America's Rental Housing 2022*. Cambridge, MA: Harvard University. Disponible en <https://www.jchs.harvard.edu/americas-rental-housing-2022>
- Limongi, M. P. (diciembre de 2011). Innovaciones normativas sobre carteras colectivas en Colombia. *Revista Foro Derecho Mercantil*, 33, 51-74. Disponible en https://xperta.legis.co/visor/rmercantil/rmercantil_b7602e49f8a40240e0430a0101510240/revista-foro-de-derecho-mercantil/innovaciones-normativas-sobre-carteras-colectivas-en-colombia
- Lino, M., Connolly, L., Hoverman, D., McCoy, D., Schey, M., & Anders, S. (17 de febrero de 2022). *Limited partners and private equity firms embrace ESG*. Bain & Co. Disponible en <https://www.bain.com/insights/limited-partners-and-private-equity-firms-embrace-esg/>
- McKinsey & Co. (marzo de 2022). *Private markets rally to new heights. McKinsey Global Private Markets Review 2022*. Disponible en <https://bit.ly/3Yg1lnW>
- Nicholas, T., & Fouka, V. (2014). *John D. Rockefeller: the richest man in the world*. Harvard Business School Case Collection. Disponible en <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=47167>
- Page Executive, & Asociación Colombiana de Capital Privado, ColCapital. (2022). *Private equity heads insights: un análisis a la realidad de los fondos de capital privado en Colombia y su visión 2021-2022*. Disponible en <https://bit.ly/3HxaP7l>
- PlanOK. (7 de abril de 2022). *5 buenas prácticas del sector inmobiliario y de la construcción*. Disponible en <https://www.planok.com/noticias/5-buenas-practicas-sector-inmobiliario-y-construccion/>
- Preqin. (2017). *Preqin special report: the real estate top 100*. Disponible en <https://bit.ly/3l3YL66>

- PricewaterhouseCoopers, PwC. (2022). *Emerging trends in real estate 2023*. Disponible en <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/asset-wealth-management/real-estate/emerging-trends-in-real-estate.html>
- Radu-Dragomir Manac, J. M., & Wood, G. (2022). Varieties of funds and performance: the case of private equity. *The European Journal of Finance*, 28(18), 1819-1866. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2037681>
- Reina Ramírez, I. D. (s. f.). *Todo lo que debe saber sobre fondos de capital privado* [presentación Power Point]. Disponible en <https://bit.ly/3RsMXX8>
- Restrepo, D. (14 de marzo de 2022). *Panorama inmobiliario 2022*. Fondo Inmobiliario de Colombia. Disponible en <https://fondoinmobiliariocolombia.com/panorama-inmobiliario-2022/1794/>
- Sari, F., Utomo, C., & Rahmawati, Y. (2020). *Research on real estate investment trust (REIT) as real estate financing for developers: a methodology review of previous study*. Malaysia: IOP Conf. Series: Materials Science and Engineering. DOI 10.1088/1757-899X/930/1/012015
- Sensoy, B. A., Wang, Y., & Weisbach, M. S. (2013). Limited partner performance and maturing of the private equity industry. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 320-343. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.02.006>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (30 de junio de 1951). *Seventeenth Annual Report*. Disponible en <https://bit.ly/3HxK7vB>
- Yellowstone Capital Partners. (s. f.). *Nosotros*. Disponible en <https://yellowstonecp.com/es/indexyellowstone/nosotros/>