

**INDUSTRIA DE CAPITAL RIESGO EN PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN
LA CIUDAD DE MEDELLÍN**

Yeny Marcela Pérez Tuberquia

Asesores

Msc. Eduardo Alexander Duque Grisales

Msc. María Patricia Durango Gutiérrez

Institución Universitaria Esumer

Programa de Administración Financiera

Facultad de Estudios Empresariales y de Mercadeo

Medellín, Colombia

2016

Contenido

1.	Formulación del Proyecto	7
1.1	Antecedentes	7
1.1.1	Tema.....	10
1.1.2	Idea.....	10
1.1.3	Objeto de estudio.....	10
1.1.4	Introducción al problema	11
1.2	Planteamiento del problema	12
1.3	Justificación.....	14
1.4	Objetivos.....	15
1.4.1	Objetivo general	15
1.4.2	Objetivos específicos	15
1.5	Marco Referencial	15
1.5.1	Pyme.....	16
1.5.2	Dinámica de creación de empresas en Colombia.....	17
1.5.4	Aspectos positivos de los Fondos de Capital Riesgo (FCR).....	24
1.5.5	Generalidades de la Industria capital riesgo.....	28
1.5.6	Interpretaciones Académicas	32
1.5.7	Interpretaciones Institucionales.....	34
1.5.8	Ciclo de financiación de los fondos de capital riesgo	36
1.6	Marco Metodológico	46
1.7	Alcance.....	46

Lista de Tablas

<i>Tabla 1. Clasificación de empresas en Colombia</i>	16
<i>Tabla 2. Criterios de inversión de los Fondos de Capital Riesgo</i>	47
<i>Tabla 3. Diferencias entre Private Equity y Venture Capital</i>	63

Lista de Figuras

<i>Figura 1. Estructura Empresarial de Antioquia</i>	20
<i>Figura 2. Tasa promedio de mortalidad de las empresas constituidas periodo 2000-2009.</i>	21

1. Formulación del Proyecto

1.1 Antecedentes

El segmento de las PYMES en Colombia ha ganado especial atención en los últimos años, debido a su desarrollo económico y social en el país. En consecuencia de ello, éste grupo de empresas ha implementado diversas metodologías que les conlleve a mejoras continuas y a ser más competitivas, no obstante, las pequeñas y medianas empresas se han encontrado con dificultades para acceder a servicios financieros, lo que les impide las posibilidades de crecimiento, notándose de este modo la carencia de información pública de diversos instrumentos existentes en el mercado para tal fin, como es el caso de la Industria Capital Riesgo. Concepto que ha requerido búsqueda intensiva de estudios e investigaciones realizadas en Colombia y a nivel internacional, con el fin de conocer esta industria y así desarrollar el presente trabajo. Llama la atención que son pocos los artículos que aborden esta temática de forma rigurosa. En la búsqueda se encontraron algunos, boletines y noticias publicadas en diarios económicos y financieros, así como en las páginas web artículos universitarios y de algunos fondos que operan en el país, cabe resaltar que dicha información a través de esos canales de comunicación no tiene una difusión suficiente, para considerar que en Colombia los empresarios del sector PYMES tienen un amplio conocimiento acerca de estos mecanismos de financiación. Este desconocimiento no es único de los empresarios colombianos, también se evidencia esa falta de conocimiento en algunos países europeos, donde además muchos empresarios sienten temor de entregar parte de sus acciones a cambio de capital (Arango & Durango, 2014)

La medida de financiamiento está compuesta por Venture Capital y Private Equity: conceptos anglosajones modernos que traducen Capital Riesgo. Este término en sus orígenes daba respuesta a la especialización del sector en fases iniciales del desarrollo de actividades empresariales, es decir, semilla y puesta en marcha.

Si bien no se cuentan con investigaciones de carácter científico, si hay estudios que orientan a la conceptualización del capital riesgo; así lo deja ver (Naranjo, 2016) en su estudio “la financiación empresarial y la industria capital de riesgo”, donde define este método de financiamiento como aporte de capital y de valor agregado realizado por inversionistas individuales, agrupaciones de inversionistas, inversionistas institucionales o instituciones, menciona además las fuentes de financiación que caracteriza la industria capital riesgo dentro de las cuales destaca familiares y amigos del emprendedor, Ángeles inversionistas, capital semilla y fondos de capital privado.

En Colombia los pequeños y medianos empresarios toman decisiones financieras de acuerdo a diferentes parámetros que van desde criterios fijados según su experiencia en el negocio, hasta algunas pautas que son el resultado de la preparación académica ya sean a afín o no al área de finanzas. De esta manera, la atención de los empresarios se ha fijado en la realización de estudios orientados a la búsqueda de modelos que aumenten la productividad de las empresas descuidando la importancia de una adecuada definición de la estructura financiera, que puede repercutir en una acertada decisión de financiación en las empresas; factor fundamental en el logro de la solidez, crecimiento y sostenimiento de la misma (Caro-González, 2014). Esta fuente, señala que ha existido poca preocupación

por la aplicación de métodos y estrategias para que las pequeñas y medianas empresas migren hacia unas fuentes de financiación que les permita tener una estructura de capital adecuada a sus expectativas y condiciones de crecimiento, tomando como fundamento la investigación (Mayorga & Córdoba, 2008), donde se pretende obtener información sobre el grado de madurez de las medianas empresas en Colombia. Para tal fin, contaron con la respuesta de 61 directivos los cuales respondieron su inconformidad y aseguran que el grado bajo de desarrollo que presentan ha conllevado a un bajo nivel de posicionamiento y falta de iniciativas en la aplicación de herramientas financieras, que propicien el mejoramiento continuo del mercado de pymes, sector característico de la economía en el país.

En este sentido, es importante conocer el papel de las entidades bancarias en la financiación de empresas jóvenes en el país, como bien lo expone el estudio de (Caro-González, 2014) “La financiación de nuevas empresas en Colombia”, donde concluyen: el papel del Gobierno es apoyar la creación de nuevas empresas y por lo tanto de fuentes de financiación para estos proyectos, también deben los bancos activar la oferta de créditos a corto plazo para este fin, adicionalmente, que el Gobierno debe promover los fondos de capital riesgo. (Zuluaga, Mejía, & Salazar, 2006), plantean que se deben potencializar las alternativas de financiación y así aumentar la disponibilidad de esta medida para las pymes.

En virtud de esto, es importante resaltar que en la mayoría de casos la ignorancia en el concepto de capital riesgo, es el principal error en este segmento de empresas debido a su

tamaño, en muchas ocasiones sus líderes no se informan en temas trascendentales de importancia para el crecimiento de la organización, más aún, desconocen la gama de posibilidades existentes en el país que promueven y apoyan el sector de empresas mencionado (Barona Zuluaga, Gómez Mejía, & Torres Salazar, 2006).

1.1.1 Tema

Analizar los mecanismos de financiación diferentes a los tradicionales, buscando evidenciar el impacto que puede generar en las pymes de Medellín, como también en el entorno económico y social.

1.1.2 Idea

Conocer el impacto que pueden generar estas líneas financieras en las pequeñas y medianas empresas de Medellín, para ello, se basará en datos históricos de impacto económico de otros países, como también en los estudios que estos hayan realizado, con el fin de aportar conclusiones relevantes en cuanto a las opciones y decisiones de financiamiento que tienen las pymes en la ciudad.

1.1.3 Objeto de estudio

Se estudiará en Medellín a las pequeñas y medianas empresas; así mismo los requerimientos de las entidades financieras para con este segmento. De igual forma, se

estudiarán las características que presentan los fondos de capital riesgo para operar y las ventajas desarrolladas por estos nuevos sistemas de financiación.

1.1.4 Introducción al problema

La industria del Capital Riesgo en Colombia es todavía naciente, con menos de 10 años de existencia (Arango & Durango, 2014), aducen los autores, que pocos fondos operan en el mercado, además son pocas las aproximaciones en literatura académica colombiana realizadas a esta industria. Sin embargo, en Colombia empieza a tomar gran importancia el acceso a esta fuente de financiación empresarial distinta a las fuentes tradicionales como los bancos comerciales, los familiares y hasta en algunos casos, el círculo de amigos del empresario o fundador de la empresa, situación que se explica por factores como un marco legal que fomenta la creación de fondos de Capital Riesgo, menores restricciones a los inversores institucionales, protección a los accionistas minoritarios y unas prácticas de gobierno corporativo sólidas.

El acceso a la financiación empresarial es importante porque le permite a las compañías ejecutar proyectos de inversión y expansión. La primera fuente de financiación la constituyen los dueños de la compañía, pero, en muchas ocasiones, el capital que estos pueden aportar no es suficiente. Ante esta situación, las empresas se ven obligadas a buscar fuentes de financiación externas. (Irwin & Scott, 2006) señalan que los bancos comerciales se constituyen entonces como la fuente de financiación más utilizada por las empresas, sin embargo, destacan algunas barreras a la financiación cuando se trata de

empresas pequeñas y medianas: los bancos pueden percibir que la empresa no será capaz de alcanzar los objetivos, no existen suficientes colaterales que respalden la deuda, la experiencia de la empresa es mínima o insuficiente (track record), la estructura de la empresa no se adecua a los perfiles definidos por el banco, entre otras características que hacen que las solicitudes de préstamos o créditos sean consideradas por los bancos como muy riesgosas.

Aparece entonces la industria del Capital Riesgo, esta surge como una fuente alternativa de financiación, la cual opera a través de vehículos especiales de inversión llamados fondos Private Equity y fondos Venture Capital. En general, los primeros invierten en compañías maduras y desarrolladas, mientras que los segundos lo hacen en empresas nacientes y pequeñas. El ciclo de financiación que proveen estos fondos se estructura en tres etapas principales: captación de recursos, inversión y desinversión. En este trabajo se explicara la diferencia entre estos términos, así como las principales características que presentan y los beneficios que aportan a las empresas que hacen uso de ellos

1.2 Planteamiento del problema

Actualmente las empresas que hacen parte del sector PYMES pequeñas y medianas empresas a partir del momento, requieren de captación de recursos para desarrollar nuevos proyectos o realizar inversiones en aras de crecer y mejorar participación en el mercado. Estudios realizados por (Arana Velasco & Restrepo Martínez, 2006), demuestran que, para una PYME acceder a créditos en entidades financieras cada vez se convierte en una opción

más restringida, por las exigencias de las mismas. En virtud de esto, la forma más común que tienen este grupo de empresas para financiarse es a través de las ganancias retenidas, entidades bancarias, familiares y amigos (Tenjo, Charray, López, & Ramírez, 2007).

Una fuente de financiación externa poco conocida en el entorno colombiano, es el Capital Riesgo Private Equity y Venture Capital. Modalidad de financiación altamente difundida en otros países y que han generado impacto a nivel económico y social de importancia; entre ellos generación de empleo, impulso al sector empresarial, crecimiento orgánico e inorgánico de las empresas entre otras. En Colombia actualmente existen fondos de Capital Riesgo, denominados fondos de capital Privado o Private Equity.

En Medellín se cuenta con la presencia de estos, no obstante, la consolidación y conocimiento que se tiene de dichas líneas financieros es escasa, como lo reflejan los datos publicados por (Centro empresarial Bancòldex, 2014), donde se evidencian pocos fondos de inversión en Colombia, lo que en gran medida repercute en el desarrollo económico de la ciudad por el desconocimiento que se tiene de los mismos. En contraste, países como Estados Unidos y España respectivamente presentan gran divulgación y consolidación de los métodos de financiación que ofrece capital riesgo. Así lo dejan ver estudios realizados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI, 2014).

Surge así la idea principal de estudiar y conocer la importancia de estos mecanismos de financiamiento en Medellín, toda vez que puede generar gran impacto en la actividad económica empresarial, a nivel local y departamental.

1.3 Justificación

Para las empresas es importante contar con mecanismos de financiación diferente a las fuentes convencionales, más aún en un entorno económico como el de Colombia, caracterizado por pequeñas y medianas empresas, a las cuales el acceso a financiación cada vez es más restringido por las exigencias de los bancos comerciales en facilitar financiación a este sector de empresas, debido a factores como: su escasa experiencia, no contar con un historial crediticio, falta de liquidez, la propia estructura de la compañía y la imposibilidad de asignarle una calificación crediticia a la misma. Otros factores que explican la reticencia de los bancos son: la asimetría de información, la alta incertidumbre y los costos de agencia. Sin embargo, cuando un FCR ha financiado una compañía o proyecto, los bancos comerciales muestran disponibilidad a aportar recursos, debido a que sienten una mayor “seguridad” en la inversión. En este sentido, (Popov & Roosenboom, 2009) señalan que los FCR tienen una mayor propensión a financiar nuevas empresas (proyectos) que los bancos comerciales.

En este sentido cobra relevancia la Industria Capital Riesgo, ya que son fuentes de financiación externas enfocadas en brindar no solo apoyo financiero a las pequeñas y medianas empresas, sino también asesoría y acompañamiento a través de expertos. En este contexto, las operaciones Private Equity/Venture Capital pueden ser determinantes de crecimiento y desarrollo (Kaupelytė & Jankauskienė, 2009), para el segmento de empresas antes mencionadas. No obstante, la industria de Capital Riesgo es un concepto de poco

reconocimiento en el entorno económico nacional, así mismo, los estudios realizados al respecto son escasos. Por esta razón, es importante realizar una caracterización de la industria de Capital Riesgo en Medellín, con el fin de conocer las condiciones que deben cumplir las PYMES para ser beneficiadas por estos mecanismos de financiación.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo general

Impulsar la industria de capital riesgo (Private Equity & Venture Capital) aplicada a las PYMES de la ciudad de Medellín, como fuente de financiación empresarial no tradicional.

1.4.2 Objetivos específicos

1. Caracterizar la industria de capital riesgo en la ciudad de Medellín con el fin de aprovechar este sector en la financiación empresarial.
2. Establecer diferencias entre las líneas de financiación Venture Capital y Private Equity, que permita determinar los procedimientos requeridos en cada una de las fases de financiación.
3. Diseñar una guía metodológica *para que* las PYMES de Medellín utilicen las fuentes de financiación a través de fondos de capital riesgo

1.5 Marco Referencial

Este trabajo pretende establecer las condiciones que deben cumplir las pequeñas y medianas empresas de Medellín, para ser beneficiadas por los fondos de capital riesgo Private Equity & Venture Capital. Para esto se estudiarán algunas consideraciones generales, sus fundamentos teóricos, las características que presentan cada uno y cómo funcionan en las organizaciones.

1.5.1 Pyme

De acuerdo a la ley 590 de 2000 el estado colombiano dicta disposiciones para promover el desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas, tal ley se modifica en el artículo 43, ley 1450 de 2011. En esta, se entiende por pequeña o mediana empresa toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio, rural o urbana, que responda a los siguientes parámetros:

Tabla 1. Clasificación de empresas en Colombia

Clasificación	Activos Totales	Empleados
Pequeña Empresa	Entre 501 y menos de 5.000 salarios mensuales mínimos legales vigentes	Entre 11 y 50 Trabajadores
Mediana Empresa	Entre 5.001 y menos de 15.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes	Entre 51 y 200 Trabajadores

Microempresa	Valor inferior a 501 salarios mínimos mensuales legales vigentes	Menos de 10 trabajadores
--------------	--	--------------------------

Fuente: propia elaboración 2016

Lo anterior y el informe de resultados de 2008 publicados por el departamento nacional de estadísticas DANE, pone en evidencia el motor de crecimiento que son las PYMES en la economía del país, ya que se caracteriza generalmente por este segmento de empresas, donde según el DANE un 47,8%, lo componen las pequeñas empresas y el 38,9% el grupo de medianas empresas.

En este sentido de importancia, vale la pena mencionar el estudio realizado por (Castro, Guzmán, & Baena, 2007), donde resaltan aspectos de la importancia socioeconómica de las PYMES, algunos de estos son:

- Las PYMES en Colombia generan el 37% de la producción.
- Su estructura productiva es más flexible que la de gran empresa
- Mayor capacidad de respuesta a los cambios en la demanda
- A través de su articulación e integración a la estructura productiva generan ventajas competitivas.

1.5.2 Dinámica de creación de empresas en Colombia

El estudio realizado por (Arana & Restrepo, 2006), muestra la importancia de desarrollar un análisis a la dinámica del financiamiento empresarial en Colombia, partiendo del

reconocimiento de que en el país el mercado de capitales no ha alcanzado un grado de desarrollo significativo, especialmente que permita la des-intermediación financiera, invertir o financiar empresas por otros mecanismos diferentes a los tradicionales: Crédito, captación de recursos por medio de emisiones y colocaciones de bonos o acciones, siendo lo común que los emprendimientos o las empresas accedan a la financiación a través del crédito por instituciones financieras autorizadas para ese fin, o por medio de financiación directa de los inversionistas quienes obtienen los recursos de fuentes propias o de créditos personales avalados por garantías personales.

Simultáneamente, los autores resaltan factores relevantes de la Industria de Capital Riesgo, en los diferentes actores que involucra directamente, como los relacionados a continuación. Conociendo la importancia de este sector empresarial, el gobierno nacional ha buscado medidas que ayuden a mejorar el entorno de las mismas, es por ello que ha implementado diversas políticas e instrumentos de políticas, las cuales de acuerdo a (Zuleta & Alberto, 2011), pretenden promover el desarrollo de estas empresas, dentro de estas el autor relaciona que:

- En el año 2.000 se crea el Fondo Colombiano de modernización y Desarrollo Tecnológico de las micro, pequeñas y medianas empresas – FOMIPYME.
- En el campo del acceso al financiamiento se ha logrado algún avance, sin embargo, los esfuerzos realizados son aún insuficientes.
- En el crédito a PYMES, un hecho destacado lo constituyó la sesión de activos y pasivos del Instituto de Fomento Industrial-IFI- a Bancòldex, conformando un gran banco de redescuento, con el objeto de apoyar a este segmento de empresas principalmente en las

categorías de acceso a los mercados, articulación y fortalecimiento productivo e institucional.

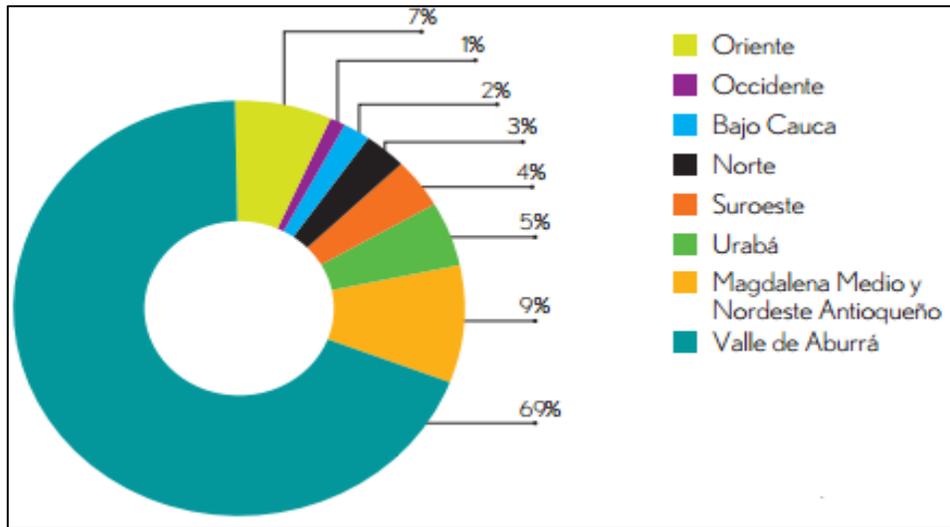
- Se creó el Sistema Nacional de Apoyo y Promoción de las pymes cuyo objetivo es el de asegurar la adopción y ejecución de las políticas públicas de fomento a las pequeñas y medianas empresas con el propósito de generar empleo y crecimiento económico sostenido. Hacen parte de éste el consejo Superior de pequeña y mediana empresa y los instrumentos financieros a través de programas como: comercialización, compras estatales, mini cadenas productivas, CRIIT's, PRODES, desarrollo productivo, mejoramiento de calidad, incubación empresarial, productividad y competitividad, premio nacional de innovación, Expopyme y Red Colombiana de Subcontratación.

No queda duda de la importancia que tienen en el crecimiento de la economía las PYMES, sin embargo deben enfrentarse a muchos problemas internos y externos, lo que impide en cierta medida el adecuado fortalecimiento y expansión de estas, porque constantemente deben abordar obstáculos como la inestabilidad política, inflación, tasas de cambio, el riesgo financiero y restricciones al crédito.

1.5.3 Características de las empresas en Medellín

A diciembre de 2010, de acuerdo a la Revista Antioqueña de Economía y Desarrollo publicada por la Cámara de Comercio de Medellín, en Antioquia habían registradas 128.244 empresas, de las cuales el 69% están ubicadas en Medellín y el Valle de Aburrà, aspecto positivo que se detalla en la siguiente gráfica.

Figura 1. Estructura Empresarial de Antioquia



Fuente: Cámara de Comercio de Medellín 2016

En este contexto, el valle de aburra presenta alta densidad de pequeñas y medianas empresas como también de microempresas, las cuales caracterizan y dinamizan la economía de la ciudad. Partiendo del informe de la Cámara de Comercio de Antioquia, a continuación se indica la representación de las PYMES en cada sector de la ciudad de Medellín:

Comercio al por mayor y por menor 47%

Industria manufactureras un 12%

Hoteles y restaurantes 12%

Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler 10%

Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales 5%

Transporte, almacenamiento y comunicaciones 4%

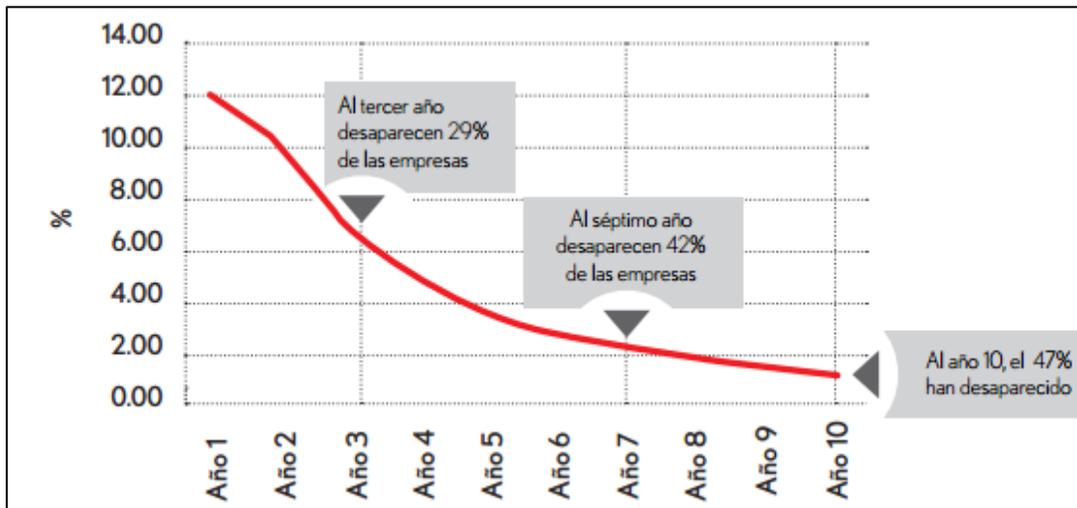
Construcción 3%

Intermediación financiera 2%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura 2%
Servicios sociales y de salud 1%
Exportación de minas y canteras 1%
Educación 1%
Resto de actividades 0%

Si bien el desarrollo económico de la ciudad es jalonado por las PYMES, estas aun presentan altos grados de informalidad, no solo por incumplimiento a obligaciones legales, sino también por insuficiente planeación estratégica y de mercado, deficiente planificación financiera o de capital de trabajo, baja generación de valor agregado, y alta competencia en el mercado, entre otras. Factores que generalmente conllevan a un temprano fracaso empresarial, en un periodo que va desde el primer año hasta el décimo año¹, situación que refleja la siguiente gráfica.

Figura 2. Tasa promedio de mortalidad de las empresas constituidas periodo 2000-2009.

¹ Tomado de www.camaradecomeriodemellin.com el día 23 de mayo de 2016 en el informe RAED



Fuente: *Cámara de Comercio de Medellín 2016*

Tal situación que puede ser mejorada mediante el financiamiento vía industria capital riesgo, pues todo ello, se debe en gran medida a la ausencia de leyes que fomenten la creación de nuevos vehículos de financiación para brindar mayor protección a los pequeños y medianos empresarios.

Existen entonces decretos y regularización que menciona (Aradna Velasco, 2006), en su estudio a los fondos de capital riesgo, en adelante FCR, dentro de los cuales se mencionan de manera muy general los siguientes:

En el Decreto 2340 de agosto 19 de 2003, se reglamentó la Ley 789, en aspectos que competen a la gestión y administración de recursos para créditos en todas sus formas y se establecen mecanismos para obtener beneficios del fondo de protección al desempleado y fomento al empleo. En la Ley 1014 del 26 de enero de 2006, se decretan las disposiciones para fomentar la creación de FCR en las regiones, para el apoyo en la creación de empresas y la promoción de mecanismos que garanticen la viabilidad financiera mediante

formas de financiamiento de los recursos requeridos en inversión por las compañías, emprendedores o proyectos.

En resumen las leyes que se han dictado en el país sobre inversiones de Capital de Riesgo o FCR a Mayo de 2006, son:

- Ley 344 de 1996: Financiación de proyectos para creación de empresas.
- Ley 590 del 10 de Julio de 2000: Capítulo IV: Desarrollo tecnológico y talento humano. Artículo 23º: Funciones del consejo administrador del Fomipyme.
- Ley 1014 del 26 de Enero de 2006 de fomento a la cultura del emprendimiento: Capítulo I: Disposiciones generales. Artículo 4º: Obligaciones del Estado. Artículo 18º: Actividades de Promoción. Capítulo II: Marco Institucional Artículo 11º: Objeto de las mesas de trabajo. 55 La resolución que se ha hecho en el país sobre inversiones de Capital de Riesgo y/o FCR a Mayo de 2006, es Resolución 107 de 1997. Supervalores: Artículo 1º. Artículo 2º. Artículo 3º.

Dentro de los decretos que se han dictado en el país sobre inversiones de Capital de Riesgo o FCR a Mayo de 2006, están los siguientes:

- Decreto 2049 del 28 de Septiembre de 2001: Artículo 2º: Inversiones admisibles Artículo 4º: límites globales de inversión.
- Decreto 2340 del 19 de Agosto de 2003: Capítulo I: De la administración del Fondo para el Fomento del Empleo y Protección al desempleado y Régimen del Crédito. Artículo 3º: Recursos del Fondo para el Fomento del Empleo y Protección al Desempleado para programas de crédito para Micro, Pequeñas y Medianas empresas. Artículo 8º: Fondos de

Capital de Riesgo. Artículo 9º: Régimen de inversiones en los Fondos de Capital de Riesgo. Artículo 10º: Instrumentos financieros.

De acuerdo con el Manual para Mejores Prácticas de Sociedades Gestoras de Capital de Riesgo el marco jurídico normativo en el que se desarrolla la actividad del Capital Riesgo, constituye un elemento fundamental en la decisión de los inversionistas y para las empresas o proyectos, para invertir u obtener recursos, (Lemus, Tell, & Font, 2003).

En este sentido, el inversionista reclama:

- Seguridad Jurídica.
- Legislación clara y estable.
- Flexibilidad de la normativa que permita la adopción de los esquemas típicos del Capital-Riesgo.
- Agilidad en la gestión de los organismos reguladores.
- Tratamiento fiscal favorable.

1.5.4 Aspectos positivos de los Fondos de Capital Riesgo (FCR)

En este aparte se registran algunas consideraciones estimadas como las más importantes que logran los FCR en los Inversionistas, en las Empresas y en el País:

Al Inversionista. En términos generales se puede afirmar que el desarrollo de los FCR constituye una alternativa de diversificación de portafolio, con mayor expectativa de rentabilidad y obviamente con mayor nivel de riesgo, asociado a las condiciones del

inversionista de capital de la empresa y no de simple acreedor, por lo que es importante particularizar los elementos de importancia para el inversionista.

De Gestión: Son fondos que requieren ser administrados por especialistas, en gestión empresarial. Los operadores de este tipo de fondos deben convertirse en expertos en mercadeo, contar con métodos de análisis financieros, con modelos de gestión, tanto para la creación como para la expansión o recuperación de empresas, se debe tener fortaleza jurídica y alta capacidad de gerencia e intuición para asociarse con las personas en las empresas y en los momentos indicados.

De Involucramiento: Este tipo de inversión requiere mayor participación del inversionista con la empresa y en este sentido modifica la forma tradicional de inversión donde éste una vez entrega los recursos no tiene ninguna ingerencia en su manejo, en este caso se presenta que el inversionista aporta elementos de gerencia y tiene mayor grado de compromiso con el éxito de la empresa.

De Adaptabilidad: los fondos de cierta manera se pueden adaptar en lo que concierne al tamaño de inversión, nivel de aversión al riesgo, plazos de inversión, y especialmente alta expectativa de rentabilidad.

De Rentabilidad: Corresponden a una alternativa de inversión más rentable que las tradicionales, contribuyendo de paso al financiamiento de ideas de negocio con gran potencial, a la expansión de empresas maduras que han probado su viabilidad y a la reestructuración de empresas que están en crisis y son susceptibles de mejorar a través de la inyección de capital y del apoyo a una mejor gestión.

De Riesgo: Teóricamente son inversiones de mayor riesgo, pero existe la posibilidad de administrarlos, mediante alto nivel de especialización de sus ejecutores y a través de

procesos de diversificación, como también, además de la participación en la gestión de los proyectos.

A la Empresa: El desarrollo de esta alternativa de financiación es altamente favorable, para las empresas y para los empresarios, que a pesar de contar con excelentes planes de negocio no encuentran respaldo en las formas tradicionales de financiación, tales como los créditos. A continuación se detallan los elementos positivos para la empresa:

Desintermediación: Permite a la empresa acceder a capital sin necesidad de intermediación financiera, garantizando flujos de caja más estables, menos exigentes en el corto plazo, por no requerir amortización a capital ni pago de intereses. También permite lograr rápidamente el punto de equilibrio de las empresas al no tener que causar gastos financieros, aspectos decisivos en empresas en start up y en períodos de reestructuración o expansión.

De Riesgo: Técnicamente se puede afirmar que estos recursos imprimen un menor nivel de riesgo a la empresa, especialmente por generar estructuras financieras menos dependientes del endeudamiento, de largo plazo, y porque el proveedor de recursos está realmente comprometido con el éxito de las empresas donde se invierte. Por otro lado, se genera un proyecto de riesgo compartido entre los promotores del proyecto y los que llegan a participar de su financiación por la vía del FCR.

De Financiación Alternativa: Este mecanismo de financiación, se convierte en una alternativa diferente a la forma tradicional de financiar proyectos por la vía del crédito, donde no se evalúa al proyecto; sino por el contrario la historia crediticia de su emprendedor, aspecto que no se debe descartar, pero que no debe ser determinante a la hora de tomar una decisión. Además, es una realidad que cada vez los análisis de riesgo

desde el punto de vista de otorgamiento de crédito actúan ceñidos a estándares del mercado financiero.

De Tipo de proyecto a financiar: Según el tipo de fondo, del perfil de riesgo y del tiempo de permanencia, pueden involucrarse en proyectos nuevos “capital semilla” o empresas en start up, en proyectos iniciados con más de un año según la necesidad de la empresa (Arana & Restrepo, 2006).

Al País: Este trabajo de investigación aporta al desarrollo de los FCR en Colombia, al reconocer la importancia de esta alternativa de inversión o financiación, además de la necesidad de adoptarlo como política de estado y por lo tanto el compromiso con la generación de un marco regulatorio. Con relación a este punto, se establecen los siguientes aspectos positivos:

Desarrollo del país y tendencia mundial: Estos mecanismos han probado en otros países ser una excelente alternativa de promoción y apoyo a desarrollo de nuevas empresas y de empleo, es el caso de USA donde los fondos de pensiones han sido autorizados a invertir hasta el 3% de su portafolio en FCR. Igual sucede en países, como Argentina, Chile y Brasil, donde cada día es mayor la dinámica de este tipo de fuentes de financiación. En Colombia se están dando las condiciones iniciales para impulsar el desarrollo los FCR.

De Promoción del mercado de valores: Los fondos de capital de riesgo estimulan el desarrollo del mercado de valores ya que con los procesos de entrada y salida de capital, se profesionaliza y amplía el conocimiento, tanto de inversionistas como de las empresas que podrían buscar financiación en el Mercado accionario. Adicionalmente, es de esperar que con el desarrollo de estas nuevas formas de financiación se impulse la inversión extranjera.

De Aspectos Legales: Es poco el desarrollo legal sobre los FCR en Colombia, pero hay que reconocer la importancia que le vienen dando los organismos gubernamentales, y unos primeros desarrollos lo que hace esperar un pronto desarrollo normativo.

Desarrollo Empresarial y creación de empresas: Este aspecto es vital para el desarrollo del país por el impacto generado en la creación y el fortalecimiento de empresas, puesto que hace parte de la cadena de: Motivación, capacitación, estructuración de idea de negocio, financiación, garantías, y apoyo en la gestión y seguimiento

1.5.5 Generalidades de la Industria capital riesgo

Aunque el término Capital Riesgo no resulte en principio familiar, resulta llamativo saber que muchas de las empresas con las que sí existe cierta familiaridad han recibido en algún momento financiación a través de esta industria, empresas como Apple Computer, Cisco Systems, Genentech, Intel, Microsoft, Netscape, Sun Microsystems, Federal Express, Staples, Starbucks y TCBY. Esta industria ha tenido una importante expansión en algunos países como Estados Unidos, donde pasó de mover 3 billones de dólares en 1990 a cerca de 103 billones en el año 2000 (Woodward & Hall, 2004)

Según (Lebherz, 2011), el Capital Riesgo es una fuente de financiación usada por diversas empresas cuando el acceso a las fuentes de financiación tradicionales es limitado. (Benedicto, 2008) clasifica a la industria del Capital Riesgo dentro de la categoría de “inversiones alternativas” y señala algunas características de este tipo de inversiones: tienen una historia relativamente reciente, no son comunes en los portafolios de inversión,

suelen ser ilíquidas, tienen características diferentes a las de los activos tradicionales, no suelen estar cotizadas en mercados públicos y requieren gestores (managers) con habilidades específicas.

Esta industria crea unos vehículos especiales de inversión llamados Fondos de Capital Riesgo (FCR), que permiten captar capital proveniente de inversores que no requieren liquidez a corto ni a mediano plazo y por lo tanto, dichos inversores suelen ser de carácter institucional, como los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras, las grandes instituciones financieras y el gobierno (Kaupelytė & Jankauskienė, 2009). El fondo es administrado por un gestor, que suele ser una persona con la formación profesional y académica suficiente para hacer una adecuada administración y gestión del fondo y de las inversiones que éste realiza. Para (Koryak & Smolarski, 2008), los gestores de los FCR son inversores profesionales que invierten en firmas con el objetivo fundamental de obtener una rentabilidad sobre el capital invertido. Las empresas en las que invierten estos fondos se caracterizan por ser de largo plazo, no estar listadas en bolsa y presentar riesgo.

De forma similar, (Metrick & Yasuda, 2011), define a los FCR como intermediarios financieros que captan recursos para invertirlos directamente en las compañías que son privadas (no listadas), tomando una participación activa en la dirección de la compañía, con el fin de maximizar el retorno sobre el capital una vez se hace la desinversión y ayudando a financiar el crecimiento orgánico de esas compañías, lo que hace de capital privado diferencia a otras opciones de financiación. Los Fondos de Capital Riesgo son los vehículos a través de los que se captan los recursos que son aportados por los inversores

(Limited Partners - LP), para que luego sea el gestor del fondo (General Partner - GP) quien seleccione aquellas compañías que son identificadas como posibles objetivos de inversión (target). La inversión en cada compañía es de largo plazo, normalmente de 7 a 10 años, aunque en pocas ocasiones se puede extender hasta los 12 años (Metrick, 2006). Una vez el gestor del fondo y su equipo de colaboradores han captado los recursos por parte de los inversores, inician la búsqueda de compañías objetivo que constituirán su portafolio de inversión, es decir, compañías que presentan alto potencial de crecimiento, que no estén cotizando en un mercado de valores, que actualmente pueden no estar teniendo la gestión más apropiada y por lo tanto, se espera que puedan valer mucho más en el futuro.

(Lerner & Schoar, 2005), explican algunas de las razones que hacen que los inversores usen estos fondos en lugar de invertir directamente en las empresas. En primer lugar, hacer una inversión de forma directa implica tener una estrecha relación con la target, además de la capacidad de elaborar determinadas due diligence que en muchas ocasiones no es posible realizar. En segundo lugar, monitorear la target implica el uso de recursos con los que quizás no se cuenta. Finalmente, la figura de limited partner protege al inversor ante posibles responsabilidades que no podría evadir si invirtiese directamente en la compañía target.

Así mismo los autores consideran que los Fondos de Capital Riesgo sirven como medios alternativos de financiación para muchas compañías que no pueden acceder a recursos por otras vías comunes del mercado de capitales. En los FCR participan los inversores del fondo o limited partners y el gestor o gestores del fondo general partners. Los inversores

son quienes proveen el capital que se requiere para llevar a cabo las inversiones y el gestor del fondo es quien administra dicho capital y toma las decisiones de inversión, siendo los inversores generalmente “inversores institucionales”, como los fondos de pensiones, compañías aseguradoras, personas naturales con grandes sumas de dinero, entre otros (Kaplan & Strömberg, 2008).

Los FCR invierten en compañías o proyectos que pueden ser comprados hoy a un precio menor al que se espera tengan en el futuro. Ese incremento en valor se debe a que el fondo aporta no solo capital, sino también talento y estrategia de crecimiento. La participación del Fondo en la empresa se logra al adquirir una parte importante de las acciones de la misma; por esta razón, las empresas en las que invierten los FCR no se encuentran listadas en Bolsa (Jickling & Marples, 2007). Según (Metrick & Yasuda, 2011), una vez se han obtenido los recursos requeridos, todo el proceso de los FCR se divide en tres etapas: etapa de inversión, etapa de monitoreo y etapa de desinversión, siendo esta última la más importante, debido a que si las posibilidades de la desinversión en el futuro no son claras y atractivas, el gestor no invertirá.

Las inversiones que realizan los FCR suelen seguir patrones similares independientemente de los sectores en los que operen.

En relación con los objetivos de las operaciones de financiación vía FCR, los autores (Metrick & Yasuda, 2011) mencionan algunos que son propios de las operaciones de la industria del Venture Capital.

Los FCR actúan como intermediarios financieros: el gestor de un FCR capta recursos de inversores institucionales para invertirlos en los proyectos que se ajusten a su perfil inversor. Esta labor de los FCR es de vital importancia porque permite poner en contacto

la oferta (inversores) y la demanda, haciendo que esos mercados operen de forma más eficiente.

Los FCR asumen un papel activo en la gestión de los proyectos: los fondos no sólo aportan el capital que requiere el proyecto, también aportan experiencia, know how, contactos en la industria, guía y consejo profesional y, en muchas ocasiones, inclusive ofrecen servicios de valor agregado como la selección de altos perfiles. Este último caso es común especialmente cuando la Dirección actual de la compañía no se ajusta de forma adecuada a las políticas implementadas por el FCR, esta razón, hace necesario reemplazar algunos ejecutivos por otros cuyo perfil se aproxime más a los requerimientos del Fondo.

Los FCR invierten recursos para financiar el nacimiento de proyectos: los recursos que aportan los FCR son utilizados para la financiación de nuevos proyectos o en diferentes etapas de los mismos. Esto permite brindar un impulso a aquellas empresas que buscan canalizar recursos y que a través de bancos comerciales seguramente, no encontrarían tal respaldo.

1.5.6 Interpretaciones Académicas

Exceptuando algunos pocos casos, la literatura ubica las operaciones tipo Venture Capital dentro de una categoría más amplia, denominada Private Equity, es decir, las operaciones de los fondos tipo Venture Capital se entienden como un caso particular de las operaciones más generales, que son las realizadas por los fondos tipo Private Equity. A continuación, se presentan las interpretaciones de algunos autores que enmarcan las operaciones Venture Capital dentro de las operaciones Private Equity:

- (Sahu, Nath, & Banerjee, 2009), definen el término Private Equity como una gran industria, dentro de la cual se llevan a cabo operaciones que van desde financiar empresas nacientes con Venture Capital hasta operaciones más complejas como los Buyouts.
- (Talmor & Vasvari, 2011), señalan que en la industria del Private Equity se identifican operaciones de inversión en compañías no listadas, compañías que pueden ser nacientes o también grandes y estables.
- (Balboa & Martí, 2004) plantearon la existencia de un proceso de evolución entre estos dos mecanismos de financiación, donde en un primer estado se tiene la industria de fondos tipo Venture Capital focalizados en empresas nacientes, para evolucionar luego hacia un estado más maduro con una industria de fondos tipo Private Equity.
- (Aizenman & Kendall, 2008), explican con mayor detalle la diferencia existente entre ambos mecanismos, señalando que Venture Capital son las inversiones que se hacen en empresas que atraviesan etapas semilla conocido en el idioma inglés como Seed; arranque o Start up, reciente creación Early Stage y fase de expansión Expansión Stage, mientras que Private Equity son las inversiones hechas en compañías que ya tienen ingresos recurrentes, un producto bien definido y un número importante de clientes que les permitirían hacer una emisión de acciones al listarse en Bolsa.
- (Metrick & Yasuda, 2011) ubica el Venture Capital dentro de una categoría más amplia denominada PrivateEquity.
- (Bozkaya & Kerr, 2009), enmarcan las actividades Venture Capital y las operaciones Buyout dentro de lo que denominan mercados de Private Equity.
- (Jeng & Wells, 2000), definen el término Venture Capital como uno de los tipos de inversiones dentro de un conjunto denominado Private Equity, haciendo énfasis en que esa

es la interpretación para la época del año 2000 que se tenía de ambos términos en Estados Unidos, a diferencia de la interpretación dada en otros países.

- (Metrick & Yasuda, 2011) consideran el término Private Equity como una industria, dentro de la cual identifican dos grandes subconjuntos, el segmento de operaciones tipo Venture Capital y el segmento de operaciones tipo Buyout.

Es interesante destacar como (Koryak & Smolarski, 2008), rompen el esquema general en el que la gran industria se denomina Private Equity, toda vez que se refieren al término “Venture Capital” como una industria que puede dividirse en dos categorías: una donde los FCR invierten en compañías en etapas tempranas de desarrollo (Venture Capital) y otra donde los FCR invierten en compañías establecidas que requieren expandirse o reestructurarse (Private Equity). Es decir, ubican las operaciones tipo Private Equity dentro de una categoría más amplia que está representada por las operaciones tipo Venture Capital. En general, los fondos tipo Private Equity invierten fundamentalmente en compañías establecidas o maduras, adquiriendo la mayoría accionaria de las mismas, mientras que los Fondos tipo Venture Capital invierten en compañías jóvenes o emergentes y sólo adquieren una parte minoritaria de las acciones (Kaplan & Strömberg, 2008), (Martí Pellón, 2006), (Robbie & Mike, 1998).

1.5.7 Interpretaciones Institucionales

Las interpretaciones de las más reconocidas instituciones de la industria del Capital Riesgo a nivel mundial coinciden con la línea definida por los trabajos investigativos de tipo académico presentados previamente.

En Estados Unidos, la Asociación Nacional de Capital Riesgo (NVCA, 2014) denomina a la industria como Private Equity, dentro de la cual se encuentran tres tipos de operaciones: Venture Capital, Buyouts e inversiones tipo Mezzanine. La primera hace referencia a inversiones en compañías privadas o no listadas en Bolsa, jóvenes y de rápido crecimiento. Las dos últimas, se refieren a inversiones en compañías más maduras, en etapas de desarrollo más avanzadas. Bajo ambos esquemas de operación, Venture Capital y Private Equity, se adquieren acciones de la compañía participada, pero a diferencia de los fondos tipo Venture Capital, los fondos tipo Private Equity suelen realizar operaciones apalancadas, como los típicos Leveraged Buyout o compra apalancada. Método financiero que comprende las operaciones de adquisición en las que existe un elevado apalancamiento financiero para financiar el precio de adquisición (D. Cumming, Siegel, & Wright, 2007)

La Asociación Europea de Private Equity y Venture Capital (Achleitner & Klöckner, 2005), la Asociación de Private Equity para la región del Oriente Medio y África del Norte (Montchaud, 2014) y la Asociación de Private Equity y Venture Capital de la India (Dossani & Kenney, 2002), se aproximan bastante a la definición estadounidense. Para ellos, Private Equity son las inversiones realizadas en compañías más estables y maduras, mientras que las inversiones tipo Venture Capital son aquellas orientadas a compañías nacientes o Start-ups con alto potencial, que son dirigidas por emprendedores y que se basan fundamentalmente en innovación tecnológica.

Entendido lo anterior, se interpreta que Venture Capital son portafolios de inversión constituido por un grupo de empresas que abarca desde las inmateriales, que están representadas en un plan de negocios, hasta las empresas pequeñas, de reciente creación,

pudiendo invertir también en empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo, que tienen potencial de crecimiento orgánico, donde dicho crecimiento se basa fundamentalmente en la innovación aplicada en productos o servicios de alta aceptación en el mercado. Los sectores económicos preferidos por estos fondos son aquellos donde es posible competir con base en la tecnología y en los desarrollos innovadores, sectores como el farmacéutico, de software, de biotecnología, de nanotecnología y similares. Los Fondos tipo Venture Capital suelen invertir tomando una participación accionaria minoritaria en la compañía, pero asegurándose el tener cierto poder de participación en las decisiones más trascendentales de la compañía.

Private Equity son las inversiones que realizan los Fondos de Capital Riesgo en compañías no listadas, que ya pasaron por la etapa de arranque, que han logrado permanecer en el mercado y consolidarse, obteniendo beneficios recurrentes y cuyas proyecciones arrojan resultados positivos y con tendencia creciente. Estas inversiones suelen ser más complejas que las realizadas por un fondo tipo Venture Capital, pues buscan darle un cambio estratégico a la compañía a través de fusiones, adquisiciones, reestructuración y operaciones similares. Los fondos tipo Private Equity suelen invertir tomando el control político de la compañía, adquiriendo una parte representativa de las acciones o la mayoría.

1.5.8 Ciclo de financiación de los fondos de capital riesgo

Etapas De captación de recursos

Los recursos que capta el fondo para destinarlos a sus inversiones no son sólo importantes porque permiten sostener y financiar el proceso de expansión de las compañías invertidas, son también necesarios para prolongar la vida misma del fondo, pues ésta depende fundamentalmente de la capacidad que tenga el gestor de captar recursos en el futuro (Chung, Sensoy, Stern, & Weisbach, 2012), los inversores institucionales condicionan la aportación de recursos atendiendo a criterios como la experiencia del gestor del Fondo, la reputación del gestor en la industria y finalmente, la cantidad de recursos que haya captado previamente. Es decir, el track-record del gestor del Fondo es determinante al momento de captar nuevos recursos, bien sea de actuales inversores o de nuevos.

(Gompers & Lerner, 1999) identifican otros factores determinantes para la fase de captación de recursos, como la reputación y el comportamiento histórico del Fondo, y destacan otro factor importante: la relación entre la oferta y la demanda en la industria del Capital Riesgo. Estos autores, con base en (Poterba, 1989), entienden la oferta como el deseo de los Fondos de hacer nuevas inversiones, mientras que la demanda es el deseo de las compañías de captar recursos a través de esos Fondos. Uno de los aspectos importantes de su análisis es el impuesto sobre los beneficios. Por el lado de la oferta, disminuciones en el impuesto sobre las ganancias de capital podrían llevar a que aumentase la disposición de los Fondos a hacer más o nuevas inversiones y, por el lado de la demanda, se generaría en algunos individuos o empleados de la target, el deseo de convertirse en empresarios, para intentar captar recursos a través de estas fuentes de financiación. La demanda de Capital Riesgo también se ve afectada por el nivel de crecimiento económico, aumentando cuando éste presenta una tendencia alcista.

Típicamente, los fondos de Capital Riesgo captan recursos siguiendo una secuencia de dos fases. En una primera, se obtiene el compromiso por parte de los inversores para aportar recursos al fondo y en la segunda, cuando el fondo ha identificado las compañías target atractivas, se les solicita a estos inversores que hagan el respectivo aporte, aunque no en un 100%. Ellos deben realizar un primer desembolso para ejecutar las primeras inversiones y luego, pasado cierto tiempo, se les solicita el importe restante para realizar nuevas inversiones para inyectar recursos frescos a las previamente realizadas (D. Cumming, Fleming, & Johan, 2011). El proceso de financiación de las compañías bajo este esquema de rondas de financiación, le permite a los inversores decidir en cada nueva ronda si invertir nuevamente o no, atendiendo al comportamiento que haya presentado la compañía invertida desde la última ronda en la que se inyectó capital (Ferrary, 2010). No solo las rondas de financiación le permiten al inversor decidir si participar nuevamente basándose en el resultado de la compañía, la experiencia misma de la empresa invertida parece favorecer el proceso de captación de recursos. (Bottazzi, Da Rin, & Hellmann, 2011), sostienen que los FCR pueden tomar un papel más activo en la compañía cuando ésta tiene un mayor nivel de experiencia. Ese activismo se ve reflejado en actividades de contratación de personal incluyendo directivos y en la mayor captación de recursos para ser aportados a la compañía.

Los Fondos, en su proceso natural de captación de recursos, buscan atraer nuevos inversores para que aporten capital, aunque en algunas ocasiones, esa búsqueda no se hace necesaria. Entre tanto, (Ivashina & Kovner, 2011) sustentan que las futuras rondas de financiación pueden ser ejecutadas por un mismo inversor con el cual el Fondo tiene una relación previa. Esto es así debido a que con cada operación de financiación que el

inversor ha realizado en el Fondo, se adquiere un mayor conocimiento sobre la manera en que opera el Fondo y de esta forma, se reduce cada vez la asimetría de información existente entre ambos desde un primer momento. El mayor conocimiento del Fondo por parte del inversor minimiza el tiempo que este último debe dedicar al monitoreo de las operaciones del Fondo.

El éxito alcanzado por el FCR en operaciones previas, las cuales le han reportado a los inversores rentabilidades importantes, explica la permanencia de un inversor en un mismo Fondo. Mayores rentabilidades generan una mayor satisfacción y confianza en el comportamiento futuro del Fondo, lo que de alguna manera “fideliza” al inversor y lo lleva a comprometerse en futuras rondas de financiación. Esto se aplica incluso en el caso en que los futuros proyectos sean de mayor tamaño, lo que implica que el capital a ser aportado por el inversor será también mayor (D. Cumming, Fleming, & Suchard, 2005). Otros autores como (Marti & Balboa, 2001), señalan también que la buena reputación del fondo influye positivamente en la captación de recursos.

Es importante señalar que, según el país que se esté analizando, determinados inversores institucionales tienen mayor o menor peso en los capitales aportados a los FCR, lo que sugiere que en la industria a nivel global no existe un único tipo de inversor que sea el más representativo. En el estudio realizado por (Mayer, Schoors, & Yafeh, 2005), se analizaron las fuentes de financiación de FCR que operaban en Alemania, Israel, Japón y Reino Unido, encontrando que las principales fuentes en cada país eran, respectivamente, los bancos, las corporaciones, las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Finalmente, es común encontrar en esta industria operaciones de financiación donde se unen varios inversores para inyectar a un Fondo la cantidad de dinero requerido para

ejecutar una o varias operaciones de inversión. A estas transacciones se les denomina financiaciones sindicadas, donde los inversores se unen formando un “sindicato” para aportar recursos al Fondo. Generalmente, uno de los inversores actúa como el “líder” y los restantes como “seguidores” (Ferrary, 2010).

Etapa De Inversión o Investment

Los fondos analizan algunas variables para determinar cuáles empresas pueden hacer parte de su portafolio de inversión, entre esas variables se encuentra la Junta Directiva de la compañía, la cual es determinante al momento de cerrar una operación de financiación, debido a que un proceso de negociación de larga duración no es deseado por ninguna de las partes, toda vez que se genera un desgaste para ambas y unos costos extra que pueden hacer inviable la transacción. En este sentido, según (Stuart & Yim, 2010), una nueva ola de transacciones de tipo take-private se viene presentando en Estados Unidos desde 2007–2008, caracterizada por “friendly deals” o transacciones amigables, donde a diferencia de las operaciones hostiles comunes en la década de los 80’s, ahora los directivos de la target tienen gran influencia en la negociación y en el cierre exitoso de una operación.

Además de la Junta Directiva de la compañía target, el esquema de regulación laboral del país es también determinante para los FCR cuando deciden invertir. (Bozkaya & Kerr, 2009) encontraron evidencia al respecto al realizar algunas entrevistas a profesionales de la industria de Private Equity en diez países europeos. Las respuestas de estos profesionales mostraron que la regulación laboral determina el desarrollo de los fondos tipo Venture Capital y Private Equity. Muchos de los entrevistados manifestaron que ese es el primer

aspecto que evalúan al momento de invertir y en algunos casos, a pesar de la existencia de una fuerte regulación que podría desincentivar su participación, estarían dispuestos a invertir si encuentran otras ventajas, como una mano de obra altamente calificada.

Otro factor determinante en la etapa de inversión, es la relación entre el gestor y la empresa invertida, debido a que esa relación no se limita sólo a un aspecto económico, de hecho, debido a que es el empresario quien conoce los más pequeños pormenores de su empresa y no así el gestor, se presenta un problema de asimetría en la información. Esa asimetría en la información se eliminaría si la relación entre ambas partes se basara completamente en la confianza y transparencia, pero este tipo de relación “perfecta” no existe. Para mitigar esta problemática, (Bonnet & Wirtz, 2012) sugieren la posibilidad de realizar un monitoreo permanente a la empresa, lo que permitiría reducir dicha asimetría, sin embargo, esta práctica demandaría tiempo y recursos por parte de los gestores, haciendo su ejecución poco probable. (Cumming, Fleming & Johan 2011) reafirman esta situación cuando plantean que el proceso inversor de los FCR requiere de mucha información y de altos costos de búsqueda de aquellas oportunidades atractivas para el fondo, cuando se comparan con alternativas de inversión en compañías targets que se encuentran listadas.

Para construir el portafolio de compañías invertidas, el Fondo define previamente su filosofía de inversión, lo que hace posible acotar de forma muy precisa el tipo de inversiones viables, de manera similar a como lo hacen los fondos comunes de inversión, sin embargo, en ese proceso de selección de compañías, el criterio del gestor del fondo es crucial. Los gestores suelen tener una formación académica y profesional intensiva y por lo tanto, suelen guiarse por una evaluación técnica de la compañía conocida en este medio

como due diligence y por otras variables de carácter operativo (Bonnet & Wirtz, 2012), mientras que en otras operaciones de financiación suele importar más el criterio personal.

Etapa de desinversión o Desinvestment/Exit

Desinversión son todas aquellas actividades que le permiten al gestor del fondo vender el 100% o una parte de las acciones que tiene en su portafolio de compañías invertidas. Los fondos que operan en la industria del Capital Riesgo aportan recursos a la empresa target a cambio de obtener una participación accionaria en ella, para de esta forma poder participar en su dirección, administración y posteriormente venderla (Gompers & Lerner, 1999), (Robertson & Verger, 2012). Al vender la empresa o realizar la operación de desinversión pueden generarse pérdidas o beneficios, como en cualquier otra industria, no todas las operaciones son exitosas. Así, esta circunstancia explica el por qué a esta fuente de financiación se le denomina “Capital Riesgo” (Fang, Ivashina, & Lerner, 2013), por estas razones, la operación de desinversión, además de ser ilíquida y de largo plazo, es de vital transcendencia en esta industria y juega un papel determinante desde el mismo momento en que los Fondos inician el estudio de posibles empresas objetivo (Hege, Palomino, & Schwienbacher, 2003), (Talmor & Vasvari, 2011).

Los inversores institucionales, como cualquier otro inversor típico, usan medidas que les permiten evaluar tanto el desempeño de la inversión como el desempeño del gestor. El mecanismo de desinversión es una de esas medidas usadas por los inversores del Fondo para medir el desempeño del gestor, debido a que con base en dicho desempeño, éstos

tomarán la decisión de financiar en el futuro nuevas inversiones que quiera realizar ese gestor. Esto es así porque un buen desempeño del gestor se corresponde con tasas de retorno elevadas y positivas, en caso contrario, la inversión no sería exitosa (Gorton & Winton, 2003). Sin embargo, la evidencia muestra que el éxito de una operación de desinversión no depende sólo del gestor, también es determinante el nivel de desarrollo o madurez del mercado de capitales para el éxito de la desinversión. Un mercado de capitales maduro incrementa la posibilidad de realizar desinversiones a través de las Ofertas Públicas de Adquisición. En este sentido, cuando aumenta la rentabilidad para el FCR a través de operaciones de salida a Bolsa, aumenta también la confianza en los actuales y potenciales inversores, haciendo que se incremente también la probabilidad de obtener nuevos recursos (Gompers & Lerner, 1999).

Los fondos de Capital Riesgo cuentan con diversos mecanismos de desinversión, principalmente son teniendo en cuenta los que pueden maximizar la rentabilidad en la operación, debido a que tanto los gestores como los inversores esperan obtener el mayor beneficio posible en cada una de las operaciones que se dan por terminadas.

(Talmor & Vasvari, 2011) hacen una completa descripción de los seis principales mecanismos de desinversión que suelen elegir los gestores de los FCR. De forma simplificada se relacionan cada uno de ellos a continuación:

Venta a un comprador estratégico o Trade sale: es el mecanismo de desinversión más usado. Consiste en la venta de la totalidad de las acciones o de activos de la compañía a un comprador que hace parte de la misma industria a la que pertenece la empresa que se está vendiendo. Por esta razón, estas operaciones suelen ser de tipo adquisición o acquisition. Los FCR prefieren esta modalidad de desinversión porque les permite tener un mayor

control sobre el proceso mismo, debido a que sólo deben negociar con un único comprador, haciendo que la negociación sea más rápida y eficiente.

Oferta pública de adquisición o IPO: es una de las formas de desinversión más deseada por los gestores de los FCR, debido a que con ella se maximiza la rentabilidad. Sin embargo, no todas las transacciones puede hacerse a través de esta vía, debido a que la posibilidad de listarse en Bolsa está reservada sólo para compañías muy consolidadas, que tengan un valor de mercado mínimo, que cumplan con una serie de condiciones que son establecidas por la Bolsa en la que se quieran inscribir, que tenga controles internos estrictos en términos financieros, legales y contables, entre otras condiciones.

Venta a otro fondo de Capital Riesgo o Secondary Buyout: este tipo de operación implica la venta de la compañía a otro fondo de Capital Riesgo. Este mecanismo de desinversión es especialmente útil porque le permite al fondo adquiriente aportar su expertise para que la compañía adquirida pueda avanzar hacia una etapa más madura de su desarrollo.

Las operaciones tipo secondary buyout suelen ser una importante salida a la inversión en momentos en que el costo del apalancamiento financiero es bajo, puesto que hace posible que algunos FCR se apalanquen para comprar compañías que son de su interés y que hacen parte del portafolio de inversión de otro fondo.

Recapitalización o Recapitalization: una operación de recapitalización consiste en la recompra de acciones a través del endeudamiento o leverage, por ejemplo, emitiendo

bonos. Este mecanismo de desinversión es idóneo para muchos fondos que quieren evitar el pago de impuestos derivados de los dividendos, de tal forma que al intercambiar acciones por deuda, buscan refugiarse bajo el escudo fiscal que representa la deuda, debido a que en la mayoría de los esquemas impositivos, los intereses son deducibles.

Recompra de acciones o Share repurchase: se presenta cuando la compañía compra las acciones que posee el FCR. La posibilidad de que esta clase de operaciones ocurran depende, en muchas ocasiones, de lo que se pacte desde el mismo momento en que el fondo entra a participar en la compañía. Existen, por ejemplo, cláusulas tipo Buyback rights, que obligan a los dueños de la compañía o a su equipo directivo a comprar las acciones que posee el fondo. Otra cláusula del tipo Put Option Rights, obliga a la empresa a comprar las acciones a un precio fijado previamente, si así lo exige el fondo en el momento de la desinversión.

Separación y liquidación o Breakups and liquidations: este es el mecanismo menos preferido por los fondos de Capital Riesgo, debido a que no se espera que la empresa termine en alguna de estas situaciones. Una situación de liquidación se presenta cuando la compañía es incapaz de sostener su deuda bancaria y por esa razón, es el correspondiente banco quien entra a tomar control sobre la misma. Una situación de separación se presenta cuando se requiere dividir la compañía en negocios independientes y venderlos posteriormente a compradores estratégicos. En ocasiones, esta venta individualizada se ve reflejada en un mayor valor que si se vendiera la empresa como un todo.

1.6 Marco Metodológico

La presente investigación tiene un carácter de diagnóstico cualitativo, orientado mediante metodología de análisis de contenido, debido a que realiza inferencias con base en antecedentes y descripciones de la industria de Capital Riesgo en contenidos identificados en varias fuentes revisadas de manera preliminar.

La investigación se construye por objetivos, precisando en el primero la caracterización de la industria capital riesgo que actualmente hace presencia en la ciudad de Medellín, posterior a ello, se investigará el modo de operación y se establecerán las respectivas diferencias entre Private Equity y Venture Capital. Finalmente se elaborará una guía de manera que las pequeñas y medianas empresas establezcan el método al cual pueden acceder, determinado por los parámetros antes mencionados.

1.7 Alcance

Este trabajo es realizado para identificar la influencia que tiene el capital riesgo en el crecimiento orgánico e inorgánico de las pequeñas y medianas empresas de la ciudad de Medellín, como también el crecimiento y desarrollo local que pueden generar.

2. Hallazgos de la investigación

2.1 Caracterizar la industria de capital riesgo en la ciudad de Medellín.

La industria de capital riesgo aun representa un bajo nivel de difusión y utilización por parte de las pequeñas y medianas empresas en la ciudad de Medellín, lo cual se refleja en la presencia de fondos de capital riesgo en la ciudad.

La metodología con que operan estos fondos en la ciudad es básicamente la misma, generalmente buscan emprendedores o proyectos con ideas innovadoras, diferenciadoras demostrando así, modelos de negocio con alto potencial de crecimiento y sostenimiento en el mercado, de manera similar se enfocan en empresas en etapa temprana de desarrollo, en estos casos la firma debe contar mínimo con un producto viable y con aceptación comercial en el mercado, una facturación determinada por en ventas anuales que dependerá de criterios exigidos por cada fondo de inversión.

La siguiente tabla, describe a manera general la filosofía de operación de los fondos de capital riesgo que existen actualmente en la ciudad de Medellín.

Tabla 2. Criterios de inversión de los Fondos de Capital Riesgo

Descripción general de cada fondo de Inversión	Criterios de inversión
 <p>FCR Fondo Emprender: orientado a Capital semilla. Se enfocan en ideas o planes de negocio con componente de innovación y base tecnológica y empresas de cualquier sector legalmente constituidas menores a un año.</p>	<p>Presentar plan de negocio de acuerdo a requerimientos del fondo, no haber sido beneficiado con recursos del Fondo Emprender, que la formación certificada sea coherente con el</p>

<p>Financia hasta 100% del plan de negocio con tasa de interés DTF+ puntos básicos, plazo máximo del crédito 3 años, adicional a esto participa en apoyo mediante asesoramiento con gestores de experiencia y conocimiento empresarial.</p>	<p>registro y presentación del plan de negocio, entre otros.</p>
 <p>FCR Capital Medellín:</p> <p>orientado a</p> <p>Capital semilla busca proyectos y empresas multisectorial, que presenten modelos de negocios innovadores. Solo invierte en Sociedades Anónimas, las empresas deben estar a paz y salvo en sus obligaciones fiscales y parafiscales, las objeto de inversión deberán ser afiliadas a Comfama. Invierte un promedio de \$80 y \$200 millones de pesos por proyecto o empresa. En casos especiales, podrá invertirse una cifra mayor, sin que supere \$400 millones de pesos en una empresa o proyecto. Además brindan apoyo y acompañamiento estratégico y empresarial.</p>	<p>La empresa debe cumplir criterios como: Potencial crecimiento, Innovación en sus productos, servicios modelos de negocio, Rentabilidad esperada, Trayectoria, Competitividad</p>

<p>FCP Capitalia</p> <p>Colombia: se enfocan en compañías multisectorial con alto potencial de crecimiento, que cuenten con planes de expansión, que lleven al aumento de valor de las mismas y la presencia en mercados locales e internacionales. Brindan financiamiento de acuerdo a las necesidades de la compañía, acompañamiento y asesoría profesional para la promoción del proyecto ante inversionistas, el periodo de inversión varía entre 4 y 6 años.</p>	<p>Empresas con constitución formal como sociedad, tener productos o servicios validados en el mercado, tener productos con una ventaja competitiva. Modelo de negocio, tecnología, productos probados en el mercado, con necesidades de inversión para la expansión.</p>
 <p>FCR Velum</p> <p>Early Stage</p> <p>Fund I: busca empresas en etapa temprana, multisectoriales de alto valor tecnológico e innovador basadas en negocios digitales y tecnologías de información, participación minoritaria en la empresa las inversiones tienen un rango desde \$200 hasta \$1.000 millones de pesos por empresa, con posibilidades de ampliar en casos específicos, el tiempo de inversión es de 7 años.</p>	<p>Las empresas analizadas por el Fondo deben contar con un producto mínimo viable y haber validado exitosamente su implementación comercial en el mercado, empresas que facturen menos de \$ 1.000 millones de pesos al año</p>

	<p>FCP Progresa</p> <p>Capital: Opera como Venture Capital y Private Equity</p> <p>busca empresas multisectoriales en una etapa temprana de adopción tecnológica de sus productos, procesos o modelos de negocio, que ya han surtido pruebas de concepto y/o prototipo de manera exitosa, invierte por empresa mínimo y máximo \$1.000 y \$5.000 millones de pesos en VC y de 5.000 a 60.000 millones de pesos en PE. La participación accionaria puede ser mayoritaria o minoritaria como VC Y con PE puede ser minoritario o mayoritario con 40-70%. El tiempo de inversión es de 10 años, la tasa interna de retorno estimada por el fondo TIR 22,63%.</p>	<p>Criterio de inversión fundamental es tener un rango de ventas anuales de \$1.000 a \$5.000 millones de pesos.</p>
	<p>FCP Innovación SP</p> <p>empresas o proyectos empresariales dedicados a la producción de bienes o servicios o desarrollo de procesos que incorporen altos componentes de ciencia, tecnología e innovación aplicadas a la cadena de</p>	<p>Dentro de los criterios de inversión destaca que la empresa califique como Venture Capital.</p>

<p>valor de servicios públicos y/o las tecnologías de información y las comunicaciones-TICs, la inversión por empresa mínima y máxima es \$1.000 y \$20.000 millones de pesos. La participación accionaria del fondo en la empresa es minoritaria, tiempo de inversión de 10 años.</p>	
 <p>FCP Fondo Inmobiliario Colombia-FIC: invierte en el sector inmobiliario a largo plazo, tasa de retorno de 8,75% esperado. El plazo de inversión es de 30 años prorrogables con periodos de 10 años, ejerce una participación en acciones mayoritaria con una inversión mínima de \$20.000 millones de pesos.</p>	<p>Inmuebles que están arrendados en un alto porcentaje, ubicados en las principales ciudades. Inmuebles con contrato tipo Sale & Lease Back, inmuebles en proceso de construcción por un tercero, proyectos de desarrollo inmobiliario, también los que implican intervenciones moderadas de gestión comercial de colocación.</p>
 <p>FCP Valorar Futuro: invierte es sociedades constituidas, con un mínimo 10 años en el desarrollo de su objeto social, con una marca, un</p>	<p>Ventas entre \$20.000 y \$80.000 millones de pesos, en algunas ocasiones pueden invertir en sociedades con ventas inferiores si</p>

<p>servicio o un producto, reconocido local o regionalmente. No invierte en proyectos ni empresas en su etapa inicial, no tiene límite en el valor a financiar, la participación accionaria es mayoritaria desde el 51% en acciones la compañía.</p>	<p>hacen parte de una consolidación.</p>
--	--

Fuente: elaboración propia 2016

Estudios realizados a nivel nacional e internacional sobre las alternativas de financiación ofrecidos por el Capital Riesgo. Actualmente existen pocas investigaciones realizadas a nivel nacional sobre las alternativas de financiación que ofrece la Industria del Capital Riesgo (Arango & Durango, 2014).

A continuación se relacionan investigaciones realizadas a nivel nacional de los autores más representativos de la industria de capital riesgo, a partir del año 2012 hasta el año 2015.

(de Rosario, Pérez, & Papis, 2012), en su artículo “El impacto de la Inversión de Capital Riesgo sobre la estructura financiera de las PYMES participadas. Estudio empírico regional”. Señalan que el sector capital riesgo como actividad financiera es desarrollado por intermediarios financieros, tal es el caso de sociedades, fondos de capital riesgo y sociedades gestoras de fondos y sociedades de capital riesgo, que tienen como objetivo principal aportar financiación a medio y largo plazo a favor de pymes en sus distintos estadios de desarrollo. Como instrumento financiero el apoyo se concreta normalmente

mediante la toma de participaciones temporales. Un rasgo característico que diferencia esta intermediaria del capital riesgo respecto de las entidades de crédito es el seguimiento activo de la inversión y el apoyo prestado a nivel gerencial y de gestión. Lo anterior, incrementa en gran medida la imagen, credibilidad y garantía de la empresa beneficiada.

(Alcaide, 2012), en su artículo “Los Fondos de Capital Riesgo en el Ámbito de la Ayuda al Desarrollo”. Un estudio empírico Regional. Define el capital riesgo como aquella actividad llevada a cabo a través de entidades, las cuales son instituciones financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria, que en el momento de la toma de participación no coticen en el mercado de bolsa valores o en cualquier otro mercado regulado.

(Naranjo, 2013) en su artículo “La financiación empresarial y la industria del capital riesgo”, precisa que es necesario tener claridad conceptual respecto a estos instrumentos, ya que es común utilizar el término capital riesgo para referirse a todas las fuentes de financiación que componen esta Industria. Adicionalmente, se refiere al capital riesgo como aportes de capital y valor agregado realizado por inversionistas individuales, agrupaciones de inversionistas, inversionistas institucionales o instituciones. En este contexto, el autor se refiere a Venture Capital como inversiones en proyectos empresariales en etapas tempranas y a Private Equity como inversiones centradas en empresas ya consolidadas, es decir, el Venture Capital va dirigido a financiar iniciativas empresariales en las etapas de Seed/Star ò Early Stage up que traduce gestación e inicio, por su parte el Private Equity o capital privado financia empresas en expansión Stage y Later Stage. Este último mecanismo en la práctica opera bajo modalidad de fondos de

inversión, de los cuales los más conocidos son los Fondos de capital Riesgo o FCR y los Fondos de Capital Privado o FCP.

(Vásquez, Grisales, & Vélez, 2015), en su artículo “La teoría de la agencia en la Industria Capital Riesgo”. De manera similar, plantean que esta industria es una fuente de financiación, alternativa usada principalmente por las pequeñas y medianas empresas cuando el acceso a financiación mediante la banca es limitada por una serie de requerimientos exigidos a los pequeños y medianos empresarios. En contraste con lo anterior, en la industria se destaca la presencia de los fondos de capital riesgo, como vehículos de inversión usados para financiar las empresas. Estos deben ser estructurados de modo que alcancen una vida limitada de 10 años en promedio.

De acuerdo con lo anterior, los autores presentan dos tipos de modalidades de financiación: operaciones de tipo Private Equity y Venture Capital, donde las primeras están enfocadas a financiar empresas maduras, con una trayectoria relevante en el sector al cual pertenezcan. Entre tanto las el Venture Capital está asociada a pequeñas y medianas empresas con poco tiempo en el mercado y de han sido creadas recientemente.

A continuación se presentan investigaciones internacionales desarrolladas en Chile, México, España y Estados Unidos; países donde la actividad capital riesgo ha logrado alta divulgación y aplicación.

(D. J. Cumming & Johan, 2013), en su libro “Venture Capital and Private Equity contracting”. Denominan el Capital Riesgo como intermediarios financieros entre las Fuentes de capital y las empresas emprendedoras. Dice además, que las empresas típicamente suelen incluir grandes inversores institucionales, incluidos fondos de pensiones, bancos, compañías de seguros, entre otros. El capital de riesgo facilita el

proceso de inversión a un precio por su demanda. Estos fondos son para todas las organizaciones efectos oportunos que establecen y operan bajo los términos y obligaciones contractuales acordadas entre los fondos del capital riesgo y sus empresas emprendedoras, tales como las firmas de capitalización y la forma en que estas a su vez funcionan.

(Lerner, Leamon, Tighe, & Garcia-Robles, 2014), en su investigación “Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean”. Sustentan que, la industria capital riesgo ha sido reconocida como un motor de desarrollo económico. A diferencia de los préstamos bancarios donde el empresario recibe los recursos a cambio de un pago oportuno. En el capital riesgo se brindan calidad de la inversión, brindan asesoramiento que va desde la aprobación de presupuestos hasta reemplazar el equipo de gestión. Otros pilares que destacan los autores son: el desarrollo de productos y la gestión constante de rendimiento con colaboradores de sustancial experiencia. Factores determinantes en crear valor a la compañía, pero también asumiendo, el riesgo de las empresas jóvenes en entornos inciertos.

(García Martínez, 2014), en su artículo “Capital Riesgo y Business Angels como alternativas de financiación para las pequeñas y medianas empresas en España”. Afirma que el capital riesgo tiene como finalidad invertir en el capital de empresas no cotizadas de las que se espera un importante crecimiento a mediano o largo plazo. Pero la cuestión va más allá, en muchos casos no sólo existe solo inyección monetaria, sino que la empresa inversora se involucra en la empresa receptora de fondos aportándole credibilidad, asesoramiento y experiencia. Con todo ello, la empresa de capital riesgo busca obtener como resultado final una plusvalía fruto de una desinversión tras el crecimiento de la

empresa en la que se participa. Dentro de las inversiones de capital riesgo existen diferentes tipos dependiendo del momento y del tipo de participación que realice la empresa inversora. Cabe distinguir los siguientes:

Capital semilla seed: la empresa inversora aporta fondos en la fase de definición de un nuevo producto. La aportación de recursos es antes de iniciar la producción.

Inversión en fase de arranque o start-up: en este caso, se trata de empresas de muy reciente o nueva creación, que buscan financiación para poder fabricar su producto y posteriormente introducirlo en el mercado producción y distribución.

Capital expansión o fase de expansión: aquí, las empresas de capital riesgo se dedican a financiar a empresas con cierto recorrido que tienen por objetivo un futuro crecimiento.

Reorientación o turnaround: la entidad de capital riesgo aporta recursos a empresas con dificultades financieras con la intención de buscar una pronta recuperación, llegando incluso a cambiar el equipo directivo.

Adquisición con apalancamiento LBO: se trata de adquirir una empresa que está en parte financiada con deuda bancaria y a su vez está garantizada con el activo que posee.

(Colombo, Cumming, & Vismara, 2014), en su artículo "Governmental Venture Capital for Innovative Young Firms". Establecen capital de riesgo proporcionan a las empresas portafolio con paquetes de actividades de valor añadido, incluyendo entrenamiento beneficios directos e indirectos. Tales como: un efecto de certificación a terceros, clientes, trabajadores cualificados, socios de alianzas, y los intermediarios financieros, por lo tanto, el capital de riesgo desempeña un papel crucial por el fomento a la iniciativa empresarial, ya que da importancia a empresas jóvenes innovadoras y a la financiación externa de estas.

(Becker & Matthaeus, 2014), en su investigación “Venture Capital private equity and the trade-off between family and economic goals firms”. Denominan el capital riesgo como private equity/venture capital y afirman que es un grupo de capital aportado principalmente por inversores institucionales y gestionado por profesionales que invierten en negocios de alto potencial y alto riesgo. El VC/PE, ofrece además de capital, un soporte de valor añadido que se traduce en mejoras de la eficiencia. También contribuyen a atenuar las dificultades económicas de las empresas en crecimiento. En ese sentido, se descubre que las empresas no respaldadas por capital riesgo presentan un incremento más rápido que aquellas que no cuentan con este respaldo. Las minoritarias, dificultan decisiones estratégicas por parte de las entidades del capital riesgo, caso contrario cuando se ejerce una participación mayoritaria.

(Espina Molina, 2015), en su artículo “Capital de Riesgo en Chile” define el Capital Riesgo como una forma de financiar a las empresas que están naciendo, por lo tanto, estas no tienen un historial que les permita tener mayor certeza sobre el rendimiento futuro. Por lo tanto, los inversionistas de esta industria se centran en un tipo específico de empresas que cumplan ciertas características, de esta forma, buscan negocios innovadores que puedan asegurar rentabilidad, así el negocio va a tener flujos futuros positivos, una vez que el proyecto entre en marcha. Adicionalmente, que el capital riesgo no se limita únicamente al ámbito financiero, sino que también hace un aporte a la administración del emprendimiento, aportando conocimientos y herramientas que en las nuevas empresas son limitados, lo que aumenta las posibilidades de éxito del proyecto.

2.2 Establecer diferencias entre las líneas de financiación Venture Capital y Private Equity.

Private Equity

- (Greco, 2013), se refiere al término Private Equity como un “proceso formal de intermediación financiera, mediante el cual un general partner o socio general recauda fondos de limited partners o socios limitados, normalmente de inversores institucionales o de patrimonio neto elevado, y luego invierte selectivamente fondos en compañías, en las cuales el socio general toma un rol de asesor y/o de gestión.” Las agencias especializadas en compilar datos de los fondos de Private Equity toman en cuenta solo aquellos estructurados formalmente como fondos específicos para este tipo de inversión. En esta categoría la inversión se realiza en instancias más tardías del ciclo de vida de las empresas y en industrias tradicionales con modelo de negocios y tecnología ya probados.
- (Galindo, 2014), Precisa que los fondos de capital privado FCP Private Equity son un mecanismo de financiación que consiste en la inyección de capital accionario o deuda convertible en capital a empresas, bien sea en crecimiento o expansión, con el objetivo de multiplicar su valor y proveer un retorno a los inversionistas a un mediano o largo plazo. Esta financiación no es de carácter pasivo, como la que realizan otros vehículos de inversión, sino que por el contrario, se aplica la llamada gestión activa que se refiere a un aporte en industria y experticia sobre las empresas financiadas, con el fin de incrementar el valor de la inversión. La estructura de

negocio de los FCP está compuesta por unos actores que intervienen en su haber. Primero están los fondos mismos, en los cuales es depositado el capital de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y cesantías, las aseguradoras, entre otros.

El segundo grupo de actores es el encargado de la administración del negocio, actividad que está dividida, por un lado, en la sociedad administradora y, por otro, en el gestor profesional, los cuales en principio no confunden sus funciones al encargarse el primero del fondo y el segundo de la empresa objeto de su inversión.

La mayoría de FCR son fondos cerrados Closed-End Funds, es decir, vehículos en los que los inversores se comprometen a proveer cierta cantidad de dinero como inversión a las compañías escogidas, sin poder retirar dicha inversión hasta la culminación de la misión del fondo. Usualmente, este plazo es de diez años aunque puede extenderse de ser necesario.

- (Lerner et al., 2014), Private Equity tradicionalmente “capital privado”. En general incluye una gama completa de acciones no públicas, que invierten en empresas que han pasado la etapa inicial o semilla. Debido a esto, las operaciones vía Private Equity tienen alto grado de apalancamiento y son de gran envergadura. Este mecanismo, funciona en empresas establecidas, con el fin de promover el crecimiento y expandir sus operaciones hasta el punto de listarla en el mercado de valores.

- (Fang, Ivashina, & Lerner, 2015), Private Equity se refieren al proceso formal de intermediación financiera, mediante el cual un general partner o socio general recauda los fondos de Limited Partner. Los fondos son administrados por inversores profesionales, como es el caso de los fondos de pensiones. Estos se encargan de todo el proceso de inversión que implica la selección de la compañía objetivo, la cual generalmente debe contar con un producto consolidado, o registrar determinados flujos de caja. Otras actividades de los inversores son: acuerdos, ejecución, seguimiento, y finalmente el cierre de financiación a la empresa apadrinada.
- (Espina Molina, 2015), Private Equity en esta etapa la empresa ya está más madura y consolidada. El crecimiento es más lento y para reactivarse debe crear cambios estructurales junto con inyecciones de capital para penetrar en nuevos mercados o comenzar nuevos proyectos. De tener estas iniciativas estratégicas, le permitirán a la empresa contar con ventaja sobre competencia.

Venture Capital

- (Alcaide, 2012), los fondos de capital riesgo son empresas de duración limitada, normalmente entre 10 y 12 años, que cuentan con recursos aportados por inversores en diversas rondas o cierres de capital. Estos fondos son promocionados, formalizados, gestionados y liquidados por sociedades gestoras de capital riesgo, formadas por especialistas del sector. Además de la financiación

mencionada las empresas de capital riesgo aportan valor añadido a las empresas participadas en forma de apoyo en la gestión. Algunas gestiones pueden ser: apoyo y asesoramiento a los directivos o emprendedores, intermediación y asesoramiento en la obtención de recursos financieros. El origen de los recursos puede ser diverso, desde personas físicas hasta inversores institucionales o Limited Partners, bien sean privados o públicos, nacionales o internacionales.

- (Matíz & Cuevas, 2013), Capital riesgo consiste en proporcionar recursos a mediano y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación: va dirigido a empresas no financieras y no cotizadas, durante una etapa de arranque. Cuenta con varios tipos de inversores de riesgos que actúan como capital semilla o Seed Capital que consiste en la financiación preliminar para desarrollo de nuevos productos, pone en marcha o dinamiza proyectos empresariales que difícilmente hubieran podido acceder a otras fuentes financiación.
- (Greco, 2013), Venture Capital también conocido capital riesgo. Realiza inversiones a empresas en instancias tempranas, bajo más incertidumbre que las operaciones de tipo Private Equity, esta alternativa provee más que simple capital a las compañías donde invierten, se involucran frecuentemente en consultoría o incluso participando en la actividad operacional. Busca agregar valor a las compañías donde invierte.
- (García Martínez, 2014), se denomina Venture Capital a la inversión de entidades capital riesgo en empresas que se encuentran en etapas tempranas, básicamente en

fase semilla, de arranque o de expansión, que tengan un potencial crecimiento en el mediano plazo. La inversión realizada no consta únicamente de inyección de capital, sino también que la empresa inversora se involucra en la empresa receptora de fondos, aportando credibilidad, asesoramiento y experiencia.

- (Vásquez & Gutiérrez, 2014), el Capital Riesgo es una fuente de financiación usada por diversas empresas cuando el acceso a las fuentes de financiación tradicionales es limitado. (Swärt, M., 2008) clasifica a la industria del Capital Riesgo dentro de la categoría de "inversiones alternativas" y señala algunas características de este tipo de inversiones: tienen una historia relativamente reciente, no son comunes en los portafolios de inversión, suelen ser ilíquidas, tienen características diferentes a las de los activos tradicionales, no suelen estar cotizadas en mercados públicos y requieren gestores (managers) con habilidades específicas.

Esta industria crea unos vehículos especiales de inversión llamados Fondos de Capital Riesgo (FCR), que permiten captar capital proveniente de inversores que no requieren liquidez ni a corto ni a mediano plazo y por lo tanto, dichos inversores suelen ser de carácter institucional, como los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras, las grandes instituciones financieras y el gobierno. El fondo es administrado por un gestor, con formación profesional y académica suficiente para hacer una adecuada administración y gestión del fondo y de las inversiones que éste realiza. Las empresas en las que invierten estos fondos se caracterizan por ser de largo plazo, no estar listadas en bolsa y presentar riesgo.

- (Espina Molina, 2015), el capital de riesgo se centra en un tipo específico de empresa, la cual cumple con ciertas características, entre las cuales se encuentran que son inversiones que necesitan de un gran capital para poder producir, por lo cual la inversión debe ser importante. Por otro lado, la incertidumbre juega un papel determinante ya que generalmente se encuentra en un período de desarrollo en donde es difícil asegurar el éxito de la empresa, o del plan de negocio. No obstante, este tipo de empresas cuenta con una oportunidad de crecimiento acelerado, es por ello que la inversión puede ser altamente rentable de modo que compense el riesgo asumido en la inversión. Estas son empresas innovadoras y de potencial crecimiento.

Tabla 3. Diferencias entre Private Equity y Venture Capital

Línea de financiación	Características de los inversionistas	Tiempo de permanencia	Finalidad y tasa de retorno
Venture Capital: Se enfoca en ideas de negocios o proyectos con alto grado de innovación, diferenciación y	Los inversores suelen ser de carácter institucional, como los fondos de pensiones, las compañías	De uno a seis años, algunos fondos extienden el plazo y pueden ir hasta diez años.	El objetivo es que la empresa se valore por el capital y asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros de manera que pueda desinvertir a

valor agregado.	aseguradoras, las grandes instituciones financieras y el gobierno.		corto, medio o largo plazo su participación. La tasa retorno varía de acuerdo a las prioridades de cada fondo y están alrededor del 8% y 28% E.A.
Private Equity: Se enfoca en empresas no cotizadas en bolsa, multisectoriales formalizadas legalmente, con ingresos recurrentes, un producto definido y un número importante de clientes.	Inversores de carácter institucional, como los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras, las grandes instituciones financieras y el gobierno.	De seis años hasta treinta años de permanencia, con excepciones los fondos pueden extender este rango de tiempo, uno de estos casos puede ser en inversiones de infraestructuras.	Tiene como finalidad la expansión o reestructuración de la compañía, revalorizarla y listarla en bolsa, la tasa de retorno requerida generalmente va desde el 9% hasta el 50%.

Fuente: elaboración propia 2016

2.3 Diseño de guía metodológica

Con esta guía se pretende difundir el concepto de Industria capital Riesgo, bajo una estructura metodológica, con el fin de promover el financiamiento empresarial no tradicional.

En su contenido se podrán observar los aspectos más esenciales que caracterizan esta industria, los requisitos que deben cumplir las PYMES de la ciudad de Medellín, las ventajas que obtienen al hacer uso de esta metodología. Finalmente se relacionan los fondos de Private Equity y Venture Capital que operan actualmente en la ciudad.

De estos puntos mencionados, se proporcionará un brochure que permitirá al empresario identificar las opciones de financiación para los requerimientos de su empresa. Para mayor conceptualización ver anexo 1.

Conclusiones

El objetivo fundamental de este trabajo era promover en la ciudad de Medellín, el uso de la financiación empresarial no tradicional ofrecido por la industria de capital riesgo. Dentro de este proceso se pudo concluir lo expuesto a continuación:

- Capital Riesgo es un mercado que ha tenido poco auge en la ciudad, debido al desconocimiento que se tiene del mismo, lo cual se refleja en las pocas empresas que han hecho uso de esta modalidad.
- Las características generales presentadas por las pequeñas y medianas empresas en la ciudad, difieren de las características que busca la industria capital riesgo, pues este mercado se enfoca en ideas o empresas de bases tecnológicas, mientras que el segmento de empresas tratado en su gran mayoría se enfocan en actividades de comercio al por mayor y por menor.

Recomendaciones

- Construir una herramienta de Excel para clasificar la información en términos de rentabilidad, relación costo-beneficio y comunicación de finanzas entre el prestatario y los Fondos de Capital Riesgo.
- Mayor divulgación de la industria, que diferentes medios den a conocer y promuevan en las PYMES el uso de este financiamiento. Para tal motivo, esta guía puede contribuir a un mayor aprovechamiento de las líneas financieras Private Equity y Venture Capital que tienen presencia en la ciudad.
- Venture Capital es el vehículo financiero que más se ajusta a las características de las PYMES en Medellín, razón por la cual es la línea de financiamiento empresarial sugerida a ser aprovechada por este segmento de empresas.

BIBLIOGRAFIA

- Achleitner, A.-K., & Klöckner, O. (2005). Employment contribution of private equity and venture capital in Europe. *Available at SSRN 1113782*.
- Aizenman, J., & Kendall, J. (2008). *The internationalization of venture capital and private equity*. National Bureau of Economic Research.
- Alcaide, C. C. (2012). Los fondos de capital riesgo en el ámbito de la ayuda al desarrollo. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (864), 57-72.
- Arana, A., & Restrepo, M. (2006). Fondos de capital de riesgo: el caso del fondo de Coomeva.
- Arana Velasco, A., & Restrepo Martínez, M. (2006). Fondos de capital de riesgo: el caso del fondo de Coomeva.
- Arango, L., & Durango, M. P. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *CLIO AMERICA*, 8(16), 173-184.
- Barona Zuluaga, B., Gómez Mejía, A., & Torres Salazar, J. H. (2006). Financing new businesses in Colombia: Experiences and opinions gathered from a sample of bank managers. *Cuadernos de Administración*, 19(32), 45-70.
- Becker, R., & Matthaeus, O. (2014). Venture capital private equity and the trade-off between family and economic goals in family firms.
- Benedicto, M. S. (2008). *Capital riesgo y financiación de Pymes*. EOI Esc. Organiz. Industrial.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. F. (2011). *The importance of trust for investment: Evidence from venture capital*. National Bureau of Economic Research.

- Bozkaya, A., & Kerr, W. R. (2009). *Labor regulations and European private equity*. National Bureau of Economic Research.
- Caro-González, J. A. (2014). *Fuentes de financiación para optimizar la estructura de capital de las pymes del sector servicios en el Valle De Aburrá*. Escuela de Ingeniería de Antioquia.
- Castro, J. J. S., Guzmán, J. O. G., & Baena, E. (2007). Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las pymes en Colombia. *Scientia et Technica*, 2(34), 321-324.
- Chung, J.-W., Sensoy, B. A., Stern, L., & Weisbach, M. S. (2012). Pay for performance from future fund flows: the case of private equity. *Review of Financial Studies*, 25(11), 3259-3304.
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2014). Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer*, 1-15.
- Cumming, D., Fleming, G., & Johan, S. A. (2011). Institutional investment in listed private equity. *European Financial Management*, 17(3), 594-618.
- Cumming, D., Fleming, G., & Suchard, J.-A. (2005). Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 295-331.
- Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2013). *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*. Academic Press.
- Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.

- de Rosario, A. H., Pérez, M. del C. C., & Papis, L. C. (2012). El impacto de la inversión de capital riesgo sobre la estructura financiera de las PYMES participadas. Un estudio empírico regional. *Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa*, 1(4), 28-48.
- Dossani, R., & Kenney, M. (2002). Creating an environment for venture capital in India. *World Development*, 30(2), 227-253.
- Espina Molina, P. (2015). Capital de riesgo en Chile.
- Fang, L., Ivashina, V., & Lerner, J. (2013). Combining banking with private equity investing. *Review of Financial Studies*, hht031.
- Fang, L., Ivashina, V., & Lerner, J. (2015). The disintermediation of financial markets: Direct investing in private equity. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 160-178.
- Ferrary, M. (2010). Syndication of venture capital investment: The art of resource pooling. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(5), 885-907.
- Galindo, J. D. O. (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*, (52), 1-35.
- García Martínez, A. (2014). Capital riesgo y business angels como alternativas de financiación para las pequeñas y medianas empresas en España.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). *What drives venture capital fundraising?* National bureau of economic research.
- Greco, D. P. (2013). « *Private equity* » en *Latinoamérica: determinantes macroeconómicos e institucionales*.

- Hege, U., Palomino, F., & Schwienbacher, A. (2003). *Determinants of venture capital performance: Europe and the United States*. LSE Ricafe Working Paper 1.
- Ivashina, V., & Kovner, A. (2011). The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *Review of Financial Studies*, hhr024.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Jickling, M., & Marples, D. J. (2007). *Taxation of Hedge Fund and Private Equity Managers*. Congressional Research Service, Library of Congress.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2008). *Leveraged buyouts and private equity*. National Bureau of Economic Research.
- Kaupelytė, D., & Jankauskienė, V. (2009). Stimulating pension funds investments to venture capital: Opportunities in European Union countries. *European Integration Studies*, (3).
- Koryak, O., & Smolarski, J. (2008). Perception of Risk by Venture Capital and Private Equity Firms: A European Perspective. *The Journal of Private Equity*, 11(2), 30.
- Lebherz, A. (2011). *The venture capital cycle and the history of entrepreneurial financing*. GRIN Verlag.
- Lemus, F., Tell, M., & Font, J. (2003). *Manual de mejores prácticas para nuevas sociedades gestoras de fondos de capital de riesgo para PyMEs*. Inter-American Development Bank.
- Lerner, J., Leamon, A., Tighe, J., & Garcia-Robles, S. (2014). Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean. *Geography*.

- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 223-246.
- Marti, J., & Balboa, M. (2001). Determinants of private equity fundraising in Western Europe. En *Social Science Research Network Working Paper, presented at the EFMA 2001 Lugano Meetings*.
- Martí Pellón, J. (2006). Imperfecciones en el mercado español de capital riesgo. *Perspectivas del Sistema Financiero*, (86), 73-83.
- Matíz, F. J., & Cuevas, Y. M. (2013). La cadena de financiación: Una necesidad para el desarrollo económico y social a partir del emprendimiento. *Revista EAN*, (63), 59-72.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.
- Montchaud, S. (2014). The interest of private equity and venture capital for the financing of entrepreneurship in emerging markets. *International Journal of Economics and Business Research*, 7(2), 220-240.
- Naranjo, G. F. (2013). La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: estructura y conceptos. *Revista EAN*, (66), 31-66.
- Naranjo, G. F. (2016). La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: estructura y conceptos.
- Popov, A., & Roosenboom, P. (2009). *On the real effects of private equity investment: Evidence from new business creation*. European Central Bank.

- Poterba, J. M. (1989). *Venture capital and capital gains taxation*. National bureau of economic research Cambridge, Mass., USA.
- Robbie, W., & Mike, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.
- Robertson, S. L., & Verger, A. (2012). Governing education through public private partnerships. *Public private partnerships in education: New Actors and modes of governance in a globalizing world*, 21-42.
- Sahu, R., Nath, A., & Banerjee, P. (2009). Trends in private equity and venture capital investments with special focus on the booming India growth story. *J. Int'l Com. L. & Tech.*, 4, 128.
- Talmor, E., & Vasvari, F. (2011). *International private equity*. John Wiley & Sons.
- Tenjo, F., Charry, L. F., López, M., & Ramírez, J. M. (2007). *Acelerador financiero y ciclos económicos en Colombia: un ejercicio exploratorio*. BANCO DE LA REPÚBLICA.
- Vásquez, L. A., Grisales, E. A. D., & Vélez, G. H. C. (2015). La teoría de la agencia en la industria del capital riesgo: mecanismos de alineación de intereses. *Escenarios: empresa y territorio*, 3(3), 19-36.
- Vásquez, L. A., & Gutiérrez, M. P. D. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *CLIO AMERICA*, 8(16), 173-184.
- Woodward, S. E., & Hall, R. E. (2004). *Benchmarking the returns to venture*. National Bureau of Economic Research.
- Zuleta, J., & Alberto, L. (2011). Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia.

Zuluaga, B. B., Mejía, A. G., & Salazar, J. H. T. (2006). La financiación de nuevas empresas en Colombia. Las experiencias y opiniones de una muestra de gerentes bancarios. *Cuadernos de Administración*, 19(32), 45-70.