

**FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO:
EL CASO DEL FONDO DE COOMEVA**

**ALFREDO ARANA VELASCO
MARIELA RESTREPO MARTÍNEZ**

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN MBA
CALI 2006**

**FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO:
EL CASO DEL FONDO DE COOMEVA**

**ALFREDO ARANA VELASCO
MARIELA RESTREPO MARTÍNEZ**

Trabajo de grado para optar el título de
Magíster en Administración, MBA

Director: César Omar López Ávila Ph.D.

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN MBA
CALI 2006**

NOTA DE ACEPTACIÓN

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Cali, Enero 25 de 2007

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a nuestras familias por su apoyo, colaboración y comprensión durante el periodo de tiempo comprendido entre la realización de nuestros estudios.

De la misma forma agradecemos a los profesores y a la Institución la oportunidad de seguir escalando en conocimientos y experiencias, que aportan a nuestras vidas como profesionales y personas.

Damos un agradecimiento especial a COOMEVA y a la Fundación COOMEVA, por facilitarnos el acceso a la información objeto de este estudio.

Queremos agradecer en forma especial a Giovanna Andrea Corbelletta colaboradora de COOMEVA por la generosidad e interés en aportar y crecer sus conocimientos en el desarrollo de esta tesis.

Finalmente queremos agradecer a Dios quien hace posible todo lo que existe y el logro de este objetivo tan importante en nuestras vidas.

ÍNDICE

	Pág.
INTRODUCCIÓN	11
1. CAPITULO I MARCO TEÓRICO	15
1.1 Consideraciones Generales	15
1.2 Antecedentes	16
1.2.1 Fundamentos teóricos	16
1.3 Aspectos Positivos	19
1.3.1 Al Inversionista	19
1.3.2 A la Empresa	20
1.3.3 Al El País	21
2. CAPITULO II EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN EL MUNDO	24
2.1 Fondos de Capital de Riesgo en Estados Unidos	24
2.2 Fondos de Capital de Riesgo n Europa	26
2.3 Fondos de Capital de Riesgo en Asia	28
2.4 Fondos de Capital de Riesgo en América Latina	29
2.5 Fondos de Capital de Riesgo en Colombia	32
2.5.1 Dinámica de creación y financiación de empresas en Colombia y los Fondos de Capital de Riesgo	32
2.5.1.1 Estructura del sistema financiero	32

2.5.1.1.1 Mercado Intermediado	34
2.5.1.1.2 Mercado no intermediado o mercado publico de valores	34
2.5.2 Experiencia de FRC en Colombia	61
3. CAPITULO III EL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA	68
.1 Aspecto General de COOMEVA	68
3.2 Antecedentes del Fondo de Capital de Riesgo de COOMEVA	69
3.3 Flujo de Recursos Del FCRC	70
3.4 Marco Jurídico del FCRC	72
3.4.1 Convenio para la administración de los recursos del Fondo Mutual para el desarrollo empresarial, la recreación y la cultura	79
3.4.2 Contrato de fiducia mercantil de administración con destinación específica	79
3.4.3 Contrato de inversión	79
3.5 Operatividad del FCRC	84
3.5.1 Planeación del Fondo de Capital de Riesgo	84
3.5.2 Evaluación sectorial macroeconómica	85
3.5.3 Tipo de sociedad apara constituir FCR y receptoras de recursos	87
3.5.4. Tipos de fondos, etapas de la empresa y de la inversión de los FCR	89
3.5.5 Duración de la inversión	92
3.6 Modelo de Gestión del Fondo de Capital de Riesgo	93
3.7 Due Dilligence del FCRC	94
3.8 Análisis de los Proyectos de Inversión	96
3.8.1 Diagnóstico y valoración de empresas	96
3.8.2 Teoría de portafolios y valoración del portafolio	103
3.8.2.1 Riesgo como portafolio	103
3.8.2.2 Valoración del portafolio	106

3.8.3 Criterios de inversión del FCRC	107
3.9 Rentabilidad del Portafolio	108
3.10 Mecanismos de Salida	109
3.10.1 Salida en el FCR de Coomeva	115
3.11 Seguimiento y Control	117
3.11.1 Seguimiento BSC	117
3.11.1.1 Modelo	118
3.11.1.2 Cuadro de mando y mapa estratégico	119
3.11.2 Contabilidad y Auditoria	121
3.12 Buen Gobierno Corporativo	122
4. CAPITULO IV RECOMENDACIONES PARA MEJORAR EL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA	127
4.1 Consideraciones Generales	127
4.2 Jurídicas y de operación	128
4.3 Diagnóstico y Valoración	130
4.4 Mecanismos de Salida	131
4.5 Para la Administración del Riesgo de Portafolio y la Valoración del Mismo	132
4.6 De Fuentes del FCRC	134
4.7 Para el Gobierno Corporativo	134
4.8. Aplicación de las Recomendaciones: el Caso	135
5. CAPITULO V CONSIDERACIONES FINALES Y FUTURAS EXTENSIONES DE LA INVESTIGACIÓN	136
CONSIDERACIONES FINALES	137
5.1.1. Al Cuerpo Teórico	137
5.1.2. Al Cuerpo Empírico	138
5.2. Futuras Extensiones de la Investigación	141

GLOSARIO	142
SIGLAS	144
BIBLIOGRAFÍA	145

ÍNDICE DE GRÁFICOS

	Pág.
Gráfico 1.1. Flujo de recursos del FCR	15
Gráfico 2.1. Distribución de Encuestados	28
Gráfico 2.2. Evolución recaudo de recursos en América Latina para FCR	31
Gráfico 2.3. Composición de FCR en América Latina	31
Gráfico 2.4. Sistema financiero y estructura del mercado de capitales	33
Gráfico 3.1. Flujo de recursos del FCRC	72
Gráfico 3.2. Esquema de operación	79
Gráfico 3.3. Comportamiento de las exportaciones con destino a E. U	85
Gráfico 3.4. Crecimiento sectorial	86
Gráfico 3.5. Evolución de la empresa y etapas de inversión	91
Gráfico 3.6. Permanencia media de la empresa desinvertida	93
Gráfico 3.7. Operación del FCRC	94
Gráfico 3.8. Mecanismos de salida	113
Gráfico 3.9. Dimensiones del Tablero de Mando Integral	118
Gráfico 3.10. Ciclo PHVA	120

INDICE DE TABLAS

	Pág.
Tabla 3.1. Proyectos presentados a Coomeva	99
Tabla 3.2. Cuadro de mando integral	131
Tabla 3.3. Aplicación de recomendaciones Caso Práctico	135

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Normativa de los FCR en Chile

Anexo 2. Descripción del Modelo de Valoración de empresas

Anexo 3. Reglamentos del FCR de Coomeva:

 Contrato de fiducia

 Reglamento operativo

 Contrato de inversión

 Convenio de administración de los recursos

Anexo 4. Resumen de la Teoría de Portafolio de Markowitz

Anexo 5: Sustentación tesis enero 25 de 2007

INTRODUCCIÓN

En los últimos treinta años, tanto la teoría como la práctica financiera, han cambiado con gran rapidez, no solamente se observan los avances producidos en la teoría financiera sobre la financiación y el análisis del riesgo sino como ha evolucionado el entorno económico, los avances en la forma como se desarrollan las corporaciones en busca de cumplir con sus objetivos de creación de valor, crecimiento y sostenibilidad, los adelantos en todos los ordenes han llevado a la utilización y optimización de los recursos y al equilibrio entre los distintos derechos de quienes interactúan en las organizaciones, de la misma manera la diligencia de los empresarios, emprendedores e innovadores concentrados en múltiples modos de mejorar e innovar la forma y las condiciones de financiar sus ideas empresariales.

En éste contexto, este trabajo de investigación busca analizar las ventajas e inconvenientes de los distintos modos en que se presenta la financiación a través de los Fondos de Capital de Riesgo (en adelante FCR). Mecanismo que contribuye de manera importante a generar impacto financiero tanto en los inversionistas como en las empresas financiadas.

Para su comprensión se debe entender los FCR como una actividad financiera innovadora, orientada a proveer recursos de mediano y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a PYMES en proceso de arranque o de crecimiento. Recursos con vocación de permanencia limitada en el patrimonio y que buscan generar valor agregado en los entes financiados, mediante el aporte de credibilidad frente a terceros, experiencia empresarial cuya contrapartida por el

riesgo asumido y el período de maduración necesario suele generar en caso de éxito, en altas rentabilidades.

Por tanto, el *venture capital* es una toma de participación, con carácter temporal generalmente minoritaria, de empresas no cotizadas en bolsa con el propósito de potenciar el capital productivo de la compañía, favorecer su crecimiento y obtener beneficios con la posterior venta de la participación.

El capital de riesgo tradicionalmente se ha orientado a la creación de nuevas empresas *start-up*, al igual que en compañías existentes, pero siempre dirigido hacia sectores económicos dinámicos y con alto potencial de crecimiento (Soler, 2003).

Como resultado de las anteriores observaciones en este trabajo se estudia y analiza los desarrollos de esta forma de inversión y financiación en países líderes en el mundo con el propósito de identificar y posteriormente desarrollar capacidades locales que posibiliten en el futuro, que el programa de capital de riesgo adquiera dimensión importante dentro de la Cooperativa Médica y de Profesionales de Colombia “Coomeva”, mas específicamente para aportar y apuntalar el éxito del Fondo de Capital de Riesgo de Coomeva (en adelante FCRC).

Puesto que el desarrollo de la financiación a través de FCR requiere determinadas condiciones iniciales, contextos favorables muy específicos y el respaldo continuo de políticas públicas; se puede afirmar que éstos crecerán en Colombia solo a partir de la acumulación de una significativa experiencia y el compromiso de instituciones interesadas, que sean capaces de innovar y crear factores precursores apropiados, siempre y cuando se cuente con programas de respaldo institucional.

El presente trabajo además del análisis teórico sobre los FCR presentado en los primeros capítulos adquiere valor significativo en su segunda parte, donde se

articula una propuesta relevante de mejoramiento para el FCRC cuya importancia se percibe debido a que algunas de las recomendaciones registradas en el capítulo cuarto han empezado a implementarse rápidamente en el fondo.

En línea con las anteriores aseveraciones, se puede entender que los FCR son una verdadera fuente de dinamización de la economía al permitir la conformación y el fortalecimiento de empresas que por una u otra circunstancia no obstante tener un proyecto viable no tienen acceso a las alternativas tradicionales de financiación, como el crédito o que la carga de la financiación o la amortización producen un mayor riesgo para el éxito del proyecto.

Este mecanismo de financiación empresarial es una verdadera alternativa tanto para inversionistas como para empresarios, los unos buscando diversificación de la inversión con mayor rentabilidad y los otros recursos de capital, de mediano y largo plazo, para fortalecer sus empresas, inyectar conocimiento y compromiso con la gestión. La implementación de este mecanismo de financiación es una excelente oportunidad para Colombia

“Fondos de capital de riesgo: el caso del fondo de Coomeva” es un trabajo sobre la vinculación de la cooperativa de profesionales de Colombia Coomeva con este novedoso instrumento de financiación empresarial, que poco a poco se constituye en un importante desarrollo de su objeto social Cooperativo.

Este trabajo se articula en torno a dos líneas, en la primera parte, se estudia la teoría y los mecanismos de operación y desarrollo de los FCR en los países líderes en el mundo a fin de conocer sus desarrollos, en la segunda, se hace un estudio sobre, la estructura, la reglamentación, los contratos y la operatividad del FCRC a fin de diagnosticar su situación y procurar mejoras a su operación.

Los contenidos de este trabajo se han estructurado en cinco capítulos, en el primero se contempla el marco teórico que sustenta esta forma de financiación,

se estudian aspectos positivos de esta figura financiera tanto para los inversionistas como para las empresas y el país.

El segundo capítulo analiza el desarrollo de los FCR, en Estados Unidos, Europa; en Asia se busca entender el impulso que posee esta forma de financiación, en China e India, para terminar haciendo un diagnóstico de la situación de los FCR en América Latina específicamente en Chile, Brasil y Argentina, y finalmente un análisis de los FCR de Colombia.

El tercer capítulo estudia el FCRC partiendo de sus antecedentes, el flujo de recursos, se analiza críticamente al marco jurídico, reglamentos y normativa, operatividad, modelo de gestión a partir de la teoría presentada. Se razona la importancia del *Due Dilligence*, de los proyectos de inversión, la forma como se obtiene la rentabilidad del portafolio, el seguimiento y control del FCRC y finalmente el buen gobierno corporativo.

En el capítulo cuarto se registra una propuesta de recomendaciones a fin de mejorar el FCRC, a partir del análisis realizado y de la experiencia percibida del estudio al propio fondo. Se registran recomendaciones en relación con aspectos generales, de orden jurídico y operación del fondo, valoración y diagnóstico, rentabilidad de portafolio, mecanismos de salida y buen gobierno.

Por último, se presentan las consideraciones finales alcanzadas, las extensiones de la investigación que se prevén desarrollar en un futuro, las referencias bibliográficas empleadas y los anexos.

La investigación se complementa con los anexos en medios magnéticos que contienen: La normativa de los FCR de Chile, una descripción de los modelos de valoración de empresas, los reglamentos del FCRC y un resumen de la teoría de portafolio de Markowitz, y la presentación para sustentar la tesis en día 25 de enero de 2007.

CAPITULO I

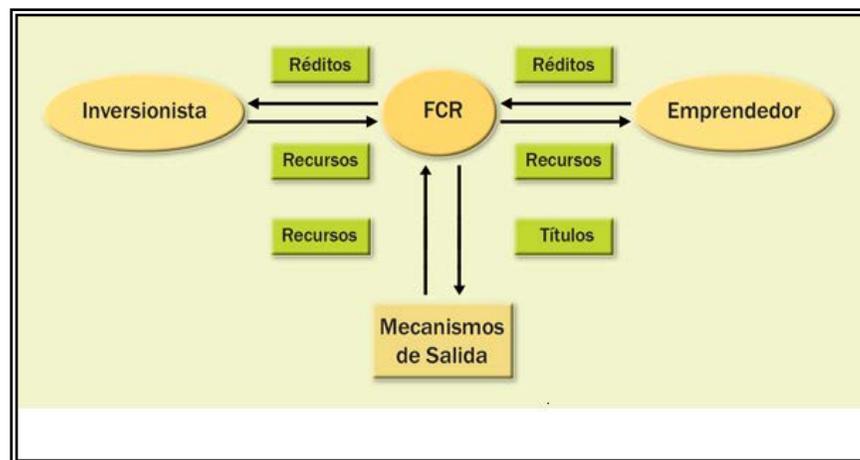
MARCO TEÓRICO

En este apartado estudiaremos algunas consideraciones generales sobre el tema, sus fundamentos teóricos y se destacarán los aspectos más positivos de este mecanismo de financiación tanto para los inversionistas como para las empresas financiadas y el país.

1.1 CONSIDERACIONES GENERALES

Los FCR se definen como estructuras formales que desarrollan la actividad financiera de provisión de recursos de mediano y largo plazo, para emprendimientos o empresas pequeñas, en la mayoría de los casos.

Gráfico 1.1. Flujo de Recursos de los FCR



Desarrollo propio

Son recursos, con un apetito de riesgo mayor que las formas de financiación tradicionales y que llegan para mejorar la viabilidad de las empresas y

permanecen por períodos definidos de tiempo, que luego de alcanzar su meta de rentabilidad se retiran en busca de otras opciones.

En general los fondos de Capital de riesgo aportan conocimiento de dirección, gestión y control y en algunos casos, otros valores agregados a las empresas como mercados, acceso a servicios financieros, tecnología y en general un respaldo, especialmente cuando las empresas están iniciando. Grafico No.1.

1.2 ANTECEDENTES

Este apartado tiene como objetivo presentar una visión general de la inversión de los Fondos de Capital de Riesgo, mencionando las fuentes de capital existentes, las características de las inversiones, y algunas de sus cifras más relevantes.

Para todos los efectos se entenderá la inversión de FCR como la inversión patrimonial en empresas que no cotizan en bolsa de valores y que representan posibilidades de alto retorno en un período de 5 a 7 años, según (asociación nacional de capital de riesgo de Estados Unidos). Como parte fundamental de los antecedentes a continuación se describen algunas experiencias de países con los FCR.

1.2.1 Fundamentos Teóricos.

La existencia de los FCR se sustenta en la capacidad de reducir los costos que se generan en la asimetría de la información que se presenta en el manejo de la información oculta que lleva problemas de selección adversa y a la acción oculta que puede representar problemas de riesgo moral (Amit *et al*, 2000).

A partir del análisis de los FCR canadienses el mismo autor obtiene las siguientes conclusiones:

1. Los fondos de capital de riesgo operan en ambientes en los que su capacidad de monitoreo de las inversiones les da ventaja comparativa sobre otros inversionistas.
2. Prefieren empresas de biotecnología y software en las que, la información es relevante.
3. Se prefieren inversiones en las que el costo de monitoreo y selección es relativamente bajo, por ello en muchos casos se enfocan a empresas en etapa de desarrollo y no operan como capital semilla.
4. Dada la existencia de asimetría en la información, la “salida” de la inversión se realiza a través de inversionistas informados como los gerentes de la misma empresa o sus otros dueños, dificultando la salida por medio del mercado público de valores. Finalmente, la existencia de conflictos de interés entre los inversionistas y los administradores¹, comúnmente conocidas como teoría de agencia hace que las inversiones que mejor se comportan son las que tienen una participación minoritaria por parte de los FCR (Amit, *et al*, 2000).

Distintos autores resaltan la importancia de los problemas de agencia como determinantes de la inversión de capital de riesgo.

Analizada la literatura, se puede concluir que el factor que determina el éxito de los FCR esta dado por su capacidad para disminuir la asimetría en la información, por lo que se hace fundamental el diseño de mecanismos de monitoreo y control,

¹ La teoría de Agencia describe la siguiente situación: un individuo, a quien llamaremos **el principal**, solicita a otro, a quien llamaremos **el agente**, que le lleve a cabo una tarea, a cambio de lo cual le ofrece una compensación. Esta relación entre el principal y el agente se encuentra mediada por un contrato. El problema consiste en que el principal carece de tiempo o de conocimiento (o de ambos) para verificar si el agente esta haciendo la tarea a plena satisfacción. Por su parte, el agente conoce mejor que el principal qué tan bien esta cumpliendo con su tarea, y si el producto de esta no es completamente observable o verificable, tendrá un espacio de discrecionalidad para cumplir a cabalidad con la tarea.

que se reflejen en modelos de contratos claros para las partes. Este tema se abordara con más detalle en el apartado dedicado buen gobierno corporativo.

Por otra parte existen autores que señalan que la teoría de la agencia no explica suficientemente el problema planteado es así como Bruton *et al* (2005) señala que: “La teoría de la agencia no es suficiente para explicar la forma en que operan las firmas de FCR, porque ve las relaciones entre principal y agente solo como relaciones económicas. Existen otras teorías más ricas, como las teorías institucionales que pueden explicar de mejor manera la industria de los FCR y su expansión mundial”. La teoría de las instituciones afirma que las diferencias existentes entre el comportamiento adoptado por las firmas de FCR en el mundo se deben a los desarrollos de las instituciones normativas, regulatorias y cognitivas de cada país.

Las instituciones normativas son políticas y reglas comunes entre los profesionales de la industria; y las regulatorias hacen referencia a la legislación relacionada con aspectos como: protección al inversionista y regulación de los mecanismos de salida. Finalmente, las instituciones cognitivas están relacionadas con temas como el estatus que se asigna los emprendedores y a la existencia de redes de negocio.

Las principales conclusiones frente al papel de las instituciones en la inversión de capital de riesgo son:

- La importancia del estatus social del empresario es fundamental, por lo que las firmas de FCR funcionan mejor en países donde se existe esta condición.
- Los países cuyos mercados de capital están centrados en las acciones y no en la intermediación del sistema bancario son un ambiente más propicio para la industria de FCR.

- El nivel moderado de redes empresariales es propicio para la industria de FCR. Sin embargo, niveles complejos de redes, en especial si estas son de difícil acceso crean barreras para los empresarios, puesto que en ocasiones no son seleccionados si no pertenecen a alguna. Por otro lado, es cierto también que miembros de estas pueden recibir financiación sin merecerla.
- El nivel de protección al inversionista es un factor fundamental, si no existe un sistema fuerte de protección. Los Administradores de los FCR se ven obligados a realizar más control y monitoreo al proyecto.
- En conclusión la Teoría Institucionalita plantea que el desarrollo de los FCR., depende más de la existencia de Redes, Ordenamiento legal e Institucional del desarrollo del Mercado de Capitales más que de la solución al problema de asimetría de información que plantea la teoría de la Agencia.

1.3 ASPECTOS POSITIVOS

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

1.3.1 Al Inversionistas.

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.

1.3.2 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 por que 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 alternativa a la tradicional forma de financiar proyectos por la vía del crédito, donde no se evalúa al proyecto *per se* 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 (Bruno, *et al*, 1985).

1.3.3 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.

CAPITULO II

EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN EL MUNDO

Los FCR nacen en los estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial, la primera firma de Capital de Riesgo de que se tiene información fue "*American Research and Development*" creada en 1946 por el presidente de *Massachussets Institute of Technology* (MIT). Surge como actividad financiera profesionalizada, debido a que algunas familias con grandes patrimonios decidieron dedicar parte de su fortuna a apoyar negocios prometedores. Por la misma época, el general francés *Doriot* promovió y dirigió la *American Research & Development Corporation* (ARDC), primera sociedad de capital de riesgo apoyada por un amplio grupo de inversores, (Gompers, 2001, Brutton, 2005; Gary. 2005;).

Aunque el origen de esta actividad financiera fue privado, hay que destacar el efecto positivo que tuvo la promulgación de la Ley de Inversión en Pequeñas Empresas de 1958², y en la promoción de esta nueva forma financiera. Según esta Ley, las sociedades que se dedicaran a aportar recursos de manera temporal y minoritaria a pequeñas y medianas empresas, podrían obtener financiación y garantías de la *Small Business Administration* (SBA), agencia para el apoyo de las pequeñas y medianas empresas creada en 1953 aún vigente.

2.1 FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN ESTADOS UNIDOS

Los fondos de capital de riesgo han sido promotores de grandes empresas en las últimas dos décadas en Estados Unidos tal es el caso de la financiación de:

² Small Business Investment Act

Microsoft, Compaq, Oracle, Sun Microsystems Jeng, 2000 (Pellón, 2000). Adicionalmente, esta financiación ha producido efectos como incremento de la inversión en Investigación y Desarrollo, incremento en ventas para las empresas, y mayores tasas de creación de nuevas empresas.

En 1973 se creó la Asociación Nacional de Capital Riesgo, con el objetivo de definir estándares y normas profesionales para sus miembros.

Los FCR iniciaron bajo la figura de Fondos cerrados, fondos mutuales en los que las participaciones funcionan como acciones y son transadas entre accionistas. Los fondos se surtían de la venta de las participaciones y cuando decidían salir podían ofrecer de manera pública sus acciones.

Esta estructura presentó algunos inconvenientes como la venta a inversionistas inapropiados. Posteriormente surgieron las sociedades limitadas, que contrario a los Fondos cerrados contaban con menores regulaciones, pero tenían una vida finita que obligaba a retornar al inversionista en un período limitado de tiempo (Gompers, 2001).

Las Compañías de inversión en pequeñas empresas, SBIC (por sus siglas en ingles), constituyeron otra alternativa de recaudo de fondos para la inversión de capital de riesgo sin éxito debido a las regulaciones impuestas (Gompers, 2001).

Las sociedades limitadas se han convertido en la figura predominante de las firmas de FCR, entre las ventajas que este tipo de estructura tiene se cuentan, las firmas no pagan impuestos por ganancias de capital, tienen un periodo de vida determinado, los inversionistas son socios limitados lo que quiere decir que no se pueden involucrar en la gestión gerencial del Fondo (Gompers, 2001).

En cuanto a las fuentes de recursos estas han evolucionando en el tiempo, en su inició los principales inversionistas eran individuos independientes. Posteriormente, con la aprobación de la ley de hombre prudente que permitió a los fondos de pensiones invertir en FCR, los fondos de pensiones pasaron a ser los principales inversionistas.

Respecto a las industrias objeto de inversión de los FCR, la participación se ha venido recomponiendo. En sus inicios el sector de software representaba cerca de un 60%, actualmente sigue con una alta participación pero otros sectores han ganado terreno. Para el tercer trimestre de 2005 la mayor inversión de FCR se dirigió al sector de software, con 19.86% de participación, seguido por la inversión en biotecnología 19,78%, instrumentos y equipos médicos 11.79%, y telecomunicaciones 10.83% (PWH, 2005). En cuanto el ciclo de vida del negocio históricamente en Estados Unidos las firmas de FCR han mostrado interés de inversión en empresas en etapa inicial.

Por último, una característica más de los Fondos de Capital de Riesgo es la inversión sindicada. Desde sus inicios las firmas de capital de riesgo generalmente llevaban a cabo lo que se conoce como inversión sindicada, quiere decir esto que las inversiones se compartían con otras firmas con el propósito de diversificar y compartir el riesgo, hay que señalar que aun esta práctica se sigue manteniendo.

2.2 FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN EUROPA

Posterior al surgimiento de la inversión de los FCR en Estados Unidos estos inician su aparición y desarrollo en Europa. Las primeras actividades se registraron en Inglaterra en 1970, en el continente tan sólo hacia 1980 una de las principales razones que motivaron su aparición fue la llegada de expertos conocedores de la inversión de capital de riesgo que iniciaron sus firmas allí, al igual que sociedades norte americanas que crearon filiales (Brutton, 2005).

La diferencia principal de las firmas europeas frente a las norteamericanas radicó en que las primeras presentaban una composición accionaria en la que la mayoría era de propiedad de los bancos e instituciones financieras, mientras que para las segundas fueron compañías independientes (Brutton, 2005).

Respecto al momento de inversión dentro del ciclo de vida de la empresa el enfoque de las firmas en Europa se da hacia inversiones en etapas avanzadas. Para 2004 la mayor concentración de inversión de capital de riesgo en Europa, con cerca de un 70% de participación frente al total de la inversión, se dio en etapas previas a lo que se conoce como *buy – out*³. El siguiente rubro de mayor importancia es el capital de expansión con una participación cercana al 21.4%. La inversión en etapas iniciales no alcanza a llegar al 7%. (AEFCR, 2004).

Con respecto a los sectores industriales objeto de inversión de los FCR en 2004, la inversión en comunicaciones en Europa se ubicaba en el primer lugar con 13.34% de los recursos del total de los FCR, seguida por la inversión en servicios médicos y biotecnología que alcanzó 9.44% y productos relacionados con sistemas 6.36%. (AEFCR, 2004).

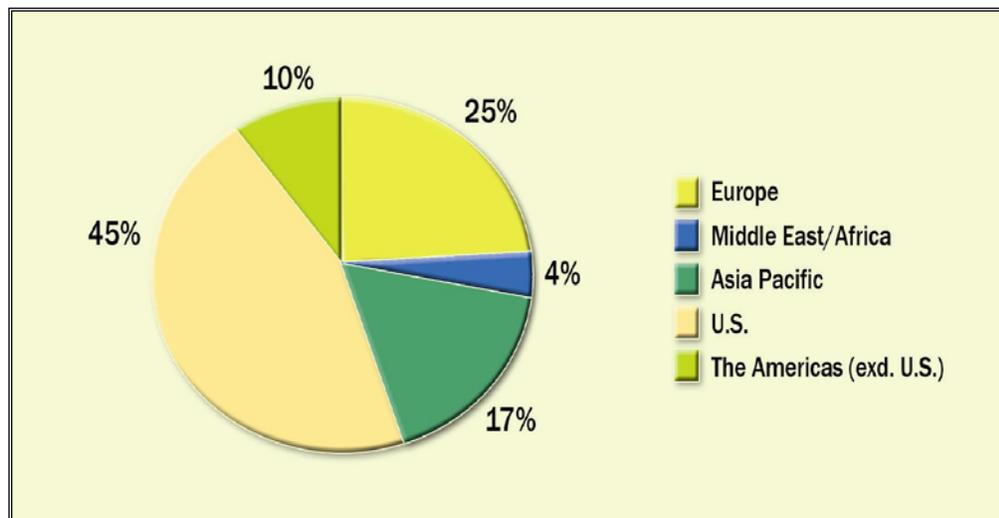
En Europa la concentración de la inversión se presenta en empresas en etapas más avanzadas de desarrollo, con tan sólo un 6% en inversiones de arranque. Durante 2005 la composición de la inversión de FCR se distribuyó de la siguiente forma: 3.39% en capital semilla y de arranque, 15.67% en etapas tempranas, 36.07% etapa de expansión, y 44.87% etapas finales. (PWH, 2005). La mayor cantidad de recursos se concentra en UK, Suecia, Noruega, Alemania y España.

³ Mecanismo de ayuda para financiar la adquisición de empresas o unidades de negocio por fuera de la sociedad bajo la forma de capital de riesgo.

2.3 FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN ASIA

Las expectativas de crecimiento de los FCR en Asia se consolidarán en los años siguientes a la aparición de estos en Europa, entre otras razones por la intención manifestada por estos en la encuesta (Global trends in venture capital 2006 survey) llevada a cabo por Deloitte⁴ a nivel mundial entre 505 FCR. “El 60% de los FCR encuestados presenta intenciones de expandir sus operaciones internacionalmente en Asia”. Igualmente, las firmas estadounidenses mostraron un gran interés en desarrollar sus empresas en esta zona del mundo.

Gráfico No. 2.1. Distribución de Encuestados



Fuente: Deloitte Touche Tohmatsu

Dentro de los países de mayor evolución en la inversión de capital de riesgo se destacan China e India. El mercado de China, conocido por muchos como un mercado lleno de retos y oportunidades, ya tiene presencia de firmas estadounidenses como Legend Capital y DollDCM. Para 2004 la inversión de capital de riesgo alcanzó cerca de los USD \$ 7 billones y muestra tendencias al crecimiento.

⁴ Deloitte Touche Technology, media and telecommunication

En cuanto a la India, la alta liquidez del mercado de capital ha facilitado los mecanismos de salida de las inversiones lo que impulso la inversión de Capital de riesgo. Los FCR invirtieron cerca de USD \$ 2.3 billones en 147 operaciones en 2005. Adicionalmente obtuvieron 42 salidas exitosas de inversiones en compañías Indias, y se recaudaron cerca de USD \$950 millones a través de IPO's. Datos del primer semestre de 2006 indican que el recaudo a la fecha es de USD \$2.5 billones, lo que es similar a la cifra recaudada en todo 2005.

En cuanto al enfoque de las inversiones de los FCR de Asia, los encuestados indicaron su deseo de incursionar en un mercado globalizado, con una estrategia diversificada, mostrando interés por otros territorios asiáticos. Además, cerca del 22% considera a Estados Unidos como su principal destino a la hora de invertir por fuera de su territorio, debido esencialmente a la mayor calidad de las operaciones y acceso a mercados internacionales.

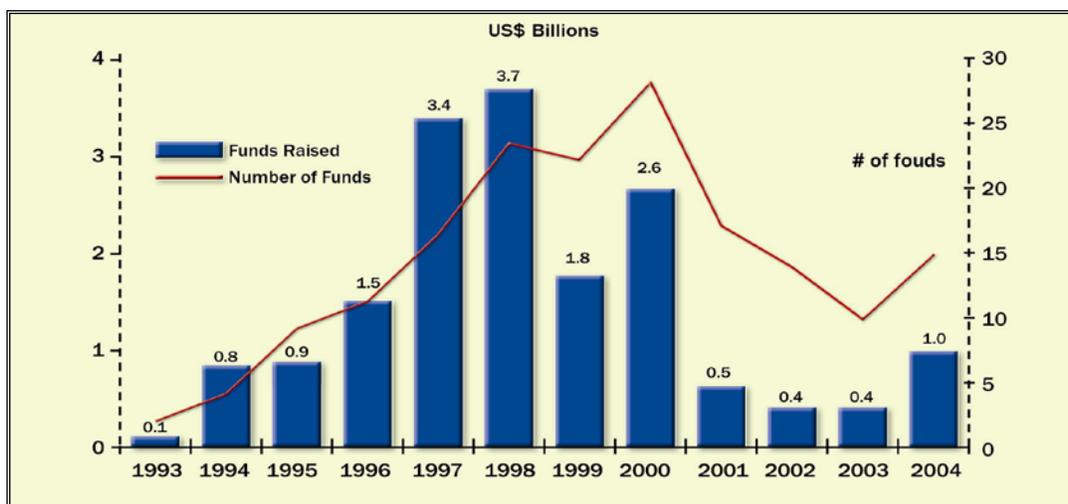
Pese a lo anterior, siguen existiendo impedimentos para la inversión de capital de riesgo en Asia. Dentro de los principales impedimentos de los FCR externos para invertir en Asia se pueden considerar, falta conocimiento y experticia del ambiente de negocios, falta de calidad de las operaciones de inversión, tiempo y esfuerzo invertido en viajes.

2.4 FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN AMÉRICA LATINA

La inversión de capital de riesgo en América Latina inicia con la crisis de los bancos en los años 80s ya que los principales bancos de la región se vieron obligados a aceptar participaciones en empresas locales a cambio de sus deudas. Las reformas macroeconómicas y regulatorias de los años 90`s generaron nuevas oportunidades de inversión, lo que contribuyó otro factor importante en crecimiento de la industria.

Entre 1992 y 2000 los fondos privados en Latinoamérica recaudaron cerca de \$15 billones de dólares, principalmente de inversionistas institucionales de Estados Unidos.

Grafico 2.2. Evolución del Recaudo de Recursos en América Latina para FCR



Fuente: Venture Equity

Pese a lo anterior, el capital de riesgo en Latinoamérica aún no se acerca a los niveles de Europa y Estados Unidos, las principales razones de esta situación se debieron a:

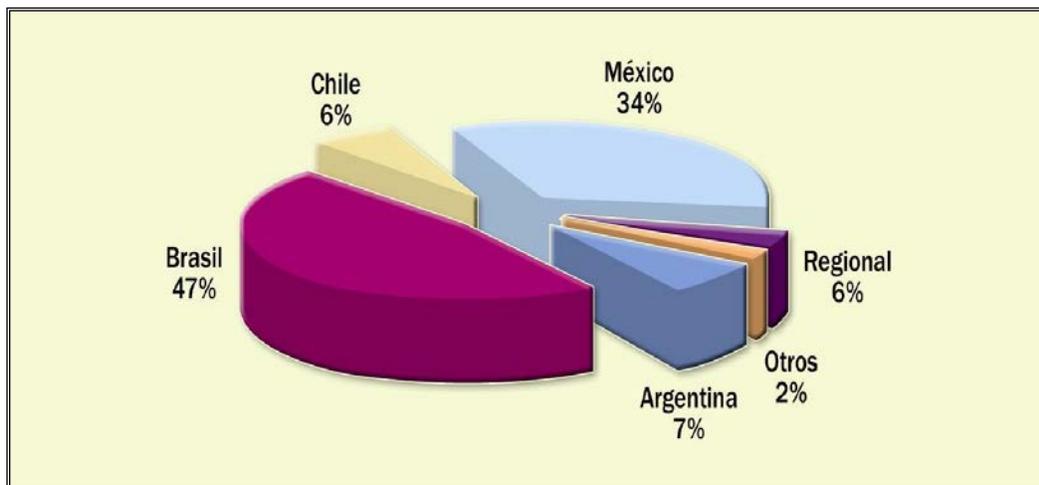
- Pocas oportunidades de inversión.
- Riesgo asociado con empresas nuevas en economías inestables,
- Desprotección a la propiedad intelectual y
- Falta de un marco regulatorio.

La mayor actividad de los FCR se ha concentrado de forma histórica en Brasil, Chile, Argentina y México. (Chavel *et al* 2001).

En cuanto al recaudo de recursos para las inversiones de capital de riesgo en Latinoamérica, esta alcanzó niveles cercanos a los \$ 4 billones de dólares en los

años 97 y 98 y tuvo un descenso a partir del 2000. El 2004 se presentó una inversión de \$1 billón de dólares.

Grafico Nº 2. 3. Composición de FCR en América Latina 2004



Fuente: Venture equity LA (2004)

Estos recursos se distribuyeron así, 47% Brasil, 34% México y un 6% Chile. En Colombia no superaron el 0.04% de la inversión total, lo que representa cerca de \$0.38 millones de dólares.

En Chile, Brasil y México, los FCR han contribuido al fortalecimiento del sector microempresarial. Específicamente en Chile entre 1995 y 2001 el monto invertido por los FCR, alcanzó los US\$ 835 MM, fundamentalmente debido a la expedición de la ley 18815 que permitió a las Administradoras de Fondos de pensiones invertir hasta el 20% de sus recursos en este tipo de fondos (ALEE, 2002).

En el primer semestre de 2005 se evidencia una mayor participación de Colombia, alcanzando a recaudar el 3% de los recursos de la región es decir \$50 millones de dólares. (LAVCA, 2005).

De acuerdo con la asociación latinoamericana de capital de riesgo podemos decir que existe un panorama alentador para la inversión de FCR pues que se han presentado cambios regulatorios favorables, se han presentado salidas exitosas, no sólo a través de ventas estratégicas sino a través de *Initial Public Offering IPO's* y existen fondos maduros y nuevos, administrados por gerentes altamente profesionales y capaces.

2.5 FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN COLOMBIA

Para comprender el desarrollo de los FCR en Colombia, se hace necesario conocer el sistema financiero actual, su aporte en la creación y fortalecimiento de los sectores productivos básicamente el sector de las pymes. Posteriormente se detallan los FCR que operan en el país.

2.5.1 Dinámica de creación y financiación de empresas en Colombia y los FCR

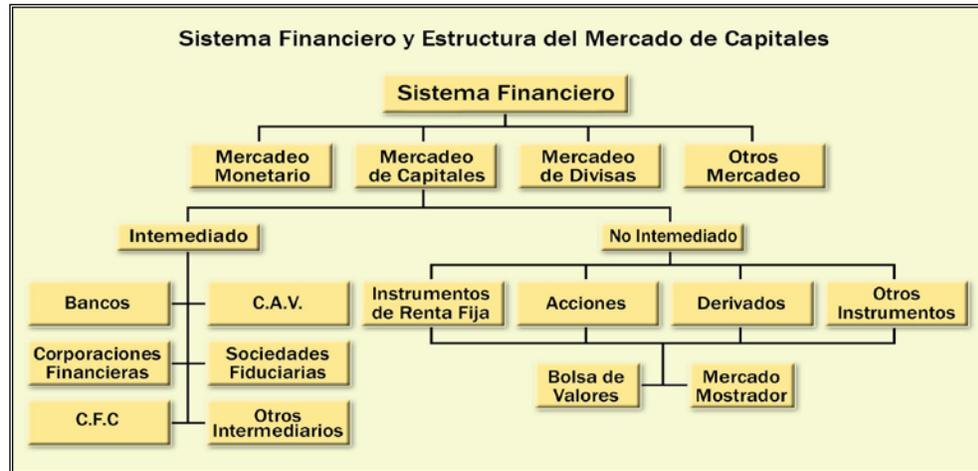
Es relevante desarrollar un análisis de la dinámica del financiamiento empresarial en Colombia, partiendo del reconocimiento de que en el país el mercado de capitales no ha alcanzado un grado de desarrollo significativo, especialmente que permita la des-intermediación financiera, invertir o financiar 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.

2.5.1.1 Estructura del sistema financiero:

En la economía las actividades productivas y la distribución de los bienes físicos requieren de financiación para su funcionamiento, es decir, que demandan recursos financieros y a su vez, existen en la economía personas naturales y

empresas públicas o privadas con excedentes monetarios que ofrecen recursos financieros.

Gráfico 2.4 Sistema Financiero y Estructura del Mercado de Capitales



Fuente: Guía Financiera de Colombia (2006).

La transferencia de unos hacia los otros se realiza gracias a la intermediación de entidades especializadas en servicios financieros. Este conjunto de entidades especializadas, oferentes, demandantes e instrumentos que intervienen en el proceso de transferencia de recursos financieros se denomina Sistema Financiero, y se puede esquematizar como la estructura del sistema financiero y el mercado de capitales. (Munera, 2005):

En la estructura del sistema financiero, se encuentra el mercado de capitales como un conjunto de mecanismos que facilitan la asignación y distribución en el tiempo y en el espacio de los recursos de capital, los riesgos y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión.

De acuerdo con el tipo de instrumentos e instituciones que se utilicen, el mercado de capitales se divide en, mercado intermediado y mercado no intermediado.

2.5.1.1.1 Mercado Intermediado

La transferencia del ahorro a la inversión se hace por medio de intermediarios como bancos, corporaciones financieras, fondos mutuos, corporaciones financieras.

2.5.1.1.2 Mercado no Intermediado o Mercado Público de Valores

La transferencia del ahorro a la inversión se hace directamente a través de instrumentos. Actualmente, existen cuatro grandes grupos de instrumentos, instrumentos de renta fija, de renta variable (acciones), derivados y otros instrumentos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos.

En el mercado publico de valores se movilizan recursos que contienen estabilidad cuyo origen son los ahorradores cuyo direccionamiento se indica a las actividades productivas canalizados a través de la compra venta de titulos valores representativos de participaciones en las empresas. En este se pueden realizar transacciones de compra y venta de títulos a través del mercado bursátil que tiene como epicentro una Bolsa de Valores o del mercado mostrador (*Over The Counter*) OTC sobre títulos inscritos en el registro de Agentes del mercado de valores (AMV).

El sector financiero Colombiano esta regulado por autoridades económicas y financieras , que se encargan de dictar normas en cada uno de los aspectos que se especializan :

El Consejo Nacional de Política Económica y Social –Conpes–, creado en 1958, conformado por el presidente de la republica, y los ministros de hacienda, comercio exterior y agricultura, el jefe de planeacion nacional , el gerente del banco de la republica y el de la federación nacional de cafeteros. El objetivo de este organismo es servir como asesor del gobierno en los aspectos relacionado con el desarrollo económico del país, emitiendo pautas sobre el mismo.

Planeación nacional desempeña las funciones de Secretaría Ejecutiva del Conpes Económico y del Conpes Social, y por lo tanto es la entidad encargada de coordinar y presentar todos los documentos para discutir en sesión con el Conpes constituye el conducto por medio del que el presidente de la República ejerce su función de máximo orientador de la planeación nacional.

Los ministerios también forman parte de los organismos que regulan a las instituciones financieras y al mercado de valores, entre estos están : El ministerio de hacienda realiza la definición, formulación y ejecución de la política económica del país, de los planes generales, programas y proyectos relacionados con ésta. El ministerio de comercio, industria y turismo, es la entidad encargada de formular, adoptar, dirigir y coordinar las políticas generales en materia de desarrollo económico y social del país.

Existen otros organismos diseccionados a proteger la confianza de los ahorradores y acreedores de las instituciones financieras, buscando la equidad económica , en esta categoría esta el Fondo de garantías e instituciones financieras –Fogafin- , el cual esta sometido a la vigilancia de la Superfinanciera . Igualmente el Fondo de garantías de entidades cooperativas –Foogacoop-, se encuentra vinculada al ministerio de hacienda, busca el mismo objetivo que el Fogafin pero con los ahorradores de entidades cooperativas.

El Banco de la republica ejerce labores de banca central , con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, velando por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas alrededor de la materia, siendo responsabilidad de este la política monetaria , cambiaria y crediticia; pudiendo realizar todos los actos, contratos y operaciones bancarias y comerciales en el país o en el exterior, que sean necesarios para el cumplimiento de su objetivo.

La superintendencia financiera de Colombia es un nuevo organismo adscrito al ministerio de hacienda , con función de brindar un servicio eficaz a los ahorradores e inversionistas del sistema financiero, preservando la estabilidad y permanencia de las entidades, velando por la integridad de los

El sistema financiero ha ido perfeccionando soluciones para que el empresario pueda acceder de manera más ágil a recursos para su actividad productiva, ayudándole a administrar su liquidez y su tesorería.

Así, la oferta de líneas de crédito especializadas para el sector empresarial cada vez es mayor. Razones como menores costos en el manejo de estas líneas, mejores rentabilidades y mayor seguridad en el retorno de los recursos, han llevado a muchos bancos a crear este tipo de líneas.

En general, las líneas que se ofrecen como Créditos de Tesorería, están estructuradas en pesos con tasas de interés fijas, que le permiten al empresario obtener financiación a corto plazo.

Los recursos ofrecidos por esta vía son de libre inversión, pero para solucionar problemas de liquidez inmediata, pago de impuestos, reestructuraciones internas, entre otros. Es decir, es como un sobregiro para la persona natural, pero orientada a persona jurídica. Los plazos dentro de los cuales oscilan estos créditos son en algunos casos inferiores a 30 días y en otros llega a 180 días, dependiendo de la negociación que se realice entre la empresa y la tesorería del banco.

Otra línea es el Crédito ordinario que aunque también se trata de un crédito en pesos, a diferencia del Crédito de Tesorería los plazos son mayores, llegan hasta un año, y la tasa puede ser tanto fija como variable, dependiendo del establecimiento financiero y las condiciones con las cuales se pacte la operación. Este tipo de recursos son generalmente utilizados para capital de trabajo o

inversión en activos fijos. Dependiendo del proyecto de inversión que presente se fija el plazo de pago.

Otra modalidad es la tarjeta de crédito, cuyo fin básico es cubrir necesidades de los ejecutivos de la empresa de gastos por viajes y representación, así como gastos generales de la organización. De esta manera, el deudor es la empresa y ella decide a cuál de sus empleados se le asigna la tarjeta y el monto correspondiente, pero la compañía responde por la cartera. Para los bancos este tipo de líneas es considerado un sistema ágil, para que una compañía tenga capital de trabajo, con la ventaja de contar con un cupo rotativo que le provee en todo momento de la liquidez que requiere para sus operaciones. Dentro de los usos que una empresa puede dar a este tipo de tarjetas se encuentra el pago de obligaciones tributarias, registrando así un mejor control de gastos.

Existe dentro del sistema financiero otro tipo de instituciones denominadas: corporaciones financieras (en adelante CF) y las compañías de financiamiento comercial (en adelante CFC) también han diseñado portafolio de servicios especializados para la gran empresa, tanto para nuevas financiaciones como para la refinanciación de pasivos existentes. Estas sociedades ofrecen asesoría para conseguir financiación en el mercado de capitales, a través de emisión de títulos valores, igualmente facilitan la infraestructura para lograr la colocación de los mismos y para la creación de portafolios de inversión. Ofrecen posibilidad de acceder a créditos en dólares, cartas de crédito, giros financiados para empréstitos de capital de trabajo, bienes de capital y en diversos proyectos de inversión.

Adicional las CF poseen líneas de Crédito de Redescuento, actuando como intermediario financiero de entidades de segundo piso, otorgando créditos de fomento como son FINAGRO y Bancoldex.

En el caso de recursos para inversión se financia hasta 80% de los costos directos de la misma, en donde tanto el plazo total como el periodo de gracia y la amortización se pactan libremente entre el beneficiario y el intermediario financiero.

El estado acompañado del sector financiero adquiere un compromiso de otorgar recursos al sector de Pymes , las cuales usualmente han presentado obstáculos para acceder a créditos en el sector financiero, este sector representa en Colombia un 53% de la producción y el 72.5% del total del empleo de la industria, lo que se refleja en un deseo cada vez mayor por llegar a estos clientes. La mayor parte de las colocaciones de crédito de la banca con aval soberano tuvo lugar entre empresas comerciales, con 33,1% de los desembolsos. Luego se encuentran los sectores de servicios e industria, con 30,9% y 19,5% respectivamente.

La voluntad del sistema financiero para llegar a este grupo de empresas, ha llevado a que se estudien propuestas como la creación de una central de información crediticia para verificar los perfiles de riesgo en la cartera de la pequeña y mediana empresa, tal y como lo ha propuesto la Asociación Nacional de Instituciones Financieras⁵ (Anif, 2005). Se busca con ello solucionar los problemas de información que tiene el sector financiero sobre las características de las pyme y así disminuir el alto riesgo crediticio.

Esto también facilitaría la asignación de recursos y un mejor manejo de las tasas de interés, como ha ocurrido en la actualidad con el crédito al consumo a través de la existencia de centrales de información de crédito personal.

El Fondo Nacional de Garantías (en adelante FNG) tiene como mision viabilizar el mercado financiero institucional y de capitales para proyectos de micro, pequeñas

⁵ Asociación Nacional de Instituciones Financieras de Colombia, organismo gremial

y medianas empresas, así como para personas naturales que tengan impacto en el desarrollo socioeconómico del país, contribuyendo con la oportunidad de financiación para todos los sectores, en virtud de lo cual esta entidad se ha convertido en un apoyo para este sector ante el sistema financiero, gracias a las garantías que otorga y que permiten acceder a los recursos a un menor costo.

Las actividades micro financieras incluyen pequeños préstamos, por lo general para capital de trabajo, evaluación de prestatarios, su círculo familiar, social, comercial y financiero, evaluación de garantías individuales y/o la sustitución por garantías colectivas o ahorros obligatorios, el escalonamiento del monto de los préstamos en función de los objetivos cumplidos y del historial crediticio y el desembolso racionalizado. En ese marco, los créditos aprobados por la banca hacia ese sector tendrán garantía automática hasta de 70% del valor de cada desembolso. Los bancos, CFC y ONG que desarrollen actividades de financiamiento, asumirán por su cuenta 30% del riesgo en ese tipo de operaciones. En estos casos podrán acceder a estas líneas las microempresas cuyos activos totales no superen 501 salarios mínimos mensuales vigentes, en tanto que la cuantía individual será hasta de \$8,3 millones.

Los bancos y la CF no han sido los únicos que se están comprometiendo con este sector productivo, también las cajas de compensación familiar. Es así como a partir del segundo semestre de 2003 se puso en marcha el llamado Plan Nacional de Micro crédito que cuenta inicialmente con \$30.000 millones para la creación de medianas y pequeñas empresas.

La iniciativa contará con el soporte de un fondo de inversión denominado Fonade, constituido con recursos de las cajas. El objetivo del plan es articular la producción dentro de un plan nacional en donde se impulse la industria con un plan indicativo orientado por el Instituto de Fomento Industrial, Sena, universidades y otras instituciones, con el fin de buscar que no haya

equivocaciones a una salida al emprendimiento empresarial y generación de empleo.

Entre las líneas de crédito que aquí se buscaron abrir, se encuentran algunas para satisfacer necesidades tales como ampliación de la capacidad laboral y, a la vez, contratación de nueva mano de obra. Una parte de este micro crédito no es reembolsable y equivaldrá a cien por cien de las cotizaciones parafiscales a salud, pensiones y riesgos profesionales por un periodo de contratación equivalente a cuatro meses, siempre que el empleador demuestre que mantiene la relación laboral durante un período adicional igual al del subsidio.

En conclusión aunque existen alternativas de financiación para las pequeñas, medianas y nacientes empresas, los montos de préstamos y las garantías exigidas hacen todavía muy difícil el acceso a estas fuentes, razón por la cual los FCR se constituyen en una alternativa para los proyectos e iniciativas empresariales.

2.5.2 Experiencias de FCR en Colombia

En Colombia se han creado algunos FCR, sin embargo cabe señalar que a nivel gubernamental faltan políticas que incentiven y desarrollen conciencia de la importancia de tener diversas fuentes de financiación para el fortalecimiento y creación de empresas. El impacto a nivel social de la facilidad de acceder a estos recursos podría redundar en innovación empresarial, en crecimiento y desarrollo económico.

Haciendo una revisión general de las razones estructurales de la economía que se requieren para la creación y financiación de empresas apoyadas por FCR; se encuentra que en Colombia se podrían identificar las siguientes (RCC, 2002): entorno macroeconómico sólido, con finanzas públicas ajustadas y bajo nivel de desempleo, Entorno político estable para reducir la fuga de capitales e incentivar

la entrada de los mismos, Estabilidad tributaria y jurídica, Estructura de mercado en que las utilidades sean el resultado de la sana competencia.

No existe un marco legal que permita tener reglamentación clara sobre la forma de operar de los FCR, por tanto una normativa en este sentido debería incluir, mecanismos de protección al inversionista, estímulos fiscales, protección de la propiedad intelectual, simplificación de procedimientos, sectores prioritarios, reglamentos de funcionamiento, mecanismos de salida para los inversionistas, desarrollo de mercado de capitales, bolsa pública especializada para garantizar la operatividad y retorno de la inversión.

Igualmente son limitantes estructurales la informalidad de las pequeñas y medianas empresas, el poco desarrollo de redes públicas y privadas de apoyo a los emprendedores, programas de subvenciones y acompañamiento por parte del estado a los nuevos proyectos y un aspecto de tipo cultural de aversión al riesgo, en el que los inversionistas orientan sus recursos hacia el sector financiero tradicional evitando de esta forma la incursión en otras formas de inversión que puedan generar un mayor rendimiento con el consecuente riesgo. Esto se tipifica en el mercado financiero colombiano en el cual aunque todavía no se tiene establecida una normatividad sobre los FCR si existen algunos que a través de su propia reglamentación son sujetos de recibir inversionistas ávidos de mayores réditos para sus recursos.

Los FCR, tienen en Colombia un amplio mercado que cubrir, de acuerdo con estudio de la superintendencia financiera, el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias al 30 de septiembre de 2005 ascendió a \$33.8 billones, de los cuales solo estaban invertidos en renta variable el 14.9% (Anif, 2005).

Actualmente las incubadoras de empresas⁶ son una alternativa para los empresarios que buscan una fuente de financiación a sus proyectos. Cabe resaltar que el papel que hasta ahora han desempeñado es lo que podría definirse como tutores o promotores, por lo que constituyen un complemento importante para los FCR. Igualmente las universidades con sus bancos de proyectos pueden ser aliados estratégicos para los fondos de capital de riesgo en su búsqueda de oportunidades de inversión.

Entre los FCR Colombianos se encuentran dos constituidos por universidades, como parte del fortalecimiento de su estructura financiera y como desarrollo de la creatividad y espíritu empresarial estudiantil:

- **Fondo Rotatorio de Capital Semilla de la universidad de Medellín:** Este fondo se alimenta de aportes de cooperación externa, los intereses de los préstamos a sus colaboradores, las utilidades retenidas de la universidad y la asignación de la conciliatura. Los recursos se dedican para la financiación de proyectos de estudiantes de la universidad.

- **Fondo de Capital Universidad de Pamplona:** Este fondo se financia a través de aportes semestrales realizados por los estudiantes, para la inversión en proyectos de negocios presentados por ellos mismos.

De otra parte funcionan en el país FCR con recursos privados y de inversión extranjera, que aunque no cuentan con un marco legal, se han desarrollado debido a los planes de negocios presentados. Estos fondos están orientados a sectores como, procesamiento de alimentos, bienes de consumo, servicios y manufacturas livianas.

⁶ Incubadora: institución especializada en apoyar el desarrollo de proyectos a través de motivación, capacitación, asesoría y financiación.

- **Fondo de Capital Mercurios Ventures S.A.:** se constituyó el 15 de Diciembre de 1999, por la iniciativa de las Incubadoras de Empresas de Base Tecnológica y Augusto López Valencia -ex presidente del Grupo Empresarial Bavaria-. El capital inicial del Fondo fue de US D \$ 2.181.718, provenientes de inversionistas privados (US D \$ 1.539.999,73) e institucionales (US D \$641.718,38). Al 31 de Diciembre de 2005 el capital autorizado del Fondo ascendía a los \$5.200 millones de pesos colombianos.

El Fondo fue creado por 12 socios y como miembro público participó Colciencias, tiene como objetivo invertir en sociedades, en acciones, en bonos y demás títulos negociados en mercados públicos o privados de valores, de Colombia o del exterior. El administrador del Fondo es Mercurius Ventures S.A.

Desde el inicio del Fondo en 1999, hasta el año 2002 se presentaron un total de 274 proyectos con el objetivo de ser financiados. Al cierre del año 2005 el fondo tenía inversiones en cuatro empresas: V-factory (tareas por Internet), ACCIM (accesos inteligentes masivos), MPC (multimedia privada corporativa) e Integración Comercial efectiva, estas inversiones no generaron el rendimiento esperado por los inversionistas del FCR, lo que llevó a la asamblea a tomar la decisión de liquidarlo a mediados del año 2006.

- **Fondo de capital de riesgo de Comfandi:** De acuerdo con la Ley 789/2002, se creó el Fondo para el fomento al empleo y protección al desempleado, FONEDE, que permite a las cajas de compensación, con recursos propios o con recursos del fondo de micro crédito, la creación de FCR. Comfandi vio la oportunidad de poder aportar en la generación de empleo y ampliar su base empresarial.

Este fondo aporta recursos monetarios requeridos por las empresas en su primera fase y también para proyectos de ensanche, aunado a un programa de

acompañamiento, asesoría y capacitación. Aunque sus inversiones pueden ser en sectores diversos, la población más beneficiada ha sido el sector de tecnología a través de diecisiete empresas cuya base se encuentra en Parquesoft en la ciudad de Cali, el cual cuenta con más de setecientas empresas dentro de su estructura todas ellas dedicadas al desarrollo y creación de sistemas de información, en su gran mayoría se encuentran administradas por un ente administrativo por cada tres unidades.

- **Fondo de capital de riesgo de Apoyo para las pequeñas y medianas empresas – Fondo Transandino:** constituido el 7 de marzo de 2006, con la participación de inversionistas extranjeros y privados, entre los cuales están: Agencia para el desarrollo internacional del gobierno de los Estados Unidos, el fondo suizo de inversiones para los mercados emergentes, la compañía belga de inversiones para los países en desarrollo, Suramericana de Seguros, Seguros Bolívar, Colfondos, Protección y Porvenir.

El estado también es participe del fomento para la creación de FCR. Es el caso del fondo que administra el SENA que permite el acceso a recursos económicos con el objetivo de apoyar proyectos productivos para incentivar la creación de empresas en grupos especiales de la población.

- **Fondo Emprender:** Mediante la Ley 789/2002, se creó el fondo Emprender conformado por el 80% de la monetización de la cuota de aprendizaje, aportes del presupuesto de la nación, recursos de organismo de cooperación internacional, recursos de fondos de inversión públicos y privados, fondos de cesantías y pensiones y banca multilateral. En su primera convocatoria contaba con \$9.000 millones para la financiación de 1.000 proyectos en los que se requiere participación de estudiantes del SENA.

En el año 2005 el Fondo tuvo un presupuesto de \$58.000 millones y otorgó aproximadamente \$85 a cada proyecto. Los recursos llegaron a 439 compañías. En total en el 2005 se invirtieron aproximadamente \$38.590 millones. Se tiene previsto que a lo largo del año 2006 serán financiados 550 proyectos de todos los sectores donde existan ideas de negocio sostenibles en los ámbitos financiero, administrativo y económico.

- **Fondo de Capital Parquesoft:** es un Fondo cerrado y sus inversionistas son personas naturales o jurídicas con aportes entre 3 y 20 millones de pesos colombianos. El capital de Fondo es muy escaso, su monto inicial (Julio de 2003) era tan solo \$80 millones lo cual impide una amplia diversificación de las inversiones y por consiguiente la minimización del riesgo. La inversión en empresas de base tecnológica es un aspecto a destacar ya que son empresas de carácter innovador y muy productivo lo cual le agrega valor al Fondo y le permitirá muy posiblemente obtener elevados retornos si las empresas financiadas son exitosas. Se establecen participaciones máximas de dos años por inversión, lo cual puede ser un obstáculo, dado que el momento de desinvertir debe ser establecido a partir del proyecto en función de las condiciones del mercado y el desempeño que haya tenido la empresa.

El tiempo de salida debe tener cierta flexibilidad en caso de que se presenten dificultades en la empresa que obliguen a desinvertir o en el caso de que a los dos años no sea todavía prudente hacer la salida y sea más oportuno esperar más tiempo para que la empresa gane valor y los retornos sean más elevados. Por último, el FCR ParqueSoft no toma participación directa en las empresas que financia. Son los inversionistas de este Fondo quienes toman participación en el capital social de las empresas mediante un contrato de Cuentas en Participación.

- **Fondo Colciencias:** La política de Innovación y Desarrollo Tecnológico de Colciencias ha desarrollado un sistema integrado de financiamiento que apoya a

las empresas en el ciclo completo de la innovación. Los objetivos de los diferentes mecanismos financieros que se han implementado son: Alcanzar una mayor cobertura de los mecanismos de financiamiento de la innovación y el desarrollo tecnológico en las regiones, en las diferentes actividades económicas y en las micros, pequeñas, medianas y grandes empresas, es incrementar la eficiencia en la aplicación de los recursos para la innovación y el desarrollo tecnológico. Aumentar la inversión y articular las diferentes fuentes de financiación de la innovación y el desarrollo tecnológico que provengan de entidades públicas, y privadas. Este sistema de financiación a la innovación y el desarrollo tecnológico incluye:

- Capital semilla para la creación y fortalecimiento institucional de los Centros de Desarrollo Tecnológico -CDT-.
- Cofinanciación
- Capital de Riesgo
- Recursos no Reembolsables
- Incentivos fiscales a las empresas que invierten en innovación
- Recursos provenientes de la Ley 344 de 1996, Colciencias financia proyectos de Investigación en Ciencia, Tecnología e innovación que lleven a cabo entidades jurídicas ya sea de carácter privado, público o mixto, nacionales o con residencia en Colombia. Estos proyectos se seleccionan mediante convocatorias públicas que se realizan a lo largo de cada año. La financiación de los proyectos puede llegar hasta el 80% del valor total, en ningún caso Colciencias financia el 100% del costo de los proyectos.

CAPITULO III

3. EL CASO: FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA

En este capítulo se analizan los elementos que constituyen el FCRC, aspectos generales de su creación, antecedentes, fuente de los recursos, estructura jurídica y forma de operación, lo mismo que aspectos generales y desarrollo conceptuales propios de los FCR.

3.1 ASPECTO GENERAL DE COOMEVA

Comeva es una organización cooperativa de profesionales que se asocian para satisfacer necesidades comunes, mediante la producción y obtención de bienes y servicios y la generación de oportunidades para su desarrollo. Fue constituida en 1964 inicialmente por profesionales de la salud, pero a través de su desarrollo se dio apertura del vínculo a todas las demás profesiones.

Su filosofía gira en torno a los conceptos universales del cooperativismo de solidaridad y ayuda mutua, que de manera práctica se pueden interpretar como la unión de personas que procuran resolver necesidades comunes, tal como lo tiene definido la Asociación Cooperativa Internacional “una asociación autónoma de personas que se han unido de forma voluntaria para satisfacer sus necesidades y aspiraciones económicas, sociales y culturales comunes, mediante una empresa de propiedad conjunta y de gestión democrática” (ACI, 2003).

Esto ha llevado a que alrededor de Coomeva se congreguen 179.024⁷ asociados, los cuales buscan satisfacer necesidades de: salud, financieras, recreación y protección de su vida y bienes y en los últimos años se ha definido el fomento y apoyo a las iniciativas de desarrollo empresarial de los profesionales asociados mediante la creación de políticas y mecanismos formales que actúan en la motivación, capacitación, asesoría para el desarrollo de proyectos, mecanismos de financiación entre los cuales se destacan líneas de crédito específicas y la creación del FCRC, mecanismos de acceso a garantías, como consultoría cuando la empresa esta creada. Esto constituye una nueva línea de servicios coherente con la filosofía de promover el bienestar del asociado y contribuir al desarrollo del país.

En la actualidad Coomeva cuenta con 12 empresas y 6 unidades de negocio que se podrían distribuir en 4 sectores: financiero y previsión, salud y recreación, con unos ingresos anuales de \$1.7 billones y activos por \$1.9 billones, a diciembre de 2006.

Su estructura de Gobierno esta compuesta por una de Asamblea de 100 Delegados, elegidos por los asociados. La Asamblea a su vez, elige un Consejo de Administración, que es su órgano de administración permanente, compuesto por 9 miembros que se encargan de garantizar que la administración cumpla con las directrices y el direccionamiento establecido por la Asamblea y el mismo Consejo.

3.2 ANTECEDENTES DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA

La XXXVII Asamblea general de Delegados de Coomeva realizada el 23 de febrero de 2002, aprobó la destinación del 20% de los recursos del Fondo mutual para la recreación y la cultura, para actividades de Desarrollo Empresarial, y de

⁷ Número de asociados a la cooperativa a diciembre 31 de 2006

estos un 50% para la creación del FCRC; sobre el que se ha desarrollado el caso de análisis como parte de la investigación empírica del presente trabajo.

El FCRC tiene como propósito principal invertir en empresas de asociados de Coomeva que muestren oportunidades de rentabilidad y generación de desarrollo empresarial en los Asociados de la cooperativa.

Para el cumplimiento de este objetivo Coomeva delegó la conformación y puesta en marcha del FCRC en la Fundación Coomeva y celebró con esta un convenio para la administración de dichos recursos.

En el mes de mayo de 2002 se contrató un estudio con una firma de asesores externos para determinar la mejor forma de estructurar el FCRC, en cuanto a su forma jurídica, portafolio de inversiones, manejo operativo y mecanismos de salida.

En 2005 se pudo dar comienzo a las primeras inversiones del fondo, después de atender requerimiento de la Superintendencia de Economía Solidaria que exigió una aprobación explícita por parte de la Asamblea, correspondiendo las primeras inversiones con empresas de asociados dedicadas a actividades de fabricación de lámparas de gas, desarrollo de una franquicia de aseo a vehículos en parqueaderos y otros de tecnología.

3.3 FLUJO DE RECURSOS DEL FCRC

En general las fuentes de donde provienen los recursos con los cuales se realizan las inversiones de los FCR, se identifican en tres grupos:

- **Personas Naturales:** Inversionistas, que actúan individualmente sin pertenecer a ninguna firma o compañía, que se comprometen con este tipo de inversiones, con el propósito de promover las empresas y de obtener una

mayor rentabilidad y por ende poseen una menor aversión al riesgo. Estos sujetos generalmente se conocen como Ángeles. (Rodríguez, 2005).

- **Personas Jurídicas:** Este esta constituido por compañías privadas y corporaciones que se integran para crear fondos de inversión. Generalmente estas compañías buscan recursos de inversionistas privados, o son el resultado de la unión de varias personas. Este tipo de compañías son las más conocidas como fondos de capital de riesgo.
- **Organismos Estatales:** Esta fuente se origina en recursos estatales, los cuales son canalizados a través de instituciones públicas o privadas, con el propósito de promover determinados sectores de la economía.

En el caso aplicativo del FCRC, las fuentes de los recursos están determinadas así⁸:

- Los recursos de los asociados de Coomeva, aportados al FCRC.
- Los recursos de los asociados interesados en invertir en el FCRC (esta contemplada en los reglamentos, pero aun no se tiene desarrollada).
- Los recursos provenientes de inversionistas internacionales y nacionales (esta contemplada en los reglamentos, pero aun no se tiene desarrollada).
- Los rendimientos de los recursos del fideicomiso.
- Los recursos producto de la enajenación de las inversiones del fideicomiso.
- Las donaciones, contribuciones y auxilios de carácter patrimonial que reciba de otras entidades.

⁸ Reglamento para el manejo operativo del Fondo de Capital de Riesgo de Coomeva, del Fondo de Desarrollo Empresarial y del Fondo Mutal para el Desarrollo empresarial, la Recreación y la Cultura.

A partir de los recursos que se recaudan como aporte al Fondo Mutual de Recreación, de manera obligatoria para todos los asociados, en un valor equivalente a \$5.181 el 1.27% del SMMV. Dicho fondo distribuye el 20% de este valor \$1.036 es decir 0.25% del SMMV para desarrollo empresarial y de estos un 50% se asignan al FCRC, lo que corresponde a \$518 por asociado, con lo cual la contribución mensual al fondo es de \$90.650.000. (Gráfico 3.1.).

Gráfico N° 3.1. Flujo de recursos del FCRC



Fuente: FCRC Coomeva (2005).

En el momento de la constitución del patrimonio autónomo los recursos ascendían a cerca de \$ 1.000 millones. A octubre de 2006 el saldo del fondo es de \$2.700 millones aproximadamente, representados en 2 inversiones por valor de \$ 100 millones y \$ 2.600 millones fondos fiduciarios.

3.4 MARCO JURÍDICO DEL FCRC

En procura de establecer un marco normativo que garantice la existencia y viabilidad de los FCR y la factibilidad de sus inversiones, estableciendo mecanismos que propendan por la transparencia y el manejo especializado de los recursos que se incorporan en estas sociedades, los FCR se pueden convertir en una oportunidad de inversión, fortalecimiento de empresas y proyectos potencialmente rentables, con necesidades de financiamiento, como lo demuestran las experiencias internacionales tanto en América Latina, como en

Europa y Estados Unidos, por todo esto es relevante contar con una reglamentación que genere la confianza requerida para el nacimiento, desarrollo y fortalecimiento de los FCR en el país, que pueda atraer tanto inversión nacional como internacional.

El desarrollo de los FCR en el país se ha impulsado en los últimos años, generando inversión en diversos sectores. De acuerdo con la investigación realizada, los avances que existen en cuanto a normatización sobre este tema están enfocados a casos puntuales. A continuación se presenta una retrospectiva de lo que existe a la fecha con respecto al tema.

Los primeros acercamientos a una reglamentación donde se tenga como objetivo el fomento del desarrollo empresarial y económico del país se remiten al año 1993 con la Ley 101 cuando se creó un fondo de inversiones de capital de riesgo con el objetivo básico de financiar empresas de transformación y comercialización de productos agrícolas, pecuarios y pesquero, ya sea en la etapa de preinversión o el fortalecimiento de las mismas, estos recursos serían canalizados por el IDEMA⁹, el cual debía acompañar a la empresa hasta que alcanzara el nivel financiero adecuado para el retiro del instituto. En 1994 se constituyó formalmente determinando su funcionamiento sin personería jurídica, este operó entre 1994 y 1997, mediante la Resolución No. 00459 de 1997 se le dio independencia administrativa al fondo.

⁹ IDEMA Instituto de Desarrollo de Mercadeo Agropecuario, organismo del gobierno central adscrito al Ministerio de Agricultura y cuyo objetivo consistía en tener a su cargo la regulación del mercadeo de productos de origen agropecuario mediante la compra, venta, almacenamiento, importación y exportación de los mismos. Las funciones consistían en: a) estímulo a la producción agrícola a través de la compra a precios de sustentación b) estabilización de los precios por medio de la constitución de existencias reguladoras y c) Garantizar el abastecimiento a través de la intervención de las compras en el mercado nacional y de importación de productos deficitarios, complementarios al mantenimiento de existencias de transacción y reguladoras (Ballesteros, 1998). Fue liquidado por Decreto N°1675 del 31 de diciembre de 1997.

En 1996 mediante la Ley 344 se da un nuevo impulso a la financiación de proyectos para creación de empresas, destinando el 20% de los recursos aportados por las empresas sobre las nominas que recibe el SENA, para el fortalecimiento y desarrollo tecnológico y dejando la potestad al SENA para administrar y convenir los casos en que participara con sus recursos.

Posteriormente en julio 10 del 2000 con la Ley 590, se dictaron normas para promover el desarrollo de micro, medianas y pequeñas empresas, a raíz de esta norma se constituyeron los FCR Emprender, Fondo de financiamiento de comercio exterior y el *Mercurios Ventures S.A.*

La norma antes citada tenía como objetivo básico administrar el desarrollo empresarial de manera integral atendiendo los problemas que se presentan a su alrededor, fijando mecanismos que establecieran la oferta de mano de obra calificada, ingreso a mercados internacionales, el acceso a la tecnología y los tipos de financiación que podrán ser objeto de fuente de recursos para las micro, pequeñas y medianas empresas. Adicionalmente estableció la diferenciación entre cada una de estas, dependiendo del número de empleados y su valor de activos. De esta ley se puede destacar que se reglamento el FCR de las Mi-pymes rurales cuyo fin era fortalecer los productores agropecuarios de las zonas marginales.

En diciembre 27 de 2002 mediante la Ley 789, se definen los FCR como aquellos estructurados a través de un fondo de valores, de un fondo administrado por una sociedad administradora de inversión o de un fondo común especial, sometidos a la vigilancia de la Superintendencia de Valores o la Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera, cuyo objeto es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas distintas de las instituciones financieras.

En esta norma se determina la reglamentación de las inversiones de los FCR como también el origen y cuantía de los FCR con destinación a la protección del desempleado mediante programas de crédito para micro, pequeñas y medianas empresas, estableciendo el 35% de los recursos percibidos por las Cajas de compensación familiar en el fondo para el programa de promoción del empleo bajo la modalidad de creación de un FCR.

En el Decreto 2340 de agosto 19 de 2003, se reglamento 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 y/o FCR a Mayo de 2006, son (Isaacs, L. *et al*; 2006):

- 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.

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 1°. Artículo 2°. Artículo 3°.

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

- Decreto 2049 del 28 de Septiembre de 2001: Artículo 2°: Inversiones admisibles Artículo 4°: 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 3°: Recursos del Fondo para el Fomento del Empleo y Protección al Desempleado para programas de crédito para Micro, Pequeñas y Medianas empresas. Artículo 8°: Fondos de Capital de Riesgo. Artículo 9°: Régimen de inversiones en los Fondos de Capital de Riesgo. Artículo 10°: 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. (Fomin, 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.
-
- **Marco Institucional**, El entorno en el que se desarrollan los FCR en América Latina, salvo algunas excepciones (Chile), no dispone todavía de un marco

jurídico específico para el desarrollo de la actividad lo que provoca problemas que pueden agruparse así (Morrison *et al*, 2003):

- **Etapas de Due diligence**, los inversores se enfrentan con problemas derivados de las prácticas contables y la evaluación de los pasivos contingentes.
- **En la etapa de estructuración**, las leyes locales no contemplan la amplia gama de estructuras de capital necesarias para que los inversionistas y sus socios locales dispongan de la flexibilidad necesaria. A ello se aúna la ausencia de planes de opción de compra de acciones, los problemas de rescate o salida de las inversiones, y la dificultad para emitir bonos convertibles.
- **En la etapa post-inversión**, los inversores que adquieren participaciones minoritarias tienen dificultades para lograr la protección de sus derechos.
- **Respecto a la etapa de desinversión** existen numerosos elementos de incertidumbre de cara a exigir los acuerdos entre socios, pactados al inicio de la operación.

Todo ello repercute en un aumento de perfil de riesgo que, en ocasiones, puede desalentar la predisposición a invertir en este tipo de mecanismos.

De acuerdo con la Asociación latinoamericana de Capital de Riesgo (2005) los países con mayor oportunidad para la inversión de Capital de riesgo, exceptuando los Estados Unidos, son: Reino Unido, Israel, España, y en América Latina Chile y Brasil.

Chile cuenta con un marco legal para los FCR desde 1989, mejorado a través de dos reformas a la legislación en el año 2000 y el año 2001. En Chile los impuestos de renta generalmente se encuentran entre un 17% y 35%, dependiendo de la reinversión de las utilidades en la empresa y las ganancias de capital pagan la misma tasa de impuesto de renta, aunque existen excepciones para algunos papeles de alta bursatilidad. Los dividendos recibidos por los accionistas no tienen impuestos, es decir que no existe la doble tributación. Sin embargo los inversionistas no residentes si deben pagar el equivalente al impuesto de renta. Frente a la posibilidad de los fondos de pensiones de invertir en FCR la Ley de OPAS permitió a los Fondos de pensiones invertir hasta el 2.5% de sus activos en FCR. De igual forma en el año 2001 se aprobó una ley que permitía a los fondos mutuos y las compañías de seguro invertir en FCR (Ley 19.705).

En cuanto a Gobierno Corporativo este esta regulado en la misma ley, la cual permite que los inversionistas minoritarios con participación inferior al 10%, pudieran solicitar inspección externa. De igual forma regula la formación de Comités de auditoria, incrementa la responsabilidad de la gerencia en garantizar precios de mercado justos, establece los límites a la compra de acciones y opciones de la misma empresa por parte de los directivos, permite los mismos derechos a dueños de ADRs en el exterior que a los accionistas regulares y mejora la calidad de información que se entrega al mercado y al dueño de la empresa. (Wigodski, 2005).

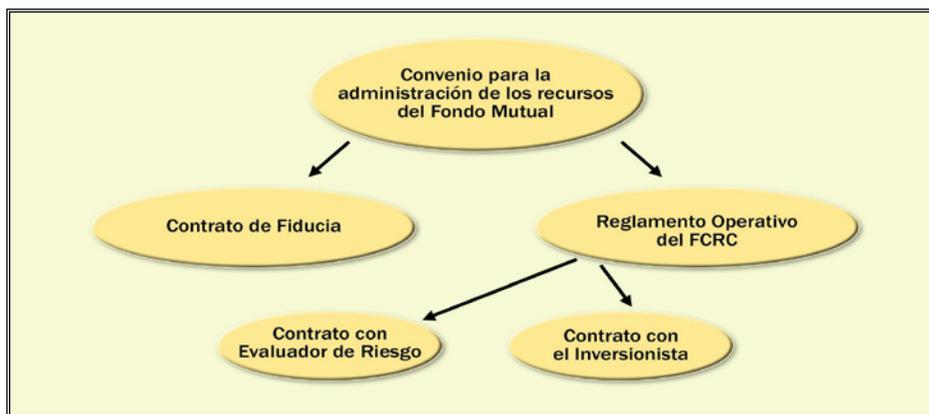
Es importante destacar que la situación en cuanto a legislación en el tema de gobierno Corporativo mejoró en Chile a partir de la ley: las reformas introducidas en la Ley de Opas y Gobiernos Corporativos tomaron en cuenta los principios recomendados internacionalmente y que luego de esto, Chile fue catalogado por analistas internacionales como el país que tenía las mejores prácticas en América Latina (Wigodski, 2005).

Al interior de Coomeva existe un marco jurídico compuesto por una serie de Convenios y contratos que regulan las actividades relacionadas con el FCRC. A continuación se hace un resumen de los aspectos principales.

3.4.1 Convenio para la administración de los recursos del Fondo Mutual para el Desarrollo Empresarial, la Recreación y la Cultura.

El convenio tiene como objeto la delegación de la administración de los recursos del Fondo Mutual que corresponden a desarrollo empresarial en la Fundación Coomeva.

Grafico 3.2 Esquema de operación



Fuente: elaboración propia

En el se consignan las obligaciones de la Fundación en cuanto a la administración de los recursos, la retribución que recibe por dicha administración, así como los montos de aprobación existentes para los proyectos que se presenten. Los proyectos presentados al FCRC que superen un valor de \$ 100 MM deberán ser aprobados por el Consejo de Administración de la Cooperativa.

3.4.2 Contrato de Fiducia Mercantil de Administración con Destinación Específica.

Es un contrato tripartito entre la Fiduciaria, Coomeva y la Fundación Coomeva, su objeto es la administración de los recursos que Coomeva transfiere a la Fiduciaria, los cuales se emplean para las inversiones del FCRC.

En este contrato se establecen las obligaciones de cada una de las partes, los criterios a tener en cuenta para las inversiones, las instancias de decisión y los mecanismos de salida de las inversiones, entre otros. A continuación se resumen los aspectos que se consideran más relevantes:

- **Obligaciones Fiduciaria**

- Enajenar/invertir cualquier activo/proyecto que componga el portafolio de inversión de acuerdo con las instrucciones del Comité.
- Mantener actualizada la información y documentos del fideicomiso.
- Llevar separada la contabilidad del Fideicomiso de la de la Fiduciaria.
- Custodia de acciones recibidas.

- **Obligaciones de Coomeva**

- Verificar los informes recibidos por la Fiduciaria.
- Remitir a la Fiduciaria copia de los estatutos de las empresas en que va invertir.
- Informar a la Fiduciaria acerca de las decisiones adoptadas en las Asambleas de las sociedades en las que se tengan inversiones.

- **Obligaciones de la Fundación Coomeva, promotor.**

- Coordinar la celebración del Comité de Inversiones.
- Informar a la Fiduciaria de cualquier evento que pueda comprometer la liquidez y/o solvencia de los proyectos en los que se ha invertido.
- Remitir información a la fiduciaria de forma trimestral que refleje los estados financieros de las sociedades donde se tenga inversión.

- **Comité de Inversiones**

El comité de inversiones es el ente encargado de decidir en que proyectos se invierten los recursos del FCRC. Está conformado por los siguientes miembros: 2 miembros de Junta Directiva de la Fundación Coomeva, el Director Ejecutivo de la

Fundación Coomeva, y su delegado, y 1 representante de la Dirección Financiera Corporativa. Asimismo podrán asistir un representante de la Fiduciaria y un representante de la firma ¹⁰evaluatora de riesgo, pero estos no tendrán voto.

Las funciones del Comité son:

- Aprobar la estructura de inversiones del Fideicomiso de acuerdo con el contemplado en el Reglamento de Inversiones.
- Aprobar los flujos de caja de las empresas de manera que los desembolsos se realicen de forma gradual para cada proyecto.
- Elaborar el reglamento de políticas de inversión del Fondo.
- Realizar un seguimiento al desempeño de las empresas en que se encuentren invertidos los recursos.

3.4.3 Contrato de Inversión.

El contrato de inversión tiene el objetivo de establecer las condiciones de inversión entre los emprendedores y el FCRC. A continuación se mencionan algunas de las condiciones del contrato:

- Sólo se invertirá en sociedades anónimas o comanditas por acciones, debidamente constituidas, que cumplan los requisitos legales y las exigencias de inversión del Fideicomiso.
- La sociedad declara haber surtido todo el trámite exigido por el Comité de Inversiones para la aprobación de la misma.
- Vencida la etapa de acompañamiento es decir el período estimado de la inversión, el cual se establece en un periodo mínimo de tres (3) años, sin perjuicio que el comité amplíe o disminuya el período en mención.

¹⁰ Firma evaluadora: Entidad evaluadora el proyecto desde el punto de vista de riesgo, el mercado, las finanzas y los intangibles.

- La fiduciaria, previa aprobación del comité procederá a enajenar las acciones en las sociedades en las cuales se haya realizado la inversión, la cual será ofrecida en primera instancia a los demás accionistas de la respectiva sociedad quienes tendrán la primera opción de compra; posteriormente, y en caso que la venta a los demás accionistas no se hubiere dado o se haya dado parcialmente, las acciones se ofrecerán a los propios inversionistas del Fideicomiso, distintos de la Cooperativa Médica del Valle y de profesionales de Colombia Coomeva y finalmente se ofrecerán a terceros. Este procedimiento no constituye en si mismo un derecho de preferencia de los señalados en el artículo 403 y siguientes del Código de Comercio, sino que es un mecanismo autónomo y propio establecido en el contrato de fiducia que dio lugar al fideicomiso.
- La fiduciaria previa aprobación del comité realizará las inversiones a que se refiere este convenio y el contrato de fiducia mismo, en aquellas sociedades que no tengan contemplado el derecho de preferencia a favor de los demás accionistas.
- A criterio del Comité de Inversiones y según lo estipulado en el contrato de Fiducia, la etapa de acompañamiento podrá ser menor o mayor al plazo general estipulado en tres (3) años.
- El procedimiento de enajenación de la inversión también se llevará a cabo cuando a juicio del comité, cualquier cambio que se proponga en el estatuto de la sociedad, derive en cambios sustanciales, de las condiciones bajo las cuales se realizó la inversión en ella.
- Se deberá contar con mínimo un representante del promotor, como miembro principal en la Junta Directiva de la sociedad, y en los casos en que se considere necesario, mínimo un representante del promotor en los demás organismos de administración de la sociedad.
- Al interior de la sociedad, solamente la Junta Directiva será el organismo autorizado para incrementar o modificar la estructura salarial de la sociedad,

debiendo contar tal decisión con el voto favorable del(os) miembro(s) representantes del promotor.

- La sociedad deberá implementar y mantener mecanismos de control, que limiten hasta un valor determinado en S.M.M.L.V las atribuciones del representante legal y demás personas autorizadas, facultades especiales para erogaciones superiores al mencionado límite.
- La sociedad deberá remitir al promotor dentro de los 10 primeros días calendario de cada mes los estados financieros de la sociedad con corte al mes correspondiente, debidamente certificados.
- La sociedad deberá asumir el costo de un programa de acompañamiento anual por valor de seis (6) SMMLV. El promotor elegirá la persona o entidad encargada de hacer este seguimiento.
- Toda información que suministre la sociedad y/o sus accionistas con ocasión a la inversión, debe ser veraz, fidedigna y no ocultar información relevante que haya debido ponerse en conocimiento del promotor.
- El valor de la inversión recibida por la sociedad es la suma de cincuenta millones de pesos que declara recibir de conformidad con los lineamientos establecidos en el convenio de inversión y el fideicomiso, que a su vez significa una participación de la empresa.
- En caso de vacíos de interpretación respecto del convenio de inversión, deberá remitirse en lo pertinente al fideicomiso.

Además el contrato contempla una cláusula penal: El desconocimiento de alguna de las obligaciones derivadas de las declaraciones de la sociedad y los accionistas, los harán responsables del pago de una suma equivalente al valor comercial de las acciones o de la inversión al momento de configurarse la causal de incumplimiento, suma que deberá ser pagada en moneda legal colombiana a favor de la fiduciaria como administradora del mencionado fideicomiso, para lo cual el contrato de inversión, junto con un dictamen pericial que evidencie el valor de las acciones, prestarán mérito ejecutivo, sin necesidad de requerimientos o

constituciones en mora, además de poderse exigir simultáneamente la ejecución o resolución del convenio mas indemnización de perjuicios.

3.5 OPERATIVIDAD DEL FCRC

En este apartado el objetivo es realizar un análisis al modelo de gestión y administración de los fondos de capital de riesgo visto desde la óptica del inversionista es decir del FCR conservando el modelo de aplicación práctica para el caso del FCRC, para lo cual se utilizaran los conceptos de gestión empresarial, planeación, ejecución y seguimiento.

3.5.1 Planeación del Fondo de Capital de riesgo.

En esta etapa se determina en que sectores de la industria el FCR realizará inversiones, los lineamientos de gestión, el control del mismo, partiendo de la planeación, posteriormente la administración y el control de los FCR. En la planeación del FCR se establece en primer lugar en que sector enfocará sus recursos, para este caso se utilizara la evaluación sectorial macroeconómica (Anif, 2005), seguido por los tipos de sociedades, las etapas de la empresa, la participación en la propiedad, los tiempos de duración de la inversión y la decisión de retiro.

La inversión o el aporte se realizan a largo plazo, entre 3 y 7 años, lo cual lleva al fondo a asumir un riesgo igual al del empresario, tanto de utilidad como de pérdida, de la inversión al FCR.

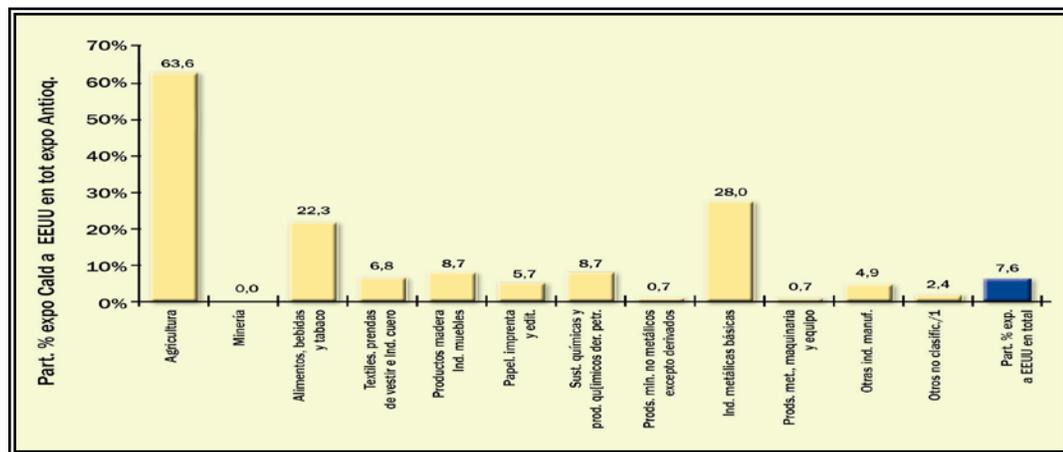
En el proceso de decisión de la inversión el FCR debe tener en cuenta que se puede invertir en empresas jóvenes que se encuentren en sectores de rápido crecimiento. El propósito es poder mantener mediante un portafolio de inversiones en compañías, los recursos aportados al fondo y en forma adicional dar apoyo administrativo mediante la participación en la junta directiva de las mismas.

Para establecer cuales deben ser los proyectos o empresas a tener en cuenta en la inversión del FCR, se debe estimar que sectores pueden ser susceptibles de requerir recursos, para ello se debe priorizar los de mayor potencial de crecimiento en la economía y posibilidades de exportación. Además, también se pueden realizar alianzas con incubadoras que permitan ubicar proyectos empresariales atractivos para el FCR, y con las universidades que tienen programas de emprendimiento, visto como una formula de fomento empresarial.

3.5.2. Evaluación Sectorial Macroeconómica

En la etapa de planeación del FCR, el análisis macroeconómico desempeña un papel importante en la selección del sector a partir de variables como el PIB, la inflación, el empleo estos aspectos tienen importancia para establecer que sectores de la industria son objeto de su participación.

Grafico 3.3. Comportamiento de las Exportaciones con destino EU



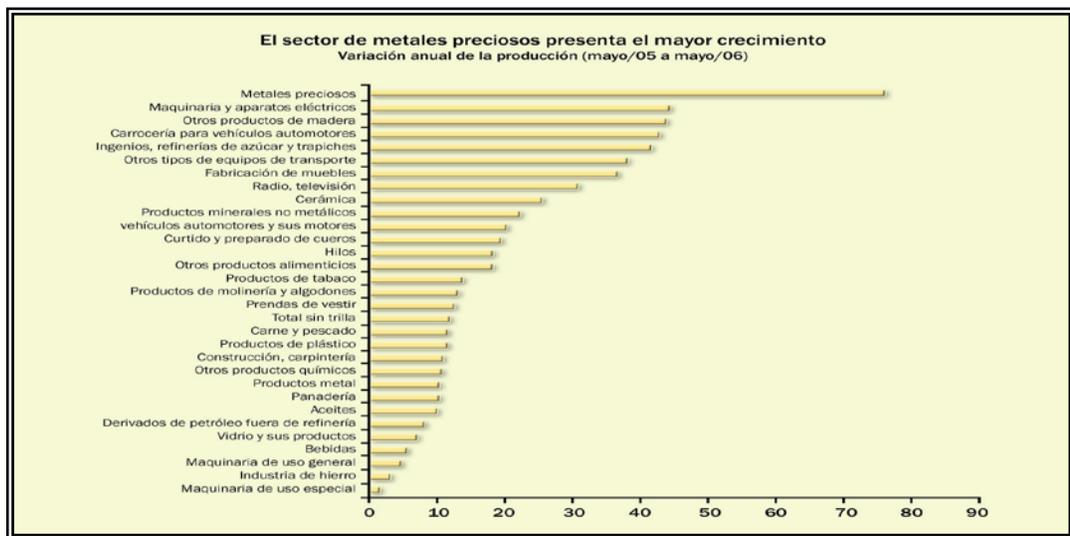
Fuente DANE (2006)

En Colombia se cuenta con diferentes fuentes de información privada y estatal destacándose la división macroeconómica de industria establecida por el DANE; donde se observa cuales son los sectores de mayor crecimiento. En estos sectores existen pequeñas y medianas empresas, que pueden ser consideradas

como susceptibles de aporte por parte de los FCR, pues en muchos casos requieren financiación y por los sistemas tradicionales algunas veces no pueden acceder a ellos.

Los diferentes estamentos nacionales realizan análisis macroeconómicos de los sectores de la industria y los segmentan teniendo en cuenta diversas variables, el caso del DANE y FEDESARROLLO enfocan sus análisis en los sectores de mayor nivel exportador.

Gráfico 3.4. Crecimiento Sectorial



Fuente: Fedesarrollo (2005)

La segmentación nos sirve para identificar que industrias son objeto de inversión por el FCR. Teniendo en cuenta que una de las estrategias del fondo es el ubicarse en las empresas o sectores de rápido crecimiento y que en el proceso de globalización estos sectores tienen mayores probabilidades de nuevos mercados, (en el gráfico 3.4) se presenta el comportamiento de las exportaciones con destino a los Estados Unidos, principal puerto de los productos colombianos seguido por Venezuela, Ecuador y Perú.

Igualmente como objeto de consideración se tiene el crecimiento en producción en el último año en sectores como: metales preciosos, maquinaria y equipos eléctricos y otros productos de la madera, no obstante existen otros exportadores como la agricultura y las industrias metálicas básicas (Cárdenas, 2005). Lo que nos permite acercarnos a la selección de sectores de la industria susceptibles de inversión o aporte.

La experiencia en países como Chile FIDES (2005)¹¹, en el cual ha generado un crecimiento importante a través de sus inversiones en empresas con orientación a la innovación, las tecnologías de software, mecánica, electrónica, gestión y, más recientemente biotecnología.

3.5.3 Tipo de Sociedad para constituir FCR y receptoras de recursos.

En general los FCR se pueden organizar formalmente a través de cualquiera de las formas jurídicas existentes de acuerdo con la legislación vigente en cada país, fundamentalmente el tipo de sociedad a través de la cual se organiza el FCR, debe corresponder con las necesidades de los accionistas y las características del propio Fondo. Los FCR pueden proyectarse como recursos que se constituyen al interior de otra sociedad creada exclusivamente para ese fin o que dentro de su objeto social puede desarrollar este tipo de actividades, como es el caso del FCRC.

El desarrollo de los FCR cuando captan recursos de un número importante de inversionistas debe realizarse por intermedio de sociedades especializadas y con autorización expresa para ello.

¹¹ FIDES : Sociedad de Capital Riesgo de referencia dentro de su segmento en España.

A manera de ejemplo se observa que en el Reino Unido la mayoría de los FCR se constituyen como "*Limited Partnerships*"¹². Tienen una duración limitada, que marca el plazo de las inversiones, a cuyo vencimiento será liquidado y repartidas las utilidades en la forma convenida en un plazo de duración que puede ir hasta 10 años. Tienen dos categorías de socios:

- *Limitad partners*: socios con una responsabilidad limitada a su aporte, son quienes aportan el capital para invertir y fijan las pautas a que deben someterse el general partners.
- Los *general partners* ¹³ socios administradores, que aportan conocimiento, experiencia y trabajo profesional. Administran los fondos y los invierten en proyectos, según instrucciones del *limited partner*, monitorean el avance de las inversiones y resuelven e instrumentan los mecanismos de salida, para recuperar la inversión.

Específicamente el FCRC se ha conformado como un patrimonio autónomo a través de un encargo Fiduciario de propiedad de Coomeva, pero administrado por la Fundación Coomeva en razón de su especialización en los temas de desarrollo empresarial. En el caso de decidir ampliar la captación a un número importante de inversionistas, se debe modificar la figura de administración actual a través del patrimonio autónomo para permitir la participación de los inversionistas.

En esa línea el tipo de sociedades donde se efectúan las inversiones del FCR es generalmente en sociedades anónimas debido a la mayor facilidad de entrada y la salida de las inversiones. En la reglamentación del FCRC existe la política de invertir en este tipo de sociedades lo que en principio representa una

¹² Limited partnerships: hace referencia a sociedades similares a las sociedades en comandita de Colombia. Pagina Web Crearcit.com (2006).

¹³ General Partners: equivale a los socios gestores de las sociedades

contradicción con la forma jurídica de Coomeva como empresa cooperativa y del origen de los recursos que proviene de los aportes de los cooperados.

3.5.4 Tipos de fondos, etapas de la empresa y de la inversión de los FCR

Se pueden efectuar distintas clasificaciones de los fondos de acuerdo a su forma de operación, objeto o fase de financiación:

- Según operen con "*private equity*" o "*venture capital*", dos formas de financiación con elementos comunes entre sí. El *venture capital* es una inversión en una empresa que inicia, o que se encuentra en una etapa de desarrollo temprana. *Private equity* es una inversión en empresas consolidadas, con historia y trayectoria.
- Según el tipo de la inversión se clasifican en: Fondos Generales, que invierten en cualquier tipo de proyecto, y Fondos Especializados por sector o industria.
- Según el estado de desarrollo de la empresa en que invierten: fondos que solo aportan capital para fases tempranas, como semilla, *start-up*, fondos para financiar etapas de desarrollo, y fondos que aportan para expansión de compañías ya consolidadas.

Teniendo en cuenta la etapa en la cual se encuentra la empresa en el momento de recibir la inversión, pueden ser clasificados los recursos como:

- El capital semilla, que consiste en inversión destinada a pruebas y primer desarrollo de productos.
- *Start-up* o capital de arranque, que se destina a empresas con menos de un año de constituidas, que requieren capital para gastos de mercadeo y desarrollo de productos.

- La financiación de primera ronda, son recursos destinados a iniciar la manufactura y venta de los productos de la empresa.
- Financiación de segunda ronda, consiste en capital de trabajo de firmas que han iniciado ventas pero aún no obtienen utilidades.
- Financiación de tercera ronda, inversión en compañías que han alcanzado el punto de equilibrio y buscan expansión y crecimiento.
- Financiación de cuarta ronda para compañías que van a transar en bolsa en periodo inferior a seis meses. (A.V Bruno *et al*, 1985).

Otro esquema de clasificación de las empresas es el planteado por Gompers (2002) él distingue 6 etapas:

- Start – up o arranque
- Desarrollo
- Beta, Shipping
- Etapa de rentabilidad.
- Reinicio (restart).

La principal diferencia con las etapas planteadas antes, radica en su última etapa, este autor adiciona la etapa de reinicio, que consiste en recapitalizar la empresa que va experimentar cambios sustanciales en su enfoque de producto o estrategia de mercadeo.

En países como Estados Unidos y el Reino Unido, se ha concebido que de acuerdo con la etapa de desarrollo en que se encuentre la empresa a si mismo requiere un tipo de inversión, este modelo esta asimilándose al caso de los FCR en Colombia (SENA, 2005).

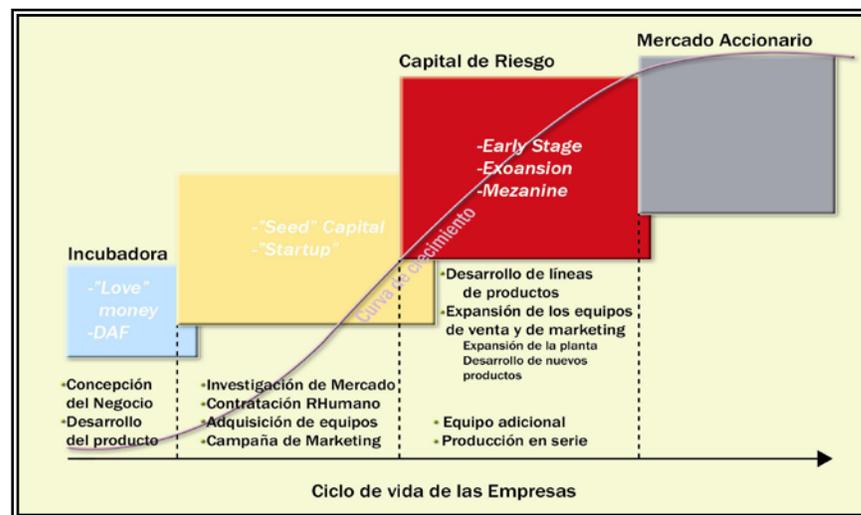
Las empresas tienen diversas etapas considerándolas desde el proyecto hasta la maduración del negocio. Dependiendo de estas existen diferentes aspectos que

se ajustan a las necesidades de la misma, lo que no limita que el FCR u otros actores puedan participar en cualquier etapa de la compañía.

En el momento en que se desarrolla el proyecto el primer acercamiento puede ser con una Incubadora, institución que permite la construcción del proyecto empresarial a partir de un producto o servicio, bajo un estimado de clientes potenciales que permitan la viabilidad de la iniciativa (Rodríguez, 2005)

En segunda instancia aparecen los Ángeles personas naturales distintas a la familia del emprendedor que financian proyectos empresariales a nombre propio, usualmente es la primera persona en creer en el negocio aportando no solo dinero sino también experiencia, acompañamiento y otros recursos que permitan ir cumpliendo con las etapas de la compañía.

Gráfico 3.5. Evolución de la empresa y etapas de inversión



Fuente: APE (2005)

Luego, los FCR pueden participar en la compañía en la etapa en que inicia su crecimiento con recursos que en muchos casos no alcanzan a ser aportados por los Angeles, lo que permite el ingreso de los FCR que buscan retornos de inversión acordes con su nivel de riesgo.

El FCRC se ha concentrado en la evaluación e inversión en proyectos en su primera etapa lo que conlleva asumir un mayor nivel de riesgo y asimilarse en las primeras etapas a las Incubadoras y los Ángeles.

Dentro de esta etapa se encuentra el lapso intermedio entre la inversión del fondo de capital de riesgo y la salida al mercado de valores de la empresa, etapas como la denominada *mezanine*: en el que puede enfocarse desde dos puntos de vista, el primero como una inversión de corto plazo que se realiza antes de la salida al mercado público de valores de la empresa o también puede ser vista como una deuda subordinada con menores privilegios que una deuda bancaria pero que conlleva una garantía.

En la última etapa se da la salida al mercado de valores mediante *IPO's*, en el mercado accionario.

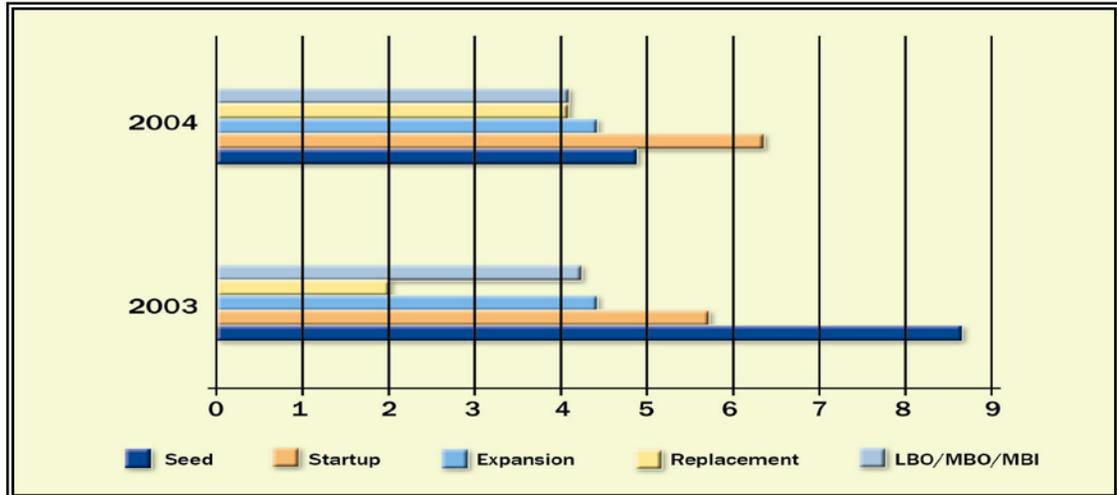
3.5.5 Duración de la inversión.

La inversión que realizan los FCR en las pequeñas y medianas empresas es de mediano y largo plazo, aunque no existe un parámetro teórico al referir como duración del aporte, se estima que el periodo para lograr la rentabilidad esperada por el inversionista es entre 3-7 años, pero dependiendo del sector esta duración puede cambiar, ya que existen empresas de tecnología en las cuales el retorno puede ser más rápido.

Como ejemplo está el caso de España, país en el cual la estancia media en las empresas desinvertidas en el 2004 se mantuvo en torno a 5 años, al igual que en 2002 y 2003. Los mayores periodos de permanencia de los Fondos de Capital de Riesgo corresponden a empresas con menor grado de desarrollo, mientras que en las empresas consolidadas, la estancia media se situó ligeramente por encima de los 4 años (ASCRI, 2005).

No obstante lo anterior, la medida de duración de la inversión del FCR dependerá de la rentabilidad de la inversión versus el riesgo incorporado en ella.

Gráfico 3.6. Permanencia Media en las Empresas Desinvertidas



Fuente: ASCRI (2005)

El FCRC tiene establecido en su reglamento una duración de la inversión por un periodo de 3 años, los que podrán ser modificados previo estudio realizado por el comité de inversiones.

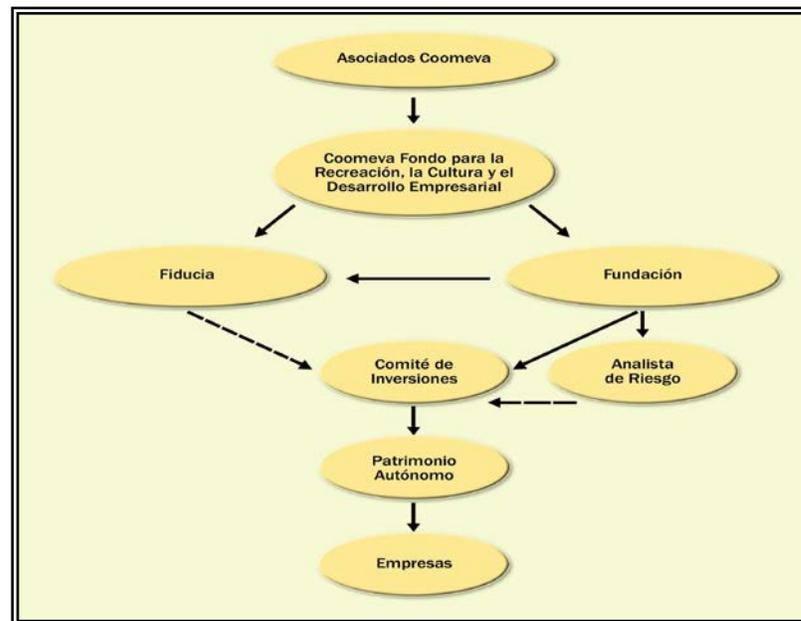
3.6 MODELO DE GESTIÓN DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO

La relación del FCR y las empresas no se limita únicamente a la participación vía aporte de capital también se realiza un acercamiento administrativo y participativo en el funcionamiento y operación de la compañía, la cual es monitoreada a través del manejo de los indicadores para cada proceso (Suñol, 2005).

El papel del equipo directivo es fundamental para proponer opciones estratégicas en las cuales el socio financiero debe tomar un papel principal en la aprobación de las mismas. El máximo órgano directivo que se establezca para la administración debe ser el encargado del seguimiento continuo de la ejecución de

la estrategia y los resultados. El grado de detalle de este seguimiento debe ir acorde con el tamaño de la empresa, la calidad y experiencia del equipo de dirección. El monitoreo debe ser constante por lo cual el FCR debe tener su participación y control a través de personal idóneo para la labor. Para ello se debe hacer un seguimiento continuo tanto de implementación como de resultados: se controla la implementación de la estrategia dentro del cronograma planteado en el proyecto, buscando los resultados esperados frente a lo planeado. Es decir, el seguimiento se estructura en dos partes, una cuantitativa operativa de control; y otra de gestión.

Grafico 3.7. Operación del FCRC



Fuente elaboración propia

En el caso del FCRC se tiene definida la participación de un delegado en las juntas directivas de las empresas objeto de inversión y otras condiciones relacionadas con reporte de información y control, pero se registra una debilidad en este modelo por no contar con instrumentos eficaces para desarrollar su gestión y el siguiente gráfico muestra su forma de operación de manera general.

3.7 DUE DILLIGENCE DEL FCRC

De acuerdo con el manual de mejores prácticas para sociedades gestoras de Capital de riesgo del BID el Due Dilligence contempla aspectos fiscales, contables, legales y laborales. A continuación se describe las principales consideraciones a tener en cada uno de ellos (BID, 2003):

En el aspecto legal antes de proceder a la materialización de una inversión, es absolutamente necesario efectuar una revisión en profundidad de su situación legal, así como sentar las bases del marco jurídico por el que se regirá la empresa: el tipo de empresa, el tratamiento fiscal de las inversiones, domicilio social de la empresa, organización y control de la documentación legal de la empresa, litigios, protección a la propiedad intelectual, apoyo al desarrollo de la propiedad intelectual, patentes y licencias, acuerdos de no competencia, derechos de veto, derechos de conversión y derechos preferentes en las acciones, presencia en la junta directiva, derechos especiales de voto, convenios, recompra de acciones, desembolso de capital progresivo.

Due dilligence laboral contable:

Aspectos mercantiles, contractuales y contenciosos, documentos societarios y mercantiles básicos, capital y socios, administración y poderes, autorizaciones, informes de auditoria y de contabilidad, contratos y acuerdos, pleitos y otro procedimientos, aspectos laborales y de seguridad social

Due dilligence fiscal:

Impuesto sobre sociedades, impuesto sobre el valor agregado, retenciones, impuestos locales, otros impuestos.

Para el caso del FCRC existe una oportunidad de mejora en el procedimiento, tan importante en la identificación y definición de las inversiones, ya que esta limitado a recibir por parte del proponente una información general que en primera

instancia es analizada por la Fundación Coomeva y posteriormente remitida al analista de riesgos, quien se concentra en el análisis de las cifras y proyecciones financieras, obviando gran parte de los procesos requeridos en un *Due Dilligence*.

3.8 ANÁLISIS DE LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN

En este apartado se presenta el mecanismo de evaluación con que cuenta el fondo a fin de evaluar los proyectos que son presentados con el propósito de obtener recursos del fondo.

3.8.1 Diagnostico y Valoración de Empresas.

Se deberá establecer un rango de valor de la empresa a la que se hará la inversión, el FCR, inicialmente diagnosticará su situación financiera, que este es uno de los aspectos más delicados de la operación del Fondo, por su papel determinante en la evaluación del proyecto y en lo que respecta a su viabilidad, especialmente por que de allí se derivaban las expectativas sobre el potencial rentabilidad.

No se pretende desarrollar una metodología exhaustiva de valoración y diagnostico de empresas, ya que existe mucha bibliografía al respecto, mas bien se trata de hacer un planteamiento de los aspectos relevantes en el análisis o diagnostico de la empresa y en su valoración, específicamente de cara a los FCR, para luego examinar la forma como se viene haciendo en el FCRC y finalmente plantear recomendaciones las cuales se registran en el capitulo correspondiente.

Una valoración se puede definir como una estimación de valor al que se esta dispuesto a comprar o vender la empresa, por lo tanto es evidente que corresponde con una opinión y no con un hecho determinante. De ahí precisamente su complejidad al estar sometido a una alta volatilidad por factores de mercado, del modelo de negocio que tengan los inversionistas, por las

personas asociadas a la gestión de la empresa e inclusive del momento histórico en que se este pensando hacer la inversión (Lopez, C. O. *et al*, 2004).

Por otro lado, el diagnostico financiero consiste en una metodología que permite conocer la salud financiera de la empresa a través del estudio de los estados financieros y su trayectoria reciente.

Con las anteriores definiciones, es conveniente comentar algunos elementos de importancia en estos análisis, especialmente para un FCR:

1. Mitos de la valoración: Insistiendo en la relevancia de la valoración de las empresas para los FCR, es importante retomar el planteamiento de Damodaran (2001) quien señala los siguientes mitos de la valoración de inversiones:
 - Mito 1: Una Valoración es una investigación para establecer el “verdadero” valor.
 - Mito 2: Una buena Valoración proporciona una estimación precisa del valor.
 - Mito 3: Un modelo más cuantitativo representa una mejor estimación

De lo anterior se puede concluir que los FCR deben contar con métodos y personas calificadas para el establecimiento de las estimaciones de valor de las posibles inversiones.

2. Factores que determinan el valor: Otro elemento fundamental de la valoración consiste en tener claro los factores que determinan el valor de la empresa, los cuales se pueden clasificar como internos y externos.

- Internos: Son los relacionados con la propia empresa, dependen de ella a través de sus decisiones, planteamiento estratégico, calidad de gestión es decir con la posibilidad de generar utilidades y flujos de caja positivos (Lopez C. O. *et al*; 2004).
 - Externos: Tienen que ver con su entorno con la normatividad que le corresponde actual y futura, con la industria a la que esta vinculado, con el desempeño económico local e internacional y con la tecnología, estos factores no depende de ella sino del entorno.
3. Razones para hacer una valoración: Otro factor importante a considerar en la valoración de la empresa es tener claro las razones por las cuales se hace. Es el caso específico de los FCR, donde se busca adquirir una participación en una empresa. Por ejemplo el acceso a la mayoría decisoria es uno de los aspectos determinantes del precio de la compra, pero existen otras razones como la fusión, la venta, la cesión parcial o total de sus activos, pasivos y contratos, la capitalización y la entrega para administración, las cuales tienen implicaciones en el establecimiento del precio.
 4. Métodos de valoración: existen muchos métodos de valoración de empresas, que pueden ser tenidos en cuenta para estimar el valor, bien sea adoptando alguno de manera específica o retomando varios métodos buscando una mejor aproximación. A continuación se mencionan algunos conocidos, clasificados en: estáticos, de mercado, mixtos y dinámicos :
 - Métodos Estáticos: Valor en Libros; Valor de Liquidación, Valor Sustancial.
 - Método Mixto: Método Clásico, Método de los Prácticos.

- Métodos de Dinámicos o de Proyección: Descuento del Flujo de Caja Libre Descontado Flujo de Utilidades; Valor de los Dividendos Descontados, Valoración mediante Opciones Reales.

- Métodos de mercado: Múltiplos de Compañías Comparables PER, Q de Tobin; Múltiplo de Compañías Transadas comparables.

A nivel general el *due diligence* implica una revisión detallada y con alta fundamentación técnica de la capacidad, calidad de la gestión, planes futuros de la empresa, sus activos y pasivos y las posibles contingencias de orden operativo y jurídico.

Tabla 3. 1 Proyectos Presentados a Coomeva

EMPRESA	ACTIVIDAD	EMPLEO	INVERSIÓN SOLICITADA	INVERSIÓN APROBADA	RENTABILIDAD ESPERADA AÑO %	APROBADO	MÉTODO DE VALORACIÓN
San Miguel	Producción y comercialización de productos alimenticios	10	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	20	Si	FCL - emprendedor se retiró del proceso
Fruggen	Productos lacteos con alto valor agregado	30	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	30	Si	FCL - emprendedor se retiró del proceso
Biostevia	Producción y comercialización de productos alimenticios	15	\$ 100.000.000	\$ 50.000.000	15	Si	FCL - emprendedor se retiró del proceso
Super 1	Venta de franquicias y lavados prepagados	22	\$ 100.000.000	\$ 50.000.000	22	Si	FCL
Lámparas Barcelo	Producción y distribución de lámparas a gas	5	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	18	Si	FCL
Promedan	UBA	50	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	32	Si	FCL
SABA Fund Raising	Obtención de Recursos Cooperación Internacional	8	\$ 50.000.000	\$ 50.000.000	60	Si	FCL
PARQUESOFT	6 proyectos presentados - Software	25	\$ 600.000.000	\$ 50.000.000	35	Pendiente	FLC
PORTAVIDA	Desarrollo y comercialización de tarjetas inteligentes	14	\$ 100.000.000	\$ 50.000.000	45	Si	FCL - Pendiente por desembolso
TOTAL			\$1.150.000.000	\$ 400.000.000			

Fuente: FCRC

El FCRC contempla un proceso de *due diligence*, de vital importancia en el establecimiento final de un estimativo de valor, especialmente por que las inversiones están enfocadas en Pymes, que cuentan con limitaciones de información. Este análisis debe contar con una valoración, el método utilizado es el de flujo de caja descontado; (Tabla 3.1):

Los métodos de diagnóstico financiero contemplan los siguientes aspectos:

- Análisis de liquidez: busca establecer la situación de liquidez de la empresa a partir de los análisis operativos y de capital de largo plazo.
- Análisis operativo: Consiste en conocer la eficiencia con la que se están manejando los activos de la empresa.
- Análisis de endeudamiento: Busca establecer el nivel de apalancamiento financiero de la empresa.
- Análisis de rentabilidad: revisa la situación de rentabilidad de la empresa tanto de la operación de los activos como de los márgenes frente a los ingresos.

Entre los métodos de valoración se encuentra: el Flujo de Caja Descontado el cual integra tres componentes fundamentales para su estructuración:

- Las proyecciones financieras de las cuales se obtiene el flujo de caja
- El cálculo del costo de capital :
- El cálculo del valor de continuidad o valor residual.

El primer componente: la proyección del flujo de caja libre, consiste en estimar la capacidad de generación de caja para los inversionistas por parte de la empresa, y refleja en cifras el efecto de las variables internas y externas. Generalmente estas proyecciones de la empresa se llevan a un horizonte de tiempo que oscila entre 3 y 5 años.

El flujo de caja trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero *cash flows* que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos. Esto quiere decir que mediante este método se considera a la empresa en la que

se desea invertir como un ente generador de flujos de fondos y para obtener su valor se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa apropiada.

El valor patrimonial de la empresa a valorar mediante el descuento de flujo de caja libre se expresa de manera resumida como (Lopez C. O. *et al*; 2004):

$$\begin{aligned} &+ \text{Valor presente del Flujo de Caja Libre del período relevante de análisis} \\ &+ \text{Valor presente del Valor Residual} \\ &= \text{Valor del Negocio} \\ &+ \text{Valor Activos no operacionales} \\ &- \text{Valor Estimado de la deuda} \\ &= \text{Valor del Patrimonio} \end{aligned}$$

El flujo de caja libre puede ser presentado:

$$\begin{aligned} &\text{UAI Utilidad antes de intereses e impuestos} \\ &-\text{impuestos aplicados sobre UAI} \\ &=\text{Utilidad operativa antes de intereses} \\ &+\text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ &= \text{Flujo de Caja operativo} \\ &(+ \text{ o } -) \text{ Cambio en el Capital de trabajo neto operativo} \\ &(+ \text{ o } -) \text{ Cambio en activos fijos} \\ &= \text{Flujo de Caja Libre} \end{aligned}$$

El flujo de caja libre se descuenta a la tasa *WACC*, para obtener su valor presente.

El segundo componente, costo de capital corresponde a la tasa que debe ser utilizada para descontar los flujos de caja y el valor de continuidad, esta variable es de gran importancia por la sensibilidad que adquiere la valoración a sus cambios.

Su conformación esta compuesta por dos variables, el costo de mercado la deuda de la empresa y el costo de oportunidad de los accionistas.

Para el cálculo del costo de oportunidad de los accionistas se utiliza el modelo *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) que permite relacionar el costo de oportunidad de la inversión con el riesgo específico asociado. Este método es conocido como modelo de valoración de activos financieros, estima la tasa de retorno que buscan obtener los accionistas sobre su capital invertido en función del riesgo del negocio. Las variables que le determinan corresponden a la tasa de rendimientos libre de riesgo y la prima de riesgo.

Para su mayor comprensión presentamos su formulación:

Modelo CAPM

$$E(R_s) = R_f + \beta_s [E(R_m) - R_f] \quad \text{Formula No.1}$$

Siendo:

E(Rs):	Tasa de retorno requerida para el activo "s"
Rf:	Tasa de interés libre de riesgo
Bs:	Coficiente de beta para el activo "s"
E (Rm) :	Tasa de retorno esperada del portafolio del mercado total de Activos riesgosos.

El modelo *CAPM*, establece el costo del patrimonio, conjuntamente con el costo de la deuda financiera sirve para establecer el costo ponderado de capital o *Weight Average Cost of Capital* (en adelante *WACC*).

El tercer elemento es el valor de continuidad; este valor establece la suma que se debe adicionar a la valoración arrojada por las proyecciones, en algunos casos se le asocia con un valor de salvamento. Se determina asociando el último flujo de caja, de la proyección, con la tasa de descuento y con el crecimiento de la empresa, en ese sentido tiene un alto grado de incertidumbre, por lo que es

conveniente analizar esta cifra por separado y determinar una porcentaje máximo de su peso en la valoración. El FCRC contempla el valor de continuidad en un 50% de su valor.

3.8.2 Teoría de Portafolios y Valoración del Portafolio.

Para los FCR se identifica como un factor clave de éxito, la implementación de metodologías que permitan mejorar la calidad de la gestión de los mismos, teniendo en cuenta los elementos planteados en la teoría de portafolios. Para el caso del FCRC, se reconoce que estos elementos están prácticamente ausentes, en su actual reglamentación, ya que solo se hace mención a algunos de sus criterios, por lo que este aparte se considera como un aporte o recomendación para su adopción.

3.8.3 Riesgo como portafolio.

En 1952, Harry M. Markowitz publicaron un trabajo de investigación que es visto como el origen de la moderna teoría de portafolios. Comienza con un inversor Individual o institucional, el cual tiene una determinada suma de dinero para invertir hoy. Y la invierte por un período determinado. Al terminar este período el inversor vende su tenencia y luego consume o reinvierte nuevamente, o hace ambas cosas (Sharpe, 1990).

El objetivo de la teoría de portafolios consiste en diversificar las inversiones, de manera tal, que se logren niveles superiores de rentabilidad a niveles inferiores o iguales de riesgo, es decir manejo portafolios eficientes.

Esta teoría se sustenta en el análisis histórico de las rentabilidades y desviaciones de los activos que conforman un portafolio, así como de las correlaciones existentes entre los mismos. A partir de este análisis, se asigna un peso ideal a cada activo que depende del nivel de riesgo deseado. En los FCR esta teoría cobra gran importancia porque se convierte en un mecanismo para

disminuir el riesgo de las inversiones en empresas, a través de la inversión en diferentes sectores económicos que permitan tener un portafolio diversificado.

Pese a lo anterior, existen algunos inconvenientes para su aplicación práctica, relacionados principalmente con la dificultad para obtener la información histórica necesaria, para realizar los cálculos econométricos en los que se sustenta la teoría de portafolios, que generalmente es aplicada a títulos transados en bolsa.

Es importante desarrollar otros conceptos de riesgo que también deben tenerse en cuenta para la administración del fondo.

Riesgo estratégico: Consistente en el riesgo asociado a la actividad propia de las empresas sujeto de inversión y de su propio desempeño, en lo relacionado con la calidad de la gestión, también se puede incluir en esta categoría los asociados al comportamiento de las diferentes industrias donde se hacen las inversiones.

Riesgo de mercado *Value at Risk* (en adelante VAR): Teniendo en cuenta que las inversiones del FCRC se pueden agrupar en dos tipos: el primero la inversión en empresas las cuales presenta limitaciones importantes para ajustarse a esta metodología, la segunda es la inversión en títulos valores del mercado de capitales los cuales pueden ser sujetos de evaluación de riesgo a través de esta metodología.

Para la valoración de portafolios existen métodos como el *VAR*, el cual para el caso del FCRC es gestionado por la Fiduciaria responsable de la administración del patrimonio autónomo al que se derivan todos los recursos destinados a las inversiones. El riesgo de capital, y específicamente el *VAR*, se define como el valor de la pérdida máxima que una institución financiera podría observar por una determinada posición de inversión asumida o por la composición de carteras de inversión durante un período, en el caso de presentarse un cambio en los factores

de riesgo, durante un horizonte de inversión definido y con un nivel de probabilidad determinado. Es decir es una metodología cuya finalidad básica es medir cuanto puede perder una cartera en un periodo determinado de tiempo y un nivel de confianza dado, su objetivo básico es la administración del riesgo. La forma de medición de este concepto puede variar, el VAR puede referirse a un día o a una semana, o tener distintos intervalos de confianza, la forma en la que se calcula estadísticamente este dato varía.

Riesgo crédito: El riesgo crédito se presenta cuando las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir sus obligaciones contractuales. Su efecto se mide por el costo de la reposición de flujos de efectivo si la otra parte incumple. En términos generales, el riesgo crédito también puede conducir a pérdidas cuando los deudores son clasificados duramente por las agencias crediticias, generando con ello una caída en el valor de mercado de sus obligaciones. Este tipo de riesgo se encuentra en las empresas, por la cartera propia de su operación o en los FCR directamente con respecto a la posibilidad de recuperación de las inversiones, especialmente cuando se tiene pactados compromisos de recompra *Buy Back*.

Riesgo de liquidez: Existen dos clases principales de riesgo de liquidez. El primero se presenta cuando una transacción no puede ser conducida a los precios prevalecientes en el mercado debido a una baja operatividad en el mercado. El segundo tipo de riesgo se refiere a la incapacidad de conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios, lo cual puede forzar a una liquidación anticipada, transformando en consecuencia las pérdidas en papel en pérdidas realizadas. En este tipo de riesgos se pueden clasificar los riesgos de los FCR asociados a la necesidad de hacer reinversiones en las empresas o aquellos que dificultan la salida de las inversiones en los tiempos previamente definidos.

Riesgo operacional: El riesgo operacional se refiere a las pérdidas potenciales resultantes de sistemas inadecuados, fallas administrativas, controles defectuosos, fraude, o error humano. Esto incluye riesgo de ejecución, que abarca situaciones donde se falla en la ejecución de las operaciones, algunas veces conduciendo a retrasos o penalizaciones costosas. El riesgo operacional también incluye fraudes, situaciones donde los operadores falsifican intencionalmente información, no la entregan oportunamente o desvían los recursos o no cuentan con la capacidad para gerenciar el proyecto estos los denominan como riesgos de agencia y el riesgo tecnológico, que se refiere a la necesidad de proteger los sistemas del acceso no autorizado y de la interferencia.

Riesgo legal: El riesgo legal se presenta cuando una contraparte no tiene la autoridad legal o regulatoria para realizar una transacción. Puede degenerar en conflictos entre los accionistas contra las empresas que sufren grandes pérdidas. Se relaciona directamente con el riesgo crédito e incluye el riesgo regulatorio, el cual hace referencia a actividades que podrían quebrantar normativas gubernamentales, tales como la manipulación del mercado, la operación con información privilegiada y restricciones de convencionalidad.

3.8.2.2 Valoración de portafolios.

El portafolio del FCRC esta compuesto por títulos valores de riesgo moderado y las inversiones empresariales. Los primeros se valoran a precios de mercado, metodología altamente conocida y aplicada. Las inversiones empresariales no cuentan con sistema de valoración, por lo que se registran por el valor intrínseco de la inversión, ajustado trimestralmente a partir de la información contable enviada por los emprendedores.

Se encuentra una oportunidad de mejora en el desarrollo de un sistema de valoración del portafolio que involucre factores adicionales al contable al momento de valorar las inversiones empresariales. De esta forma se podría conocer la

evolución y rentabilidad de las inversiones. Para lo anterior se hace necesario realizar valoraciones periódicas, lo que resulta complejo debido a las variables que involucra además de los costos asociados al proceso. (anexo 6. contiene un desarrollo teórico más profundo).

3.8.3 Criterios de inversión del FCRC.

La firma evaluadora diagnostica los siguientes apartados de acuerdo a la información suministrada por el asociado sobre el proyecto:

- Accionistas / Gerencia: Se evalúan las capacidades gerenciales y de respaldo de la empresa, se enfatiza en la capacidad gerencial, comercial, conocimiento del negocio y capacidad estratégica.
- Mercado / Mercadeo y Ventas: Se evalúan las estrategias de mercadeo y de producto diseñadas con el objeto de tener ingresos crecientes y aceptación de los productos y servicios.
- Finanzas: Se evalúa la viabilidad de la empresa en términos financieros, en este apartado se estudia la estructura de ingresos, costos y gastos reflejados en el Flujo de Caja y estados financieros, se estudian además estrategias de tipo financiero y las tendencias de los diferentes indicadores.
- Intangibles: Se miden los crecimientos potenciales, alianzas estratégicas, grupo humano, marcas, contratos, patentes, y los riesgos implícitos del sector y del negocio.

Otro criterio de inversión consiste en definir un límite máximo del 20% de los recursos del saldo neto del fondo, en un mismo Grupo Empresarial definido en los términos del Código de Comercio.

Del total del FCRC se deberá conservar siempre un 20%, parte del cual se destinará a gastos de administración del Fideicomiso según se establece en el contrato de Fiducia.

3.9 RENTABILIDAD DEL PORTAFOLIO

Los FCR en general como el FCRC, tienen una responsabilidad primaria básica como es la de generar una rentabilidad para sus inversionistas, superior a los promedios del mercado y acorde a las niveles de riesgo que asumen.

Para los Inversionistas estará dada por: los intereses obtenidos en las inversiones de renta fija, sobre el valor no invertido en empresas y por los dividendos y las valorizaciones de la enajenación de las acciones. Hasta tanto se realice la venta la rentabilidad se medirá a partir de las valoraciones de las acciones según el método que se adopte, a continuación se desarrollan estos criterios de rentabilidad:

- Inversiones del Remanente de liquidez: Parte de la rentabilidad de los FCR, se obtienen de las inversiones que efectúan con el remante de liquidez de las inversiones en empresas, por ello los fondos deben estructurar formulas que les permitan obtener rentabilidad de estos recursos.
- Dividendos: En realidad las inversiones de FCR no tienen teóricamente fincada su mayor proporción de rentabilidad en el factor dividendo, fundamentalmente por dos razones, la primera por ser inversiones de transito en la empresa, es decir que permanecen en ella mientras la empresa esta en su etapa de desarrollo, con énfasis en las inversiones, donde las posibilidades de distribuir dividendos es mínima, por lo que se define que solo a partir del segundo o tercer año de operación la empresa estará en condiciones de distribuir dividendos, sin embargo es muy importante que la empresa receptora de los recursos tenga claro este compromiso, incluido en los acuerdos de inversión, como lo tiene el FCRC con la definición de dos años. La segunda radica, en que en esencia los FCR buscan su mayor rentabilidad en el otro factor, la valorización, por que una vez los dividendos se dan, tienden a nivelarse en el tiempo con las rentabilidades promedio del mercado,

lo que hace que pierdan atractivo para los FCR, o que pasen a ser parte del portafolio de unos FCR de menor perfil de riesgo; sin embargo es vital para garantizar la salida de los recursos que los dividendos estén presentes.

- **Valorización:** Consiste en la rentabilidad producida por la diferencia entre el valor de la inversión y el valor de la venta de la participación en la empresa por parte del FCR, aquí juega un papel importante el valor de adquisición, como ya se explicó; pero igualmente depende del desempeño de la empresa, del logro de su desarrollo, como de su potencialidad futura de generación de utilidades y distribución de dividendos, en la posibilidad de poderlas vender a un buen precio. Este factor de la rentabilidad por valorización esta altamente relacionado con la calidad de la gestión de la empresa, con su capacidad de generar utilidades futuras, de el dependen dos factores claves de éxito de los fondos, la posibilidad de salida y la rentabilidad por valorización.
- **Precio de Compra:** El precio de la inversión inicial es determinante a la hora de calcular la rentabilidad para el fondo, a través de los dividendos y de la venta de las acciones. Se debe tener presente que cerca de un 60% de empresas que inician fracasan o no alcanzan los niveles de desarrollo esperado, lo que implica que las inversiones que no son exitosas deben ser cubiertas por las que si lo son; de ahí, la importancia de los precios de adquisición.

Frente al caso específico del FCRC no se cuenta con una experiencia de rentabilidad, en razón a lo reciente de sus primeras inversiones, pero si se identifican unas limitaciones en los mecanismos de valoración, acerca de las cuales se hacen recomendaciones en el aparte correspondiente.

3.10 MECANISMOS DE SALIDA

El mecanismo de salida en los FCR es el mecanismo primario a través del cuál los fondos pueden realizar la recuperación de sus inversiones originales más la valorización de las mismas. Contar con mecanismos claros y expeditos de salida, constituye un elemento fundamental en el proceso de evaluación-inversión-

valorización-retiro. Las alternativas de salida por lo tanto son fundamentales en la financiación de capital de riesgo (Schwienbacher 2002).

Es necesario que todos los actores tengan claro el papel de los recursos del FCR, especialmente los emprendedores quienes deben tener claro que los inversionistas querrán en algún momento salir de la inversión. Si el emprendedor desea conservar la compañía y gerenciarla el mismo, deberá proyectar la necesidad de recursos o su consecución para comprar la participación del inversionista. De otra forma, la empresa muy seguramente será vendida a un tercero lo que es conocido como *trade sale* en terminología inglesa. Por lo anterior es importante que exista un mecanismo de salida desarrollado.

La identificación de las estrategias de salida es parte fundamental del proceso de *Due diligence* que llevan a cabo los FCR antes de invertir en determinada empresa, si no existe la posibilidad de que las acciones se vuelvan líquidas los inversionistas no entrarán en la empresa. La salida es una parte fundamental del negocio de capital de riesgo. (Schwienbacher, 2002)

Adicionalmente, la salida es importante para los fondos ya que los proveedores de capital o inversionistas necesitan un mecanismo para evaluar las habilidades del fondo en términos de rentabilidad y liquidez de sus inversiones, y decidir si están dispuestos a comprometer recursos adicionales en ellos. Los FCR emiten una señal atractiva saliendo de una forma exitosa de sus inversiones. (Schwienbacher, 2002)

De acuerdo con Douglas J. Cumming *et al* (2001) de forma general los FCR salen de sus inversiones a través de los siguientes métodos:

- **Recompra:** El FCR, venderá su participación a los emprendedores conocida como *Buy Back* y a los otros accionistas, esta alternativa es una de las de

mayor posibilidad, por las dificultades de orden institucional, entre ellas el precario desarrollo del mercado de capital para las pequeñas empresas. Su posibilidad real dependerá de la proyección de caja, de desarrollo y en algunos casos de mayor libertad para sus gestores en el gobierno y la toma de decisiones respecto de la empresa.

- **Venta secundaria:** En la venta secundaria el fondo vende las acciones a un tercero o socio estratégico. Esta opción difiere de la adquisición en que los emprendedores mantienen su participación y sólo se vende la parte correspondiente al FCR.
- **Oferta pública Inicial (IPO):** es la oferta inicial y venta de las acciones de una compañía al público por primera vez. Esto resulta en una transformación desde el ámbito privado hacia el mercado de empresas públicas. La mayoría de las empresas acude a la bolsa de valores en busca de financiamiento para crecer en sus respectivos mercados, a través del desarrollo de nuevos proyectos, la incorporación de nuevos modelos de negocio a largo plazo, o adquisiciones de otras empresas. Las *IPOs* tienen lugar cuando una compañía determina que sus acciones deben ser objeto de transacciones públicas en el mercado de valores. (Gattás, 2001). El fondo generalmente retendrá sus acciones en el momento de la IPO y las venderá al mercado meses o años después.
- **Adquisición – Trade Sale:** El fondo y los otros inversionistas, pueden vender la firma completa a un tercero, este mecanismo de salida hace referencia a una adquisición, generalmente el comprador es un inversionista estratégico de mayor tamaño, en el mismo o similar negocio de la firma adquirida, que busca fusionar algún producto o tecnología con la suya, ya sea a través de una integración vertical u horizontal. Las adquisiciones estratégicas generalmente involucran la fusión de 2 compañías con una relación contractual previa como proveedores de insumos o licencias. Este mecanismo de salida se puede llevar a cabo mediante la entrega de acciones de la nueva compañía fusionada a cambio de la participación, esta opción no es la más deseada por

los FCR, quienes desean realizar sus inversiones y tener su rentabilidad, pero es una alternativa viable que se puede considerar como una reinversión.

- Liquidación: Se debe considerar como se procederá si el proyecto fracasa siendo necesaria su liquidación, indicando la prioridad de recuperación de los recursos del FCR.

Adicionalmente se pueden mencionar otros mecanismos, mucho más sofisticados de desinversión como el *Dual-Track* que se da cuando una compañía prepara simultáneamente una salida a bolsa y una venta privada. El objetivo de la estrategia, puede ser tanto el maximizar el precio creando tensión competitiva entre los mercados de capital y los inversores privados, como un mecanismo para incrementar las posibilidades de llegar a realizar la venta o bien una combinación de ambos¹⁴.

En Estados Unidos, dado el tamaño del mercado de capital y las facilidades existentes para que las empresas puedan volverse públicas, el mecanismo más utilizado y de mayor éxito para los FCR ha sido la IPO.

En España el mecanismo de salida más utilizado en el 2005 fue la recompra de participaciones por parte de los accionistas originales (31,3% del volumen total desinvertido a 30.09.05), seguido de la venta a terceros (30,9%) y de la venta a otra entidad de capital riesgo (24,8%). Estas últimas, denominadas *secondary buy-outs* están siendo más frecuentes en España, al igual que en los países líderes del capital riesgo Europeo, quienes presentan un comportamiento similar, en los años 2004 y 2005 (ASCRI 2005). Los mecanismos de salida¹⁵ varían en unión del éxito de la inversión a través de las diferentes opciones mencionadas. No obstante, cabe la posibilidad de que el fondo se quede con acciones de las pymes que no puedan venderse por diferentes razones, la principal es el pobre

¹⁴ Eduardo Coca - Senior Associate - DLA Piper Rudnick Gray Cary 2005

¹⁵ Comisión Europea para el capital de riesgo 2002

desempeño de la compañía y otras relacionadas con su forma de gobierno y desempeño gerencial.

Grafico 3.8. Mecanismos de Salida



Fuente ASCRI

En Latinoamérica los mecanismos de salida pueden ser un inconveniente por la dificultad que existe para que las empresas salgan al mercado público. Con independencia de los mecanismos destinados a posibilitar la salida a bolsa de una determinada empresa que normalmente no se contemplan en el caso de las pequeñas y medianas empresas excepto que tengan un altísimo potencial de crecimiento, se deben utilizar otros mecanismos de tipo contractual que faciliten la salida a los inversionistas, como los descritos a continuación (BID, 2005):

- Cláusulas *Drag-Along*: cláusulas que en el caso que el inversor reciba una oferta de un tercero interesado en comprar la compañía, obligan al resto de accionistas a vender aquella cantidad de acciones que haga posible la venta.
- Cláusulas *Tag-Along*: cláusulas que permiten participar al inversor en la venta de acciones a un tercero, conjunta y proporcionalmente a la venta que vayan a realizar los accionistas, similar a los derechos de preferencia o a las ofertas publicas de adquisición (OPA).

- Derechos de Redención (*put-option*) son derechos que dispone el inversor frente a la empresa para que su participación sea recomprada a un precio convenido y en un periodo de tiempo predeterminado. Aunque se asimila mucho al préstamo es una excelente opción, ya que tiene un componente mayor de riesgo al participar del capital y de las utilidades potenciales, pero a su vez resuelve uno de los dilemas más difíciles como es la salida de la inversión, haciendo que los inversionistas y los emprendedores conjuntamente hagan su mejor esfuerzo por viabilizar la inversión.

Adicional a los mecanismos mencionados anteriormente existen otros métodos que surgen como complemento y buscan facilitar la salida de las inversiones:

- Financiación Mezzanine (Mezzanine Capital) A partir del momento en que la compañía haya superado los riesgos de la etapa temprana, se podrá acceder a la financiación Mezzanine, algunos emprendedores utilizan esta modalidad con el propósito de ubicarse en una mejor posición para negociar una operación de venta. Es generalmente utilizada para obtener capital para realizar una IPO, para una compra apalancada, o una expansión. Los prestamistas Mezzanine, son típicamente instituciones financieras, compañías financieras comerciales, fondos de pensión y fondos de inversión privada (Gattás, 2001). La financiación mezzanine involucra la consecución de un tercero que efectúa la labor de financiación sobre los recursos requeridos posteriormente en el momento de realizar la IPO este inversionista se beneficia por el margen obtenido entre el valor de compra y el de venta de las acciones de la sociedad.
- Plan de opciones de acciones para empleados¹⁶ este instrumento es utilizado como una fuente de fondos para empresas existentes que cuentan con un alto

¹⁶ Employee Stock Option Plan – ESOP, en inglés

grado de confianza respecto a la estabilidad de sus futuras ganancias y flujos de fondos (Gattás, de 2001).

- Oferta de Deuda: Instrumento de deuda que se vende a inversionistas privados, generalmente con la oferta de garantías para comprar acciones en el futuro a un precio determinado, en el cual el inversionista puede o no hacer uso de esta opción, algo similar a las opciones *call*.
- Crédito de puente: Se hace un préstamo a los inversionistas para que estos puedan readquirir las acciones.

3.10.1 Salida en el FCRC.

El FCRC tiene establecido dentro de su reglamento que la salida de las inversiones se dará en primera instancia a través de la venta a los mismos accionistas, lo que se conoce como una recompra, en segunda instancia a través de otros inversionistas del fondo lo que podría ser a través de una adquisición o una venta secundaria, y por última opción de venta a terceros, tal como se describe a continuación:

Al culminar la etapa de acompañamiento o en el momento que así lo indique el comité de inversiones de proyectos, las acciones y participaciones del fideicomiso en las empresas y proyectos, serán ofrecidas en primera instancia a los demás accionistas de la respectiva sociedad quienes tendrán la primera opción de compra sobre las mismas.

Posteriormente, y en el caso que la venta a los demás accionistas no se haya dado o se haya dado parcialmente, las acciones se ofrecerán a los propios inversionistas del fideicomiso distintos de Coomeva, finalmente se ofrecerán a terceros. Si surtido el trámite anterior, la fiduciaria no ha logrado la enajenación de las acciones, el comité de inversiones de proyectos designará una banca de inversión con el fin de tramitar la venta de las mismas. Si no se logra la venta de

las acciones, la fiduciaria procederá a entregarlas en las proporciones de su participación a los fideicomitentes del fideicomiso en ese momento.

Este mecanismo de salida tendrá una duración máxima de diez (10) meses contados a partir de la fecha en que termine la etapa de acompañamiento respectiva de cada proyecto. En todo caso, el período que tenga la banca de inversión para gestionar la venta de las acciones, deberá estar comprendido dentro de este término.

Dentro del contrato de inversión no se contemplan ningún tipo de cláusulas como las *tag – alone* o *drag – alone*, que faciliten la salida en caso de que exista una parte interesada.

Se evidencia la necesidad de buscar un mecanismo de salida más adecuado a las condiciones de las inversiones del FCRC debido a diversos factores:

- Es difícil lograr una salida a través de recompra debido a la falta de liquidez de los inversionistas y/ o la misma empresa para readquirir las acciones, más cuando se espera que su valor se haya incrementado en una suma considerable.
- En actualidad no existen otros inversionistas en el Fondo que puedan adquirir las acciones de las compañías.
- No está establecido un mecanismo para ofrecer las empresas a terceros, que identifique claramente a quién se ofrecerán las acciones y través de que medios.
- Como se mencionó anteriormente la *IPO* es un mecanismo que no aplica para la mayoría de las empresas Pymes, sólo en casos muy excepcionales, y este tipo de empresas son sujeto de inversión del Fondo.

3.11 SEGUIMIENTO Y CONTROL

De acuerdo a lo establecido en el reglamento de inversiones y el contrato de fiducia mercantil se tienen dos mecanismos principales de seguimiento y control a las inversiones.

- En primer lugar existe como mínimo un miembro de la junta directiva de la empresa que es el representante de los intereses del FCRC. Dicho representante tiene lo que se conoce como derecho a veto en dos sentidos: debe aprobar cualquier incremento y/o aumento en la estructura salarial de la empresa, y tiene la potestad de aprobar los desembolsos de efectivo que superen determinada cuantía. Adicionalmente, el representante de junta tiene la obligación de presentar informes periódicos al comité de inversiones acerca del estado de la empresa en la que participa.
- Segundo, se llevará a cabo un seguimiento, bimestral durante los 2 primeros años de inversión y trimestral en los demás años, contratado con una firma externa, que se encargará de evaluar el estado de avance de la empresa frente a lo establecido en el plan de negocios, brindando asesoría y apoyo para el cumplimiento de los objetivos trazados.

Finalmente, en cuanto al desempeño del fondo en su conjunto se realizan informes mensuales acerca de los ingresos y egresos del FCRC, y la rentabilidad obtenida en el periodo.

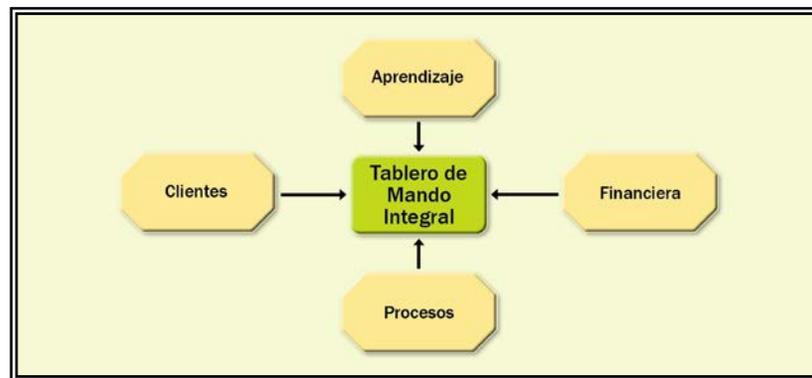
3.11.1 Seguimiento Cuadro de Mando integral

Como parte adicional del seguimiento a las empresas con el objetivo de velar por su desempeño y poder participar en la toma de decisiones estratégicas se contempla el uso del cuadro de mando integral. En el caso del FCRC existe una oportunidad de mejora en la implementación de metodologías de seguimiento integral a las empresas donde se tienen inversiones.

3.11.1.1 Modelo

La utilización de un cuadro de mando integral (en adelante CMI) para el seguimiento de la gestión empresarial se contempla por que ayuda a establecer la situación de la compañía, nos permite la toma de decisiones y garantiza el monitoreo de las funciones de la administración.

Grafico No. 3.9 Dimensiones del Cuadro de Mando Integral



Fuente: Desarrollo propio

Este modelo se aplica bajo la concepción de poder mantener vigilancia integral sobre todos los aspectos de la empresa, clasificándola en las dimensiones: aprendizaje, procesos, clientes y financiera, mediante la utilización de indicadores para cada una de las dimensiones.

Las principales características que debe tener un indicador son: que sea fácil de medir, que proporcione información útil y que se pueda graficar. Igualmente deben ser claros, confiables e importantes, a partir de estos elementos se deben conformar los indicadores de evaluación de la gestión, los de evaluación de desempeño y los indicadores técnicos, esta clasificación depende mucho de lo que se necesita, por eso se introduce la metodología del CMI. Tabla No. 3.9.

Existen cuatro indicadores fundamentales, los cuales nos permitirán reconocer la potencialidad de la empresa para sobrevivir o triunfar en el mercado: rendimiento sobre los activos, valor económico agregado, participación en el mercado y satisfacción del cliente, estos cuatro indicadores interrelacionados, y analizados en su evolución temporal y en comparación con los competidores nos darán una primera visión del nivel de competitividad de las empresas.

Tabla No. 3.2 Cuadro de Mando integral

Dimensiones	Objetivos Estratégicos	Medida de resultado	Resultado
Financiera	Incrementar el valor de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • EVA • Rentabilidad en los activos 	
Clientes	Lealtad del cliente	<ul style="list-style-type: none"> • Índice de satisfacción del cliente • Participación en el mercado 	
Procesos	Productividad de los procesos	<ul style="list-style-type: none"> • Índice de procesos normatizados 	
Aprendizaje	Motivación del colaborador	<ul style="list-style-type: none"> • Índice de clima organizacional 	

Fuente: Coomeva FCRC, (2006)

Entre los indicadores de proceso se deben incluir: mediciones de calidad, niveles de inventario, tiempo de respuesta al cliente, días de stock de productos terminados, productividad, costo medio del proceso, nivel de accidentalidad, tiempo de ciclo productivo.

3.11.1.2 Cuadro de mando y mapa estratégico

La meta final de la compañía es obtener utilidades, para lograr esto es obligación satisfacer plenamente a los consumidores proveyéndolos de los productos y servicios que estos requieren, al precio adecuado, en el lugar solicitado, y en la cantidad y momento requerido. De ahí la importancia de la planificación de las

metas funcionales transversales y la necesidad de contar con un CMI que permita verificar en todo momento el buen funcionamiento del sistema y los procesos.

El CMI es un modelo de gestión que permite gerenciar la implementación de un plan estratégico y trasladarlos a la acción, permite a la dirección estar informada oportunamente acerca del avance en el logro de las metas prefijadas, fundamentalmente es una filosofía de cambio organizacional. Es una herramienta estratégica que cuenta como se alcanzarán a implementar las estrategias por medio de un mapa estratégico de enlaces causa efecto.

El mapa estratégico tiene una relación directa con el CMI, el primero nos permite definir a través de cuales objetivos se trasladara el plan estratégico a la acción y el segundo monitorear los indicadores financieros y no financieros, y el alcance de las metas, a través de Inductores y planes de acción.

El plan de realización del CMI debe involucrar las siguientes actividades:

Planeación estratégica: Establecer la visión, la misión, valores, objetivos y principios.

Determinar los factores claves del éxito.

Elaboración del mapa estratégico causa – efecto

Plan de acción

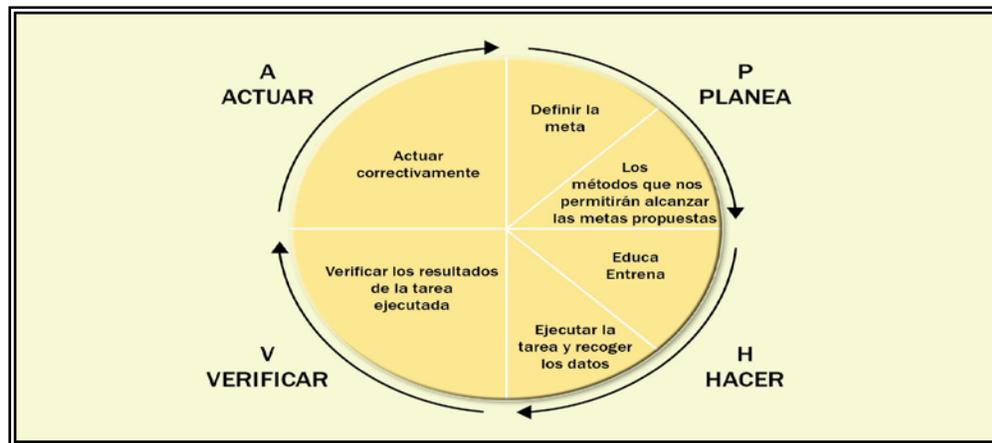
Establecer los indicadores o medidas de desempeño

Automatización a través de un sistema integrado de información

Evaluación de los resultados, dependiendo de este se replantea el modelo o se inicia el ciclo de mejora.

Lo anterior involucra la política de calidad de un sistema de gestión con base en el ciclo PHVA: Planear, Hacer, Verificar y Actuar.

Grafico No. 3.10 Ciclo PHVA



Fuente: Corporación Calidad (2002)

El cual garantiza el ciclo administrativo desde la plantación hasta la reformulación de la estrategia a partir del resultado de la verificación de los procesos. (Grafico 3.10).

3.11.2 Contabilidad y Auditoria

Estas son las dos principales herramientas de control con las que pueda contar el FCR, para garantizar la correcta aplicación de los recursos invertidos y la calidad de la información, que sirve de base para la toma de decisiones y para el seguimiento a la calidad de la gestión en la empresa.

Por razones de asimetría en la información y por los problemas potenciales de agencia, es vital para el éxito del FCR que este cuente con sistemas de registro contable confiables e independientes para los *stakeholders*, que se conviertan en la principal fuente de información para los accionistas, al igual que se considera vital la independencia de los Revisores Fiscales como mecanismo principal de control de la empresa, de ahí que se proponga que la Revisoría sea nombrada

por el FCR y que la contabilidad se contrate con un *outsourcing* independiente y preferiblemente común a otras inversiones del FCRC.

3.12 BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

La inclusión de un acápite de sobre Buen Gobierno Corporativo o *Corporate Governance* como se le conoce en su denominación inglesa, tiene como propósito reconocer su importancia y plantear unos lineamientos generales, que coadyuven al desarrollo de FCR como una forma novedosa de financiación e inversión, especialmente en el mercado Colombiano.

Cuando se habla de buen gobierno corporativo se está haciendo referencia, en general, a la existencia de un conjunto de normas, prácticas, códigos de ética y elementos de cultura empresarial que permitan la existencia de relaciones armónicas, ecuánimes y transparentes entre los diferentes públicos que están interesados en la vida de una sociedad, ellos son: los accionistas grandes y pequeños, los directores y administradores, los empleados, los clientes, los proveedores, las autoridades y la comunidad (Mejia,2006).

Simplificando puede decirse que el Buen Gobierno es un sistema mediante el cual las sociedades son dirigidas y controladas, para la creación de valor y su distribución equitativa entre sus públicos de interés o *stakeholders*. Su objetivo esencial es crear un ambiente de mayor confianza, credibilidad y estabilidad en las relaciones con las empresas, con el fin de garantizar su crecimiento y desarrollo y propiciar la inversión nacional o extranjera en ellas.

Los preceptos a que se hace referencia exceden la órbita de las normas del derecho penal o comercial y se materializan con acciones y decisiones, que, si bien no vulneran el ordenamiento jurídico, favorecen las relaciones y evitan las prevenciones, prejuicios, conflictos y actuaciones que frecuentemente entraban el desarrollo de las empresas. Realmente se trata de algo más que un simple

cumplimiento de códigos y leyes, se trata de la ética empresarial, esto es de la forma como se resuelven moralmente los conflictos de acción, que conciernen a sus relaciones externas e internas

Los antecedentes recientes del asunto se remontan a nivel mundial a informe *Cadbury* en el Reino Unido (1992), que brinda importantes orientaciones dentro de la tradición inglesa de autorregulación. Por su parte, la Comisión *Vienot* de Francia (1995) recomendó la adopción de un código de Buen Gobierno Corporativo, sin considerar necesaria una reforma legislativa.

En España, el informe Olivencia (1998) aborda la problemática de las sociedades que recurren a los mercados financieros y recomienda un código de buen gobierno voluntario para estas sociedades. En Italia, la comisión *Draghi* elaboró una propuesta que fue parcialmente recogida en la reforma legislativa que regula la intermediación financiera (1998), según lo ha condensado el documento de buen gobierno cooperativo (Cragona, Uribe G.; 2003). En Colombia ha liderado el tema la Confederación de Cámaras de Comercio.

Los campos del Buen Gobierno Corporativo (Mejía C., 2005), corresponden con las políticas sobre el medio ambiente, la responsabilidad social empresarial, el cuidado de los trabajadores y los otros interesados en el funcionamiento de la empresa denominados grupos de interés o *stakeholders* y los métodos alternativos de resolución de conflictos.

Vale la pena mencionar el concepto de *insiders* que corresponden con las personas que por su vinculación con la empresa cuentan con información privilegiada y los *outsiders* quienes están fuera de la empresa, pero representan un grupo de interés, como el concepto de costos de agencia entendidos como los conflictos de interés que se presentan entre los accionistas o propietarios y los

administradores, quienes a través de sus decisiones pueden romper el sano equilibrio que debe existir entre los diferentes públicos.

Con relación a la aplicación específica de estos conceptos en el desarrollo de los FCR, vale la pena mirar un poco mas de detalle siguiendo la metodología citada:

- Normas que permitan favorecer la existencia de relaciones armónicas entre los inversionistas de capital y que promueven el mutuo respeto por los derechos e intereses de todo tipo de accionistas, independientemente de su tamaño.

En ello se incluye la creación de mecanismos para que los accionistas puedan conocer los actos de la administración, evitar conflictos de interés con la sociedad, conocer los riesgos del negocio, los elementos de control interno, las políticas y estrategias, los planes de desarrollo, los eventos problema, la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, las relaciones de la sociedad con los accionistas, y con sus familiares y relacionados, entre otros temas.

De acuerdo con esto es fácil identificar la importancia de este aspecto de las relaciones entre los accionistas, FCR y la empresa.

- Normas que permitan mantener relaciones armónicas con los directores y administradores, tales que coadyuven al buen funcionamiento de la empresa.

Se incluyen allí, entre otros temas, aspectos tales como: las políticas para la creación y supresión de cargos, el nombramiento de directores y ejecutivos, el conocimiento de sus hojas de vida y experiencias, los niveles de remuneración fijos y variables, las atribuciones, las responsabilidades individuales, las relaciones de la sociedad con los empleados, administradores y directores, y con

sus familiares y relacionados. Hace referencia a las relaciones entre la empresa y sus administradores especialmente.

- Normas relacionadas con el control interno y externo de la sociedad, sea éste ejecutado por revisores fiscales, auditores u otros organismos de vigilancia. En particular, el acceso a las glosas u observaciones de los controladores es un tema de especial relevancia.

Los FCR deben contar con mecanismos específicos de control interno y externo que garanticen el manejo transparente de las empresas receptoras de inversión.

- Normas que permitan conducir y mantener relaciones armónicas con los clientes y proveedores. El objetivo en este caso es el de promover valores tales como el servicio, la calidad, la oportunidad, el cumplimiento y el respeto por el cliente o el proveedor.
- Normas relacionadas con la transparencia de la información, a través de las cuales se debe promover la divulgación de la información sobre los estados financieros, la evolución de la sociedad, la evolución de su acción en el mercado, la administración de sus inversiones, las relaciones con sus deudores y acreedores, las garantías recibidas o concedidas, los proyectos de desarrollo futuros (en todo aquello que no signifique secretos técnicos), etc.

Una de los asuntos más delicados y difíciles para los FCR consiste precisamente en la asimetría de información que existe entre los gestores del proyecto y los inversionistas potenciales, no solo por las prácticas contables de los pequeños industriales sino por la ventaja que puedan tener en el manejo de la información

El establecimiento de códigos de conducta o de ética para los empleados y administradores. Normalmente en ellos se promuevan los preceptos y valores de la compañía (por ejemplo: el respeto, la lealtad, la honestidad, la no

discriminación por razones de sexo o religión, el buen servicio, la responsabilidad, el cumplimiento, etc.). También se contemplan los hechos que crean conflictos de interés, las conductas internas que se esperan de los empleados, el uso de la información y sus niveles de confidencialidad, las comunicaciones formales e informales, el uso de los bienes de la empresa, entre otros.

Una relación clara con el estado y con el cumplimiento de las normas, de orden laboral, impositivo, medio ambiental y de prevención a lavado de activos, son factores claves en la definición de participar de una inversión por parte de un FCR.

No cabe duda que sí las sociedades, grandes o pequeñas, adoptan paulatinamente las normas de buen gobierno y forman una cultura de valores y ética empresarial, va a tener no sólo mejores sociedades, sino también mejores empresarios.

Finalmente, dentro de este aspecto de Buen Gobierno Corporativo es importante mencionar el tema de la prevención al lavado de activos, sobre el cual los FCR deben contar con instrumentos, entre las herramientas de análisis, para prevenir a posibles inversiones con empresas o empresarios, que puedan estar comprometidos en este tipo de actividades ilícitas. Un error en este factor puede ser fatal para el FCR y para las empresas que lo promueven.

CAPÍTULO IV

RECOMENDACIONES PARA MEJORAR EL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA

En este capítulo se presentan sugerencias de mejora para el FCRC, entendidas éstas a partir del análisis crítico y del estudio realizado teniendo en cuenta las experiencias encontradas en el presente trabajo y en línea con los conocimientos adquiridos en el MBA, la recomendaciones que se hacen podrán ser adoptadas por el fondo en el entendido que con éstas solo se busca contribuir a la mejora de su gestión a fin de que este fondo se constituya como debe de ser en un fondo líder en Colombia dada su filosofía solidaria.

4.1 CONSIDERACIONES GENERALES

Específicamente para el FCRC es contradictorio que un FCR financiado con los recursos de los asociados a una Cooperativa, no permita la inversión en este tipo de organizaciones, por lo que se recomienda la revisión de esta política, reconociendo que esto implica el diseño de formas especiales en relación con los mecanismos de salida y retorno de dividendos, como Ej.: la creación de fondos de amortización y revalorización de aportes constituidos por los excedentes. (Artículo 64 de la Ley 79 1988).

(a) Se debe preferir empresas en etapa de desarrollo y no exclusivamente la inversión como capital semilla que es como ha operado el FCRC. Lo anterior con el propósito de reducir el nivel de riesgo del Fondo, seguramente esto obligará a revisar los límites de inversión por proyecto ya que empresas más avanzadas requieren de inversiones mayores.

(b) Buscar alianzas estratégicas con Incubadoras y Universidades que tienen programas de ayuda a emprendedores con el propósito de ampliar la base de proyectos y aprovechar su experiencia para la escogencia de las inversiones.

(c) Se recomienda generar mecanismos propios en Coomeva y en alianza con entidades privadas y publicas, tipo Colciencias, para mejorar las competencias de los empresarios y como una estrategia de ampliación de mercados y de inserción global, a través de misiones al exterior

4.2 JURIDICAS Y DE OPERACIÓN

Para que se desarrollen los FCR en Colombia es de vital importancia que se genere un marco jurídico, que permita a los inversionistas contar con seguridad y estabilidad en su proceso de inversión. Al igual, la legislación debe promover este tipo de inversiones a través de un tratamiento fiscal que incentive a las empresas y las inversiones provenientes de los FCR, como existe en otros países, igualmente es fundamental el desarrollo y la aplicación de normas que protejan la propiedad intelectual, que constituye un factor determinante especialmente para F.C.R. extranjero.

Es necesario también el desarrollo de un marco institucional para los FCR, que generen las condiciones propicias para su operación y crecimiento, con institucionalización del mercado de compra y venta de este tipo de inversiones, la existencia de entidades de regulación, control y supervisión, promoción e inclusive de agremiación.

Otro factor que se identifica como fundamental para permitir el desarrollo de los FCR es el poder contar con un mercado de capitales, donde sea fácil entrar y salir

de este tipo de inversiones. Para lo anterior se requiere que tanto la legislación como los agentes participantes generen las condiciones para este propósito.

(a) En razón de la falta de claridad respecto de las normas internas vigentes, se recomienda hacer una revisión integral con el propósito de armonizar sus partes y de actualizarlas a la nueva realidad del FCRC.

(b) Mejorar la gestión de las inversiones, contando con especialistas, que no solo hagan las veces de supervisores, sino que principalmente coadyuven a la consolidación de las empresas objeto de inversiones.

(c) Ante la falta de formalidad en las pequeñas y medianas empresas, especialmente en lo que respecta al manejo de su información y la necesidad de garantizar la aplicación de los recursos invertidos por el FCRC, es necesario implementar medidas como:

(d) Contar con un mecanismo de control que permita nombrar la revisoría fiscal y la contabilidad mediante el mecanismo de *outsourcing* común a las inversiones del FCRC.

(e) Involucramiento de la junta directiva de la fundación en la definición y gestión de las inversiones.

(f) Los mecanismos de salida deben estar contemplados y acordados con el emprendedor desde el contrato de inversión.

(g) Reservarse el derecho a veto en las decisiones trascendentes de la empresa como fusiones, cesiones de activos, escisiones o cualquier otra forma de transformación, y otras de carácter operativo como las de incrementos salariales, inversiones y en endeudamientos significativos.

(h) Crear mecanismos de garantía a favor del FCRC en caso de configurarse el incumplimiento por parte de la empresa, que faciliten la recuperación de los recursos.

(i) Convenir mecanismos especiales de tratamiento a las acciones o participaciones del FCRC, en aspectos como la prioridad en el pago de dividendos y la recuperabilidad de la inversión en caso de liquidación,

4.3 DE DIAGNOSTICO Y VALORACIÓN

(a) En la valoración siempre se deben considerar simultáneamente métodos de valoración adicionales a los de flujo de caja libre descontado, a fin de mejorar las estimaciones de valor de las empresas.

(b) Con relación a la tasa de descuento cuando se utiliza el método de los flujos de caja descontados y el modelo CAPM, se debe tener cuidado en el uso de los Betas. Incluyendo en la tasa libre de riesgo en Colombia TES y adicionando primas por riesgo del negocio, por tamaño de la empresa, según cada caso.

(c) La valoración debe hacerse con un agente independiente, de los promotores de la empresa y de los que toman la decisión de invertir, esto como una práctica de independencia de criterio al momento de decidir las inversiones.

(d) Contar con los métodos y personas calificadas para valorar y decidir sobre las inversiones.

(e) Se debe tener presente el valor de continuidad, con alguna limitación, se recomienda limitar su peso máximo al 50% del total de la valoración pero no excluirlo totalmente como se esta haciendo en la actualidad.

(f) Por el tipo de relación que se establece es imperativo hacer un verdadero proceso de *Due Dilligence*.

4.4 DE MECANISMOS DE SALIDA

(a) Inclusión de cláusulas *Drag-Along*, *Tag-Along*, *Redemption-Rights* dentro del contrato de inversión. Sirven para evitar que el emprendedor, por su participación mayoritaria, pueda entorpecer un proceso de venta, o en el caso de ser el emprendedor el que va a vender a un tercero, le sirve al fondo para que este sea tenido en cuenta dentro de la venta.

(b) Fondo de recompra. Se propone la creación de un fondo de recompra de acciones, que podría ser administrado por la misma fiduciaria. El esquema consiste en que las empresas aporten un determinado porcentaje sobre las utilidades de manera que para el final de la inversión se tengan los recursos necesarios para recomprar las acciones al FCRC.

(c) Otra alternativa para garantizar la recompra de las acciones consiste en otorgar un crédito al emprendedor para que este adquiera las acciones en el momento de la salida del fondo. En este caso, dado que Coomeva cuenta con una unidad de ahorro y crédito se podría solicitar la creación de una línea especial para este tipo de préstamos.

(d) Estructuración de un mercado OTC al interior de los asociados de Coomeva, esta alternativa consiste en ofrecer las acciones entre los mismos asociados a la Cooperativa a través de un mercado mostrador.

(e) Creación de un fondo entre los asociados para adquisición de las acciones de las empresas objeto de inversión del FCRC.

(f) Se deben considerar las alternativas de las opciones para la recompra o la venta de las participaciones, negociados desde el principio, como las opciones *put* y *call*. Se recomienda instrumentar un sistema de deuda que le permita a inversionistas privados poder ejercer la opción a futuro de compra de las acciones de la empresa a un precio determinado contra la garantía de las mismas para respaldar el crédito.

4.5 PARA LA ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO DE PORTAFOLIO Y LA VALORACIÓN DEL MISMO

En la actualidad el FCRC no contempla dentro de sus políticas de inversión ningún tipo de restricción para los diversos sectores económicos a los que pertenecen las empresas en las que se invierte, esto puede llevar a que se maneje un portafolio poco diversificado, e incluso concentrado en sectores altamente correlacionados, lo que se traduce en un mayor riesgo con la misma rentabilidad.

(a) Dada la dificultad para obtener la información histórica de las empresas sujeto de inversión, que permita calcular las rentabilidades, desviaciones y correlaciones del portafolio, se sugiere construir un portafolio ideal a partir de los rendimientos históricos de los sectores en cuales se desea invertir.

(b) El resultado de este ejercicio es un portafolio de empresas que se encuentran distribuidas en diversos sectores en las proporciones eficientes de acuerdo a la teoría de portafolio.

A continuación se describen los pasos que se sugiere seguir:

Definición de sectores objeto del fondo.

Obtención de información histórica y series de datos. En este punto se sugiere utilizar la medición del crecimiento del PIB sectorial como aproximación a la rentabilidad.

Construcción de portafolios y frontera eficiente.

Selección del portafolio para el FCRC de acuerdo al nivel de riesgo deseado.

(b) Reestructuración de Inversiones del fondo. El ejercicio anterior deberá arrojar una política de inversión por sector, por ejemplo: 30% en telecomunicaciones, 20% en salud, 50% en tecnología, a partir de la cual se debe empezar a recomponer el fondo hasta llegar al portafolio ideal.

(c) Revisión a la estructura: Debido a la dinámica económica los análisis de la estructura del portafolio requieren una cierta periodicidad, por cuál se sugiere una actualización de los estudios de forma semestral.

Si bien es cierto que las empresas tienden a comportarse de manera similar al sector al cuál pertenecen, es importante tener en cuenta que la utilización del crecimiento del PIB sectorial como Proxy de rentabilidad trae un riesgo, y es el hecho de las características particulares inherentes a las inversiones de capital de riesgo. En este sentido, se espera que las empresas sujeto de inversión sean innovadoras, con altas probabilidades de crecimiento y por lo tanto un mayor riesgo asociado, lo que las hace en cierta forma atípica, y probablemente con un comportamiento diferente al del sector.

(d) Con relación a la valoración del portafolio del FCRC se recomienda buscar un esquema intermedio que permita tener un valor más real de las inversiones, sin incurrir en altos sobrecostos asociados a los procesos de valoración. Se propone

realizar valoraciones semestrales y en el intermedio, continuar con el esquema actual, sin dejar de lado el seguimiento al proyecto. Viendo el portafolio como un conjunto se detecta la necesidad de desarrollar una metodología de valoración a través de unidades, de forma similar a los fondos de valores. Lo que permite conocer el valor de las inversiones como un conjunto y facilita la entrada y salida de inversionistas al fondo.

(e) La inversión sindicada debe ser utilizada como un mecanismo de compartir y diversificar el riesgo, esta se logra a través de la unión con otros FCR o con inversionistas, adicionalmente este sistema mejora la viabilidad de la empresa al tener una participación plural de aportes a la administración y gestión.

4.6 DE LAS FUENTES DEL FCRC

(a) Desarrollar la opción de financiación del FCRC a través de recursos de asociados y terceros. Para esto se requiere contar con un ente autorizado para constituir fondos de inversión (fiduciaria y comisionistas de bolsa). Esto implicaría la estructuración de varios fondos con distintos niveles de riesgo, de plazo y de tipo de inversión; se debe contar con una metodología de valoración por unidades, para permitir el ingreso de inversionistas en diferentes momentos y al igual que la formula de valoración de esta inversión. Antes de abrir el FCRC al público, es conveniente esperar el resultado de las primeras experiencias con los recursos propios, y tener clara la normatividad a través de la cual se implementaría el proceso de captación de recursos.

4.7 PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO

(a) Reconociendo la importancia del sistema de buen gobierno corporativo, es necesario que el FCRC y las empresas sujeto de inversión, cuenten con un Código de Buen Gobierno que involucre los aspectos tratados en el capítulo correspondiente.

Tabla 3.3. Ejemplo de Aplicación de recomendaciones Caso Práctico

SITUACION REAL	ESCENARIO CON LAS MEJORAS PROPUESTAS
Poca evaluación de la capacidad gerencial	Amplia evaluación de la capacidad gerencial
Valoración por CAPM \$218 MM, se adquirió el 23% por \$50 MM.	Valoración por múltiples comparables, tres veces el valor del EBITDA. \$187 MM el 20.26%
No participó la junta de la Fundación de la decisión	Participa la Junta de la Fundación de la decisión
Información financiera parcial e inoportuna para el seguimiento.	Información financiera completa, oportuna y seguimiento con BSC
Convenio de inversión con debilidades	Convenio de inversión con seguridades para el inversionista
No se tienen mecanismos de control.	Se tiene control a través de la revisoría fiscal y la contabilidad
Desembolso único de los recursos.	Desembolso gradual de los recursos
Participación limitada a través de la junta.	Mecanismos de coadministración
No existe derecho al veto.	Derecho al veto de decisiones administrativas.
No existe prioridad en los mecanismos de salida.	Prioridad en el mecanismo de salida.
Garantías limitadas en su eficiencia	Se establecen garantías eficientes en el contrato de inversión

CAPITULO V

CONSIDERACIONES FINALES Y FUTURAS EXTENSIONES DE LA INVESTIGACIÓN

Con este trabajo se da cumplimiento al principal objetivo planteado al inicio, comprender en detalle la estructura de financiación de los fondos de capital de riesgo.

Para conseguir este objetivo, desde un punto de vistas teórico, como objetivos secundarios se propuso: (1) estudiar la realidad de los FCR en el mundo, especialmente en los países donde más se ha desarrollado, entender la concepción de los fondos dentro de los postulados de las finanzas y la utilización que se hace en la práctica a fin de encontrar sus ventajas y debilidades; (2) evaluar el modelo del FCRC a fin de comprender su filosofía y contrastarla con la práctica que desarrolla el FCRC y (3) presentar una propuesta de recomendación que incorpora los conocimientos adquiridos en el MBA de la Universidad ICESI y los aportados por la presente investigación a fin de mejorar la práctica del FCRC. Además, desde un punto de vista empírico, contrastar las recomendaciones con directivos del fondo a fin de lograr su aceptación y las mejoras propuestas.

A continuación, se presentan las principales consideraciones finales alcanzadas tras la realización del trabajo y finalmente, algunas de las posibles extensiones de este trabajo a fin de que sean abordadas por quienes estén interesados en seguir esta línea de investigación.

5.1. CONSIDERACIONES FINALES

En este apartado se presentan las principales consideraciones alcanzadas, en primer lugar sobre los argumentos teóricos recogidos en los primeros capítulos y en segundo sobre el estudio de caso desarrollado y analizado.

5.1.1. AL CUERPO TEÓRICO

Las consideraciones finales referidas al cuerpo teórico, se registran según el orden de los capítulos en que se divide este trabajo. Inicialmente se establece que los FCR son una actividad de financiación que posee un marco teórico en formación en el ámbito de las finanzas, que se está estructurando a lo largo de los años con los aportes realizadas por quienes han estudiado las finanzas, y analizado de cerca esta novedosa forma de financiación como también de aquellos que estudian los mercados de capitales y la gestión de carteras Sin embargo, hay que afirmar que en la práctica con frecuencia se utilizan los recursos de los FCR en forma discrecional, sin la suficiente rigurosidad teórica.

De acuerdo con lo anterior no existe unanimidad en cuanto a la utilización de un determinado modelo de FCR. Por ello, su desarrollo ha sido en función de las necesidades específicas de cada proyecto. Sin embargo, en el ámbito académico sí existe una clasificación y un análisis de las distintas fuentes de financiación y de las distintas etapas en las que se financia actividades empresariales y las empresas a través de recursos de capital de riesgo

Sin embargo, es prioritario señalar que la financiación de riesgo es fundamental para el desarrollo de la iniciativa empresarial innovadora

En este sentido, al reflexionar sobre los pasos necesarios para realizar adecuadamente inversiones con capital de riesgo, es fundamental comprender

que se trata de un proceso en el que se desarrollan diversas actividades, todas igualmente importantes.

Puesto que el desarrollo de la financiación a través de FCR requiere determinadas condiciones iniciales, contextos favorables muy específicos y el respaldo continuo de políticas públicas. Se puede afirmar que éstos crecerán en Colombia solo a partir de la acumulación de una significativa experiencia y el compromiso de instituciones interesadas que sean capaces de innovar y crear factores precursores apropiados, siempre y cuando se cuente con programas de respaldo institucional.

Del mismo modo un número creciente de inversionistas de reconocida importancia en el mundo, consideran los FCR como una cuestión estratégica, directamente relacionada con alta rentabilidad, en consecuencia, juzgan que es clave encontrar nichos de mercado que hay que gestionar a fin de lograr el objetivo de mayor riesgo y mayor rentabilidad.

Desde otra perspectiva, es importante señalar que los FCR en su concepción teórica, derivan ciertas premisas que subyacen en su aplicación. Ejemplo de ello son las predicciones sobre el comportamiento futuro de diversos aspectos del desarrollo operativo y estratégico de los negocios y de su entorno económico a financiar, sin que por ello no se entre en pérdidas que por lo demás son inevitables cuando se esta en esta actividad.

Centrar el análisis de la gestión de empresas sólo en indicadores financieros no permite comprender en profundidad toda la información indispensable para planear adecuadamente el objetivo de rentabilidad buscado con las empresas financiadas así que es indispensable participar en su dirección con personal capacitado y controlar con herramientas técnicas y tecnológicas para su buen desarrollo.

5.1.2. AL CUERPO EMPÍRICO

Con el desarrollo de esta tesis aplicada al caso del FCRC se ha confirmado la importancia de contar con esta forma alternativa de promover y desarrollar empresas, para inversionistas con un mayor apetito de riesgo y obviamente de rentabilidad, pero no se deja de reconocer los obstáculos que ello representa:

- Para el desarrollo de los FCR es fundamental la perspectiva económica del país, si se cuenta con una nivel importante de confianza en el futuro de la economía es indudable que la posibilidad de alcanzar un mayor dinamismo y fortalecimiento de los FCR es mucho más amplia.
- La experiencia en el mundo demuestra que los FCR son un medio efectivo para financiar empresas que se inician (*start up*), e inyección de capital a empresas que están en marcha o tienen nuevos proyectos. Cuando estos ya funcionan correctamente la empresa puede acudir al sector financiero para sus demás necesidades de capital o también como mecanismo de salida del FCR.
- En los FCR la labor no se debe limitar únicamente a la entrega de los recursos, debe ir acompañado de asesoría a la empresa para garantizar el éxito del mismo. Esta asesoría no debe limitarse solo al producto, debe ser en todas las áreas de las empresas: mercadeo, financiero, administración. Este acompañamiento le permite a la empresa acceder a información nueva y actualizada y al FCR monitorear el desempeño de la empresa y de su inversión.
- El Estado tiene un papel fundamental en el desarrollo eficiente de los FCR ya que su aparición a lo largo de la historia de ellos ha permitido entender el impacto de dichas políticas, lamentablemente la aparición ha sido siempre con

direccionamiento específico a un tipo de inversiones, lo que no ha permitido directrices claras. Además, no obstante la poca experiencia en el manejo de este tipo de inversiones ha impedido que estas sean más exitosas.

- Falta normatividad que permita el desarrollo y funcionamiento de los FCR, el Estado debe proporcionar el marco legal bajo el cual se promueva la creación de este tipo de inversionistas a nivel institucional, generando una fuente de recursos importantes para las empresas que nacen o aquellas que ya en operación no pueden acceder a créditos en el sector financiero, contribuyendo al crecimiento de la economía y a la generación de empleo.
- Se debe retomar el papel de las Corporaciones financieras, los Fondos de Inversiones y otras entidades financieras, como principales generadores de recursos para el financiamiento de las empresas, convirtiéndose en creadoras de mercados OTC que permitan contar con mecanismos de salida, a la inversión que realizan en primera instancia los FCR.
- Los FCR permiten a las empresas tener la oportunidad de mejorar sus condiciones de producción y competencia en el mercado, a través de la inversión en tecnología, desarrollo de productos, capacitación del personal y adecuación de estructuras internas operativas.

5.2. FUTURAS EXTENSIONES DE LA INVESTIGACIÓN

Para finalizar, debemos manifestar que existen algunas extensiones de este trabajo de investigación. En primer lugar, es necesario profundizar en el estudio de los FCR para seguir refinando mecanismos que permitan mejorar la gestión de los mismos. Sobre todo en países como Colombia donde por ser una valiosa forma de financiación su buen desarrollo podía llegar a construirse en una fuente importante de desarrollo.

En segundo lugar, en función de la disponibilidad de la información provista por la experiencia adquirida por los fondos creados actualmente en Colombia, se debería derivar en una política gubernamental que permita una reglamentación acorde con las necesidades y que a la su vez contribuya a resolver los problemas de salida de los fondos lo que provocaría mayores niveles de seguridad y confianza en los inversionistas y en las empresas receptoras de recursos.

En tercer lugar, es nuestra intención aplicar las recomendaciones articuladas en este trabajo al FCRC con el propósito de mejorar su operatividad y a fin de que éste se constituya en uno de los fondos pioneros en Colombia.

Finalmente cabe resaltar que existe un campo amplio para futuras extensiones relacionadas con estudios que contribuyan al desarrollo de los FCR en Colombia, su radio de acción lo remitimos a los aspectos legales, financieros, de organización y control como también de Gobierno Corporativo.

GLOSARIO

- **IPO:** *Initial public offering*, es la oferta pública a través del Mercado de valores de la compañía, es una forma de “salida” que tiene el FCR.
- **Ángel:** Persona Natural empresaria, que invierte su propio recurso en una empresa que está empezando o en un proyecto.
- **Consolidación:** estrategia de los FCR que involucra la unión de varias firmas pequeñas para hacer mejoras en las economías de escala
- **Acciones convertibles:** Las acciones convertibles tienen derechos especiales que las acciones ordinarias no tienen. Es la seguridad de que puedan ser convertidas bajo ciertas condiciones en otro tipo de garantía.
- **Earn out:** parte del precio de la transacción, el cual está condicionado al desempeño de la compañía después de la negociación.
- **LBO:** la adquisición de la sociedad o de una unidad de negocio, son frecuentes en empresas maduras con una deuda considerable
- **Lock-up:** provisión que se realiza en el acuerdo comercial entre la empresa y el FCR en la cual se prohíbe ventas de acciones por parte de la sociedad mientras se realiza la negociación con el FCR
- **MBO:** *management buy out*, mecanismo de ayuda para financiar la adquisición de empresas o unidades de negocio por fuera de la sociedad bajo la forma de capital de riesgo.

- **MBI:** management *buy in*, mecanismo para financiar la adquisición de nuevas unidades de negocio para la sociedad.
- **SBO:** Secondary *buy outs*, venta de la inversión de un FCR a otro FCR
- **Drag Along:** cláusula en que todos los inversionistas se obligan a vender simultáneamente en el momento de una aceptar una oferta.
- **Tag Along:** cláusula en la que los inversionistas pueden vender en forma proporcional a la oferta realizada.
- **OPA:** Oferta pública de adquisición, mecanismo mediante el cual una empresa inscrita en bolsa, tiene la obligación de vender sus acciones al inversionista que realice oferta por un valor superior al 10% de las acciones en circulación, generando un mecanismo de igualdad en la venta a todos los inversionistas.
- **Put option:** opciones de venta.
- **Call Option:** opciones de compra

SIGLAS

AEFCR: Asociación Europea de Fondos de capitales de riesgo.

ANIF: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.

ARDC: American Research and Development Corporation.

COMFANDI: Caja de Compensación familiar del Valle.

COOMEVA: Cooperativa Medica del Valle.

DANE: Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas.

FCR: Fondos de Capital de Riesgo.

FCRC: Fondo de Capital de Riesgo Coomeva.

FONEDE: Fondo para el Fomento al Empleo y Protección al Desempleo.

IDEMA: Instituto de Mercadeo Agropecuario.

LAVCA: latín American Ventures Capital.

PWH: *Price Waterhouse Coopers.*

SBA: Small Business Administration.

SMMLV Salarios Mínimos Mensual Legales Vigentes

BIBLIOGRAFÍA

Alee G. R. (2002): Capital de Riesgo, una revisión del caso Chileno. Universidad de Lleida. IEDE.

Amit, R.; Brander J.; Zott, C. (1998) : Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. Journal of business venturing.

ASCRI (2005): Informe de la Asociación española de entidades de capital de riesgo

ANIF (2005): Estudio Sectorial Macroeconomico. Asociación Nacional de instituciones financieras .Bogotá.

Ballesteros O.J. (1998): La Nueva Política de Comercialización agropecuaria y la liquidación del IDEMA. Departamento Nacional de Planeación, Unidad de desarrollo agrario, Bogotá.

Becker, R.; Hellmann, T. (2002) : The genesis of venture capital lessons from the germana experience. Stanford University.

Cárdenas M. (2005) Panorama económico actual y perspectiva a largo plazo. Fedesarrollo. Bogotá

Bruton, G.; Fried, V.; Manigart, S. (2005): Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital. Baylor University.

Gompers, PA ; Lerner, J. (1998): The determinants of corporate venture capital successes: organizational structure, incentives and complementarities. NBER Working paper No.6725.

Gompers, PA ; Lerner, J. (1998): What drives venture capital fundraising? . NBER Working paper No.6906.

Gompers, PA ; Lerner, J. (2001): The venture capital revolution . Journal of economic perspectives.vol 15.

Gompers, PA ; Lerner, J.; Scharfstein,D. (2003): Entrepreneurial spawning: public corporations and the genesis of new ventures, 1986 - 1999. NBER Working paper No. 9816.

Gross, W.; Jaffe, M. (2005): Finanzas corporativas.

Isaccs, L. Barona B (2006): El Capital de Riesgo en Colombia a partir de 1990, la experiencia Internacional y algunas lecciones para el país. Trabajo de Grado, Universidad Javeriana. Cali

Jeng, L.; Wells, P. (2000): The determinants of venture capital funding evidence across countries. Journal of corporate finance. Boston university school of management.

Guía financiera de Colombia (2004)

Guía financiera de Colombia (2006)

Lopez, C. O.; Escobar B.; Jiménez F. (2004): La Incorporación de Capital Intelectual en la Valoración de Empresas. U, Sevilla. España.

Mejia, C. (2001). El Buen Gobierno Corporativo. Working Paper IPO107.

Munera, L (2005). Bolsa de valores de Colombia. Working Paper.

Pellon, J. (1999): La financiación de pymes mediante capital de riesgo. Impida.

Poterba, J. (1989): Venture capital and gains taxation. NBER Working paper No.2832.

SENA. (2005) Mecanismos de financiación a las iniciativas empresariales. Informe institucional.

Soler; A. (2003): La influencia del capital de riesgo en el sector TIC europeo. N- Economía.

Schwienbacher Armin, 2002

Suñol R. (2005) Las empresas familiares y el capital de riesgo. un acercamiento provechosos, ediciones Deusto. Bilbao, España

Red especializada en Finanzas Colombia Compite RCC, 2002

www.anif.com.co; www.dane.gov.co; www.lavca.org; www.nvca.org; www.sena.gov.co