



Revista Escuela de Administración de
Negocios
ISSN: 0120-8160
investigaciones@ean.edu.co
Universidad EAN
Colombia

Fracica Naranjo, Germán

La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: estructura y conceptos
Revista Escuela de Administración de Negocios, núm. 66, mayo-agosto, 2009, pp. 31-65
Universidad EAN
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=20620269003>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: Estructura y conceptos

Germán Fracica Naranjo*

RESUMEN

La industria del capital de riesgo es compleja y dinámica, por eso, antes de abordar su análisis, es necesario tener claridad conceptual sobre su estructura y forma de operación. Como una contribución para lograr este conocimiento, el presente documento, a manera de visión de conjunto, trata los principales componentes y conceptos que la integran.

En primera instancia, se analiza la relación entre el ciclo de vida empresarial y los diferentes instrumentos que conforman la industria del capital de riesgo; posteriormente, se presenta una breve reseña histórica y se describen los instrumentos que componen la industria y los resultados alcanzados, y por último, se concluye con una breve reflexión sobre las enseñanzas que nos deja el desarrollo de esta industria en los Estados Unidos, país de origen y mayor desarrollo. Normalmente, cuando se estudia la industria del capital de riesgo, los análisis se orientan fundamentalmente hacia el mercado formal y se deja prácticamente de lado al mercado informal o no institucional, sin reconocer que es precisamente este mercado el que constituye la base de toda la industria y en cierta forma, el que le da viabilidad.

PALABRAS CLAVE

*Capital de riesgo
Creación de empresas
Start ups
Fuentes de financiación
Ángeles inversionistas
Fondos de capital de riesgo
Fondos de capital privado*

1. Introducción

Muchos de los productos y servicios que hoy nos permiten llevar una vida más cómoda surgieron de los inventos y descubrimientos hechos en los laboratorios de investigación o de los sueños de emprendedores visionarios. Su principal característica es que, gracias a los aportes de capital y de valor agregado que recibieron de los inversionistas de capital de riesgo, lograron trascender el umbral de los laboratorios de investigación y las ilusiones de los emprendedores para convertirse en prósperas empresas.

En Estados Unidos, las empresas que han recibido apoyo de los inversionistas de capital de riesgo se han convertido en una de las mayores fuerzas de progreso de esa nación (NVCA, 2007)¹; es así como en 2006 estas empresas

* Estadístico, M.B.A. Experto en emprendimiento y creación de empresas, director del grupo de investigación cultura emprendedora, Universidad de La Sabana.

¹ NVCA: National Venture Capital Association es la asociación americana de empresas de capital de riesgo y organizaciones que manejan fondos de capital de riesgo, representa a más de 400 empresas

ocuparon 10,4 millones de personas, alcanzaron ventas por US\$ 2,3 trillones y generaron el 17,6% del PIB.

Desde 2000, las inversiones de capital de riesgo en Europa superan los 270,0 billones de euros y han beneficiado a más de 56.000 empresas. En 2006 se realizaron inversiones por 71,0 billones de euros en 7.500 empresas (EVCA, 2007)².

Muchas de las grandes empresas que actualmente son reconocidas y admiradas por su rápido crecimiento y éxito en el mercado como Microsoft, Oracle y Sun MicroSystem, en Estados Unidos, Skype, Movistar y Tom Tom, en Europa, en sus comienzos recibieron el apoyo del capital de riesgo. Así mismo, el capital de riesgo ha sido fundamental para que Estados Unidos y otros países adquieran ventajas competitivas en el desarrollo de nuevas industrias como la biotecnología, software y semiconductores.

La importancia de la industria del capital de riesgo (ICR) radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de start ups y de empresas innovadoras y/o de elevado crecimiento en sus etapas tempranas, (que se identificarán como EBTRCS en el presente documento). Según un estudio realizado por EVCA (2007) entre empresas que han recibido financiación de capitalistas de riesgo, el

ABSTRACT

The industry of risk capital is now complex and dynamic; that is to say, before making an analysis, it is very important to have its concepts and structure clear in mind. Therefore, this paper aims at describing an integral vision on concepts and components. First, a description of the organizational relation between life cycle and tools that make up the risk capital industry is stated. Then, a historical overview and a description of industry tools and reached goals are presented. Lastly, a brief reflection on Northamerican industry teachings are described, as this country is its origin and most developed place in such a topic. Basically, when this risk capital industry bases on the informal market practice, which definitely supports it.

KEY WORDS

*Risk capital
Company creation
Start ups
Financial resources
Investing angels
Risk capital funds
Private capital funds*

² EVCA: European Venture Capital & Private Equity Association.

95% considera que si no hubiera sido por esto, no existirían actualmente o su desarrollo no se habría dado tan rápido; por consiguiente, las empresas que reciben capital de riesgo tienen un crecimiento superior y sus resultados se manifiestan en un aumento en los niveles de creación de empleo, facturación, inversión, generación de utilidades y pago de impuestos, entre otros, y un mayor impacto económico y social en su zona de influencia.

Bajo las anteriores consideraciones, el establecimiento y desarrollo de la industria del capital de riesgo se ha convertido en una importante estrategia de competitividad en países como Estados Unidos, Israel, India, Suecia, Finlandia, Japón, Canadá, Chile y Brasil (Echecopar *et al.*, 2006).

En Colombia, particularmente, se presentan dos circunstancias que ameritan dedicarle especial esfuerzo al conocimiento de la industria del capital de riesgo: en primera instancia, el Estado, consciente de la importancia de esta industria, la incluyó como uno de los pilares fundamentales de la “Política Pública sobre Emprendimiento” (Mincomercio, 2008), y, en consecuencia, dirigirá acciones concretas en todo el país para el desarrollo de esta naciente industria. En segunda instancia, ante la globalización de las economías y el agotamiento del mercado interno como fuente de crecimiento de la industria nacional (Fracica, 2008), las empresas

requieren incursionar exitosamente en los mercados internacionales y el capital de riesgo es precisamente uno de los instrumentos que mejor pueden ayudar al logro de esta estrategia empresarial.

El presente artículo tiene como objetivo contribuir a la construcción de un marco conceptual sobre el capital de riesgo, además de aclarar su definición y estructura. Así mismo, es el primero de una serie de seis documentos que sobre capital de riesgo están elaborando los grupos de investigación de Cultura Emprendedora de la Universidad de la Sabana y Entrepreneurship de la Universidad EAN, con el objetivo de contribuir a la comprensión de esta joven industria y de explorar alternativas para su implementación y desarrollo en el país, conforme a nuestras propias condiciones económicas, sociales y culturales. Los documentos forman parte de los resultados del proyecto de investigación denominado “Fuentes de Financiación para *Start Ups*”, que cuenta con el apoyo financiero de Colciencias.

El primer punto corresponde a la presente introducción; el segundo está dedicado a analizar el concepto de la industria del capital de riesgo; el tercero presenta una breve reseña histórica; el cuarto realiza un análisis de la relación entre el ciclo de vida de las empresas y la estructura del capital de riesgo; el quinto describe a los diferentes actores en la industria, pero su énfasis es en los inversionistas; el sexto

presenta la cadena de valor de la industria y el séptimo corresponde a los principales indicadores de la industria; por último, se presentan las conclusiones.

El autor agradece la colaboración de los investigadores Pilar Sepúlveda del Inalde, Juan David Enciso, Fernando Barrero y Giovanni Hernández de la Universidad de la Sabana y Francisco Matiz de la Universidad EAN.

2. ¿Qué se entiende por capital de riesgo?

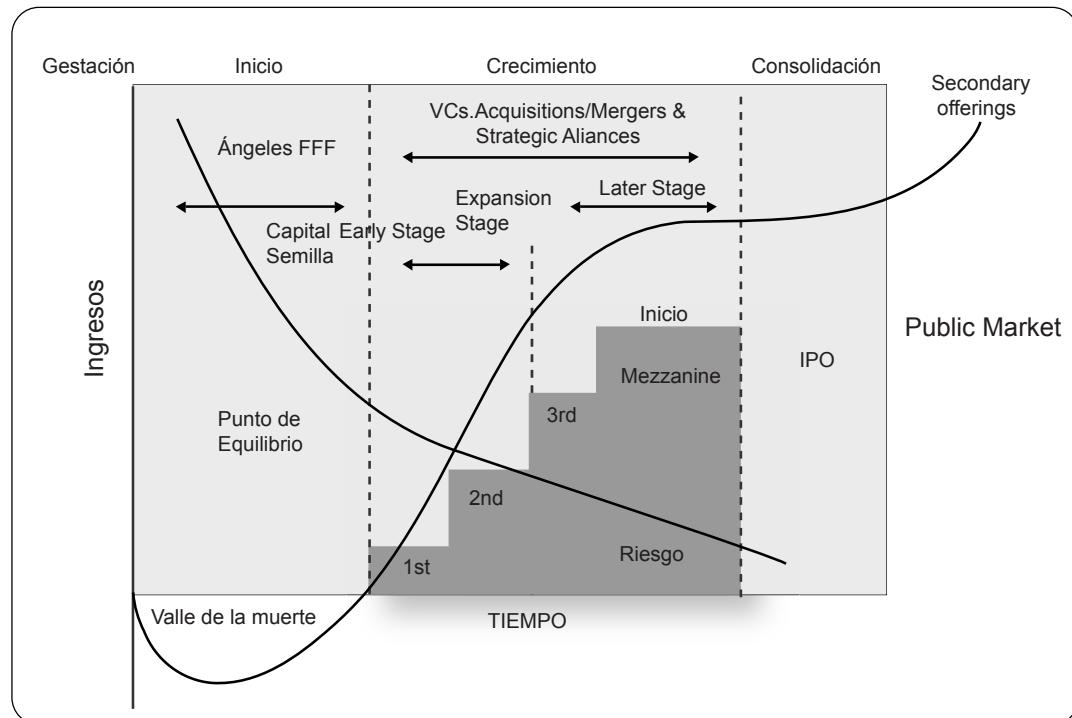
Son aportes de capital y de valor agregado realizados por inversionistas individuales, agrupaciones de inversionistas, inversionistas institucionales o instituciones; en planes de negocio, start ups y empresas gacela que no cotizan en bolsa. Mediante su participación activa en la dirección de estas empresas, buscan su rápido crecimiento e incrementan significativamente su valor. Las inversiones se realizan generalmente por períodos que van entre los cinco y los diez años, al término de los cuales se liquida la inversión.

Para algunos investigadores, como Gilson (2002), el capital de riesgo se ha convertido en un medio ideal para que empresarios innovadores y capitalistas trabajen juntos en pos de intereses comunes. Adicionalmente, se ha podido observar que este propicia un mayor dinamismo del tejido empresarial de la economía y favorece la aparición de innovaciones tecnológicas y el avance de la productividad.

Como se puede observar en el gráfico 1, el capital de riesgo está constituido por una serie de fuentes de financiación conocidas como familiares y amigos del emprendedor (FFF), ángeles inversionistas, capital semilla y fondos de capital privado. Cada una de ellas tiene características propias, formas de operación diferentes y están específicamente orientadas a cubrir determinadas etapas del ciclo de vida de las empresas; por consiguiente, hay una clara articulación entre el ciclo de vida de las empresas y las opciones de financiación que ofrece el capital de riesgo.

En Estados Unidos, cuna del concepto moderno de capital de riesgo, se ha fusionado el concepto de ciclo de vida de la empresa con el de opción de financiación del capital de riesgo y, como resultado de ello, se maneja el concepto de etapa de financiación (Company Stage), definido como *Seed / Start Up, Early Stage, Expansion Stage y Later Stage*.

Gráfico 1. El ciclo de vida de la empresa y el capital de riesgo



Fuente. Small Business Encyclopedia

Es corriente utilizar el término capital de riesgo para referirse a todas las alternativas de financiación que componen la industria, sin embargo, para ser más específico, se encuentra una clara distinción entre las inversiones en proyectos empresariales que están en etapas tempranas (venture capital) y aquellas que se centran en empresas ya consolidadas (private equity). De esta forma, según el gráfico 1, el venture capital está dirigido a financiar iniciativas empresariales en las etapas de *Seed / Start Up* (gestación e inicio) y *Early Stage*, en tanto que el *private*

equity financia empresas en *Expansion Stage* y *Later Stage*. En la práctica se observa que el capital privado (private equity) opera bajo la forma de fondos de inversión, de los cuales los más conocidos son los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) y los Fondos de Capital Privado (FCP), además de los Buyouts Funds y del Mezzanine Debt. El capital privado dedica aproximadamente el 4,6% de sus inversiones a las etapas de *Seed / Start Ups*, el 18,4% al *Early Stage*, el 37,6% a *Expansion Stage* y el 39,4% al *Later Stage* (Pricewaterhouse Coopers y NVCA, 2008).

Como se puede observar, las fuentes tradicionales de financiación (el crédito bancario o de proveedores), no están presentes en las etapas tempranas de desarrollo de las empresas EBTRCS; en consecuencia, es necesario preguntarse ¿Por qué los sistemas convencionales de crédito no son adecuados para financiar los start ups y las PyME de rápido crecimiento?.

Las EBTRCS, en sus primeras etapas de vida, presentan características muy propias que hacen que las inversiones de capital de riesgo sean el medio ideal para financiar su crecimiento. Estas características son:

- El éxito en el mercado de las empresas EBTRCS las lleva por un proceso de rápido y continuo crecimiento que requiere constantemente inversiones adicionales en activos fijos y en capital de trabajo, por encima de sus propias capacidades de generación interna de recursos. Estas nuevas inversiones deben ser financiadas con recursos de patrimonio porque el período de maduración de los proyectos no les permiten estar en capacidad de responder por la amortización de créditos de corto plazo y por consiguiente, las demandas adicionales de efectivo no se pueden financiar con deuda por lo que se requieren recursos frescos de capital, y los que, generalmente no pueden ser aportados por el emprendedor.
- Los activos más valiosos de las EBTRCS son generalmente patentes y otros intangibles, como los derechos de propiedad intelectual, difíciles de valorar y de ser aceptados como garantías por parte del sistema crediticio convencional.
- En las etapas tempranas de desarrollo de estas empresas, sus tecnologías no están suficientemente desarrolladas y comprobadas o sus productos no tienen la suficiente aceptación en el mercado, situación que incrementa considerablemente el riesgo de fracaso comercial y de la inversión.
- Generalmente, las EBTRCS requieren profesionales y técnicos de primer nivel, altamente calificados y costosos, que van a ejercer una presión importante sobre el flujo de efectivo.
- El financiamiento bancario y de proveedores suele resultar escaso y difícil por problemas de garantías, historial de crédito, formalidad jurídica y económica, niveles de facturación, plazo, asimetría de la información y riesgo moral.
- La asimetría de la información hace referencia al desconocimiento que el prestamista tiene sobre la naturaleza del negocio de su potencial acreedor y sobre la capacidad y forma como este lo está conduciendo.

- El riesgo moral se refiere al comportamiento futuro que pueda tomar el acreedor una vez ha recibido el crédito, frente al manejo de la empresa, sus resultados y el cumplimiento de sus compromisos financieros.

El capital de riesgo aporta los recursos para la creación y desarrollo de empresas innovadoras in embargo, es algo más que dinero: los inversionistas participan adicionalmente en forma muy activa, en la dirección de las empresas y realizan importantes aportes de valor agregado tales como asesoría estratégica, operativa, financiera, de mercadeo y legal y contactos comerciales y financieros; por eso también se le conoce como “dinero inteligente”. La participación activa de los inversionistas en la incipiente compañía no solamente es fundamental para su éxito comercial, sino que permite manejar los riesgos que surgen de la asimetría de la información y del riesgo moral.

3. Reseña histórica

Los orígenes de las inversiones de riesgo se encuentran en los inicios mismos de las sociedades comerciales (Bartlett, 1999), se remontan a épocas precapitalistas y se confunden entre las anécdotas de novela y la historia misma.

Algunos autores señalan a la financiación recibida por Cristóbal Colón de la Reina

Isabel de España, para el descubrimiento de nuevas rutas comerciales, como un ejemplo típico de inversión de riesgo y uno de los más rentables en la historia de esta industria. Posteriormente, en el Siglo XVII, las actividades del capitán Drake y otros piratas, fueron financiadas por inversionistas de riesgo pertenecientes a la nobleza. En los albores de la revolución industrial, el capital de riesgo fue fundamental para el éxito de las empresas fabricantes de maquinaria en Inglaterra. Otro de los ejemplos típicos de inversión de riesgo fue la financiación otorgada por J.P. Morgan y los Vanderbilt a Thomas Edison para la fabricación de la bombilla eléctrica o los US \$350.000 que Jeffrey Bezos recibió de su suegro para crear Amazon.com. En Estados Unidos, pocos años antes de la Segunda Guerra Mundial, algunos fondos de origen familiar, como Mellon, Rockefeller (Venrock) y Phipps (Bessemer Venture Partners), realizaron las primeras inversiones en empresas jóvenes. En profesionales en la gestión de inversiones de riesgo. Estos fondos continúan operando hoy en día (Sanabria, 2000).

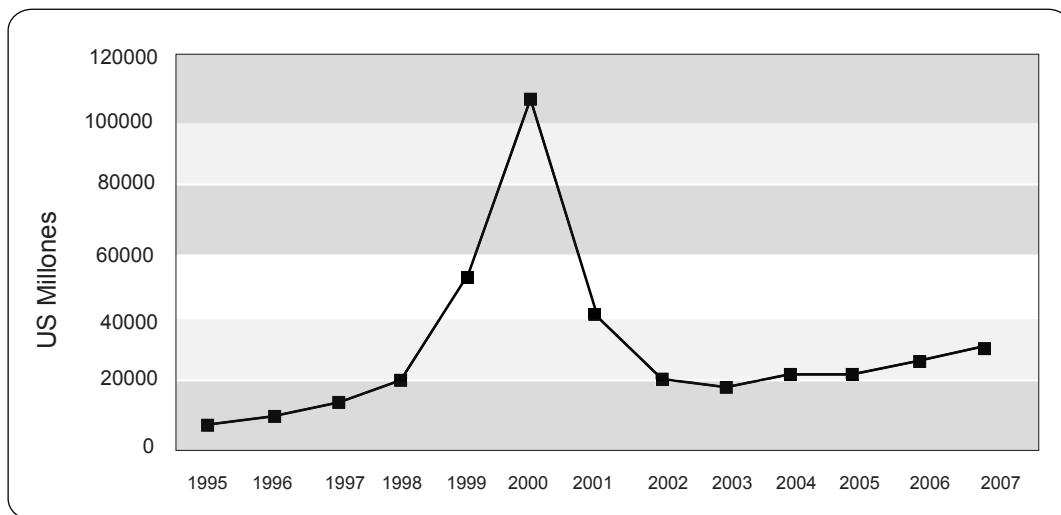
La estructura formal del capital de riesgo fue creada en Estados Unidos hacia 1946, por Georges Doriot, general y profesor de la Universidad de Harvard, quien junto a Ralph Flanders y otros crearon la American Research and Development (AR&D), una empresa especializada en invertir en compañías con problemas de

liquidez y en las etapas tempranas de desarrollo (Bartlett, 1999).

En Estados Unidos, hasta los años 70 del siglo pasado, los montos invertidos en capital de riesgo eran relativamente pequeños y provenían de algunas familias adineradas o de fondos corporativos como el Citicorp Venture Capital o Xerox. A finales de esta década se presenta una modificación fundamental en su comportamiento, motivada por dos cambios en el entorno legal: en primer lugar, en 1978, el Congreso redujo el impuesto sobre la renta del 35% a 28% para las inversiones de capital de riesgo, aumentando así el retorno a la

iniciativa empresarial. En segundo lugar, en 1979, el Departamento de Trabajo, mediante la Ley ERISA, autorizó a los fondos de pensiones a realizar pequeñas inversiones en los fondos de capital privado. Si bien ninguno de estos cambios parece revolucionario, su efecto sobre el capital de riesgo fue dramático. El total de fondos de capital de riesgo aumentó de US \$ 68,2 millones en 1977 a US\$ 978,1 millones en 1978 (ambas cifras están en dólares de 1987). Una nueva reducción del impuesto sobre las ganancias de capital en 1981 contribuyó al crecimiento de las inversiones de riesgo al pasar de US \$ 961,4 millones en 1980 a US \$ 5,1 mil millones en 1983.

Gráfico 2. Total VC - Estados Unidos



Fuente. Cálculos propios a partir de las cifras del Money Tree Report

El gráfico 2 permite observar la evolución de las inversiones de capital de riesgo en Estados Unidos: su comportamiento es muy sensible al desarrollo general de la economía pero tiene una capacidad anticíclica muy fuerte y puede afirmarse que la

historia comercial reciente de Estados Unidos ha estado muy ligada al desempeño del capital de riesgo, el cual ha sido fundamental para el desarrollo de ventajas estratégicas en algunos sectores como los textiles, automóviles, computadores (en su momento), software y biotecnología.

En Europa, las operaciones de capital de riesgo se iniciaron en los años 60 del siglo pasado, pero es en la década de los 90 cuando realmente toman importancia y se genera su rápido crecimiento. El lento desarrollo de las primeras décadas se debió fundamentalmente a problemas en el desarrollo del mercado de capitales, en las barreras regulatorias y en aspectos burocrático-culturales (Marco, 2004). A partir de los años 90 se inicia un proceso de rápido crecimiento motivado, especialmente, por la integración europea y la inversión extranjera.

El país con mayor desarrollo de la industria del capital de riesgo en Europa es Gran Bretaña, con aproximadamente el 50% de las inversiones, seguido por Francia, Italia y Alemania, con el 15,9%, 11,4%, y 9,3% de la inversión de capital de riesgo, respectivamente.

Es claro, entonces, que el capital de riesgo es una innovación financiera moderna que inicialmente se desarrolló en Estados Unidos y su éxito ha motivado el interés de muchos países por replicar el modelo americano; sin embargo no se puede desconocer que el concepto de capital de riesgo, tal como se conoce hoy en día, es el resultado de un proceso de evolución de condiciones económicas, sociales y culturales propias de Estados Unidos que no necesariamente se tienen que presentar en forma similar en otros países.

4. Ciclo de vida empresarial y etapas de financiación

El gráfico 1 muestra claramente como cada etapa de desarrollo de la empresa tiene condiciones de riesgo, rentabilidad y direccionamiento estratégico muy particulares a las que responden de manera muy eficiente las diferentes modalidades del capital de riesgo. En este punto se explica la relación entre el ciclo de vida de la empresa y las alternativas

de financiación que presenta el capital de riesgo, puede desconocerse que el concepto de capital de riesgo, tal como se conoce hoy en día, es el resultado de un proceso de evolución de condiciones económicas, sociales y culturales propias de Estados Unidos que no necesariamente se tienen que presentar en forma similar en otros países.

4.1 Gestación

Es la etapa prestart-up y se caracteriza por ser el período en el que el emprendedor estructura su oportunidad de negocio, valida la tecnología y el mercado, elabora el plan de negocio, arma su equipo de trabajo y realiza todas las actividades necesarias para iniciar operaciones (Echecopar et al., 2006).

Algunos autores, como Timmons y Spinelli (2003), identifican tres subperíodos dentro de esta etapa: gestación, incepción y prototipo.

➤ **Gestación:** es el subperíodo en el que el potencial emprendedor identifica, analiza y evalúa distintas ideas de negocio hasta llegar, finalmente, a estructurar su propia oportunidad de negocio, la cual ha de servirle de base para la creación de su empresa. Con frecuencia requiere dinero para financiar averiguaciones, ensayos y otras actividades que le permitan convencerse de su propósito. Normalmente, la financiación dentro de este subperíodo proviene del emprendedor.

➤ **Incepción:** es el subperíodo caracterizado porque el emprendedor decide hacer, formalmente, la planificación de una oportunidad de negocio. Requiere dinero para perfeccionar la investigación de mercados, elaborar el

plan de negocio, pagar asesoramientos y otras actividades que le permitan estructurar dicho plan. Nuevamente, los ahorros del emprendedor son la fuente de recursos para financiar estas actividades.

➤ **Prototipo:** en este subperíodo el emprendedor termina el plan de negocios y decide hacer los primeros productos, localizar compradores, vender, corregir procesos y procedimientos y otras actividades más. Es normalmente, el momento en el que empieza a ver de forma concreta las posibilidades de éxito de su emprendimiento o los elementos por corregir que le permitirán alcanzarlo.

Bajo la figura de capital semilla, algunos fondos de capital de riesgo, en Estados Unidos, aportan pequeñas sumas para financiar las actividades de este subperíodo y además, se presentan también algunas subvenciones del Estado.

En Colombia y en Latinoamérica, las principales fuentes de financiación de esta etapa son los propios emprendedores, sus familiares y amigos. Más del 87% de las nacientes empresas se financian con estos recursos en Latinoamérica. En los países del este de Asia, el porcentaje es del 67%, tal como se aprecia en el cuadro 1 (Studart y Suaznabar, 2004).

4.2 Start Up (Inicio)

Es la segunda etapa del proceso de creación de la empresa y describe el período comprendido entre la iniciación de operaciones y el momento en el que la empresa logra superar el punto de equilibrio. Se conoce también como “Valle de la muerte”³ porque más del 70% de las empresas no lo logran superar (Asobancaria, 2005). Durante esta etapa, la principal preocupación del emprendedor es lograr un número suficiente de clientes y proporcionarles un producto o servicio con excelente calidad para asegurar la recompra y demostrarse que posee un negocio viable (Churchill y Lewis, 1983).

Esta etapa puede tomar de tres a cinco años y se caracteriza, normalmente, por su establecimiento formal en el mercado y por la estandarización de actividades y procesos. La organización es simple y el objetivo fundamental es la supervivencia. Frecuentemente en el desarrollo, el emprendedor ha agotado sus ahorros y los recursos de sus familiares y amigos; y debido a su falta de trayectoria y de garantías reales aún no es objeto de crédito por parte del sistema bancario. Pero, además de recursos financieros, los nacientes empresarios requieren orientación y consejo de un tutor con

experiencia e interés por contribuir en la consolidación de la empresa y el empresario; estas son condiciones que pueden cubrir los ángeles inversionistas, quienes, conjuntamente con el capital semilla, han demostrado ser particularmente útiles en la etapa de desarrollo de las empresas.

Es fundamental entender que, si bien en esta etapa la empresa logra alcanzar su punto de equilibrio, persisten los problemas en la generación de efectivo, los que tan sólo se logran estabilizar hacia el sexto o séptimo año de funcionamiento; por consiguiente, los recursos de financiación que requiere la empresa deben ser aportes de capital y/o crédito de largo plazo. Esto explica, en parte, por qué el sistema financiero tradicional, que capta recursos de corto plazo para ser colocados de igual forma (de conformidad con la ortodoxia monetaria), no está en condiciones de atender este tipo de financiación (Cárdenas, 2006).

También se puede observar en el cuadro 1, que los recursos para los start ups provienen de la combinación de diferentes fuentes de financiación, siendo la más importante los ahorros del propio emprendedor y de sus familias. Sin embargo, en los países desarrollados

³ Desde el punto de vista conceptual, la expresión “Valle de la muerte” hace referencia al período en el que un gran número de nuevos emprendimientos empresariales mueren o fracasan durante sus primeros pasos o primera etapa de vida. Se estima que el recurrente fracaso se debe a falencias en la oportunidad de negocio, en el adecuado acompañamiento al proceso y, fundamentalmente, a la ausencia de recursos financieros específicos y apropiados para el apoyo a los emprendedores durante esta etapa.

se ha generado un mercado financiero especializado en start ups y los gobiernos han creado mecanismos de crédito que, complementariamente a los recursos del empresario potencial, permiten generar un adecuado nivel de financiación. En Latinoamérica, por el contrario, la ausencia de capitales complementarios a los ahorros del emprendedor inducen a que éste reduzca el tamaño de los proyectos originalmente planeados, demore la iniciación de operaciones o se vea forzado a acudir a prácticas alternativas como el incumplimiento en los pagos de salarios, servicios, impuestos, etc. (Studart y Suaznabar, 2004).

Tabla 1. Fuentes de financiación para los *start ups*

Fuente de financiación	Lanzamiento		Primeros tres años	
	América Latina	Este Asia	América Latina	Este Asia
Ahorros personales	87.2	66.7	63.7	54.3
Familia / Amigos	24.1	33.7	21.0	23.6
Tarjetas de crédito	10.2	10.6	9.1	1.0
Inversores privados	9.2	17.4	6.5	14.8
Venture Capitals	3.5	5.9	1.3	10.6
Bancos	18.7	24.8	23.8	39.3
Gobierno	5.3	26.3	7.7	49.6
Clientes / Proveedores	58.8	25.8	29.9	63.2
Factoring	5.4	2.9	9.1	5.7
Postergación de pagos	17.7	6.1	22.3	10.2
Compra de equipo de segunda	33.6	23.2	27.5	17.2

Fuente. Citado por Gómez y Serrano, 2004

En este período, el emprendedor asume las funciones de eje central de la organización, él es el negocio, realiza las tareas más importantes, es el mayor proveedor de energía, dirección y capital, corre con los mayores riesgos porque se está jugando sus ahorros y posiblemente los de algunos familiares y amigos, pero lo más crítico es que se está jugando su propio prestigio y autoestima y esto hace que el emprendimiento se

convierta en su proyecto de vida (Fracica, 2009). Dado que ésta es la etapa de mayor riesgo en el ciclo de vida de la empresa (Valle de la muerte), en los últimos años se han creado importantes innovaciones en la financiación de las empresas, no contempladas en el modelo tradicional del capital de riesgo, que aparecen en el gráfico 1, como es el caso del *Grameen Bank*, el WWB (Serra de Akerman, 2007) y la Banca Comunal (Westley, 2003).

El bootstrapping corresponde a las actividades de optimización de fondos en el start up mediante la disminución al mínimo de los gastos y la construcción de un flujo de caja positivo, reduciendo o eliminando así la necesidad de acudir a inversionistas externos.

4.3 Early Stage (Crecimiento)

Corresponde a la tercera etapa. En este período la empresa ha demostrado que es un negocio viable, tiene reconocimiento del mercado y generalmente buenas perspectivas de mayor desarrollo. La etapa comprende dos escenarios por los que la empresa debe avanzar que se conocen con los nombres de supervivencia (*1st Early Stage*) y desligamiento (*2nd Early Stage*).

El primer escenario (*1st Early Stage*) corresponde al que Churchill y Lewis (1983) identifican como supervivencia. En este período la empresa ha demostrado que es un negocio maniobrable, la organización es simple, tiene un número limitado de empleados, genera un suficiente nivel de ventas para cubrir sus costos, sin embargo, hay dudas sobre su capacidad para generar el suficiente efectivo que pueda atender las reparaciones y reemplazo de equipos y activos en la medida en que estos se desgastan.

El emprendedor aún es el eje fundamental de la empresa, esta puede haber crecido en número de empleados pero la

organización continúa siendo simple. La supervivencia se mantiene como objetivo fundamental para este tipo de empresas. Algunas no logran generar una propuesta de valor suficientemente vendedora o cubrir un mercado adecuado que les permita superar este escenario, por consiguiente, se ven abocadas a permanecer indefinidamente como empresas marginales o de subsistencia. Para el emprendedor más que utilidades, la empresa representa la posibilidad de tener un empleo. Este es el caso típico de las empresas de subsistencia y sus fuentes de financiación corresponden a los sistemas de microcrédito.

Para muchos fondos de capital de riesgo este es el momento de entrar a la empresa y de realizar la primera inversión conocida como “primera ronda de financiación”.

4.4 Expansion Stage

Las empresas que logran superar el escenario anterior crecen en tamaño y productividad y pasan al escenario identificado en el gráfico 1 como *Expansion Stage (2nd Early Stage)* y que Churchill y Lewis (1983) definen como Éxito – Desligamiento (Éxito-D) o subetapa III – D.

En esta subetapa (*2nd Early Stage*) es muy probable que la empresa alcance un adecuado tamaño y participación en el mercado y una buena salud económica.

Estas organizaciones normalmente requieren una estructura divisional definida y delegación de funciones; los sistemas de planeación son básicamente de tipo presupuestal. La principal preocupación del empresario es el adecuado manejo de la liquidez para evitar que en los períodos de prosperidad se gaste más de lo debido y acumular suficientes reservas para atender los períodos de crisis. Transcurrido algún tiempo de estar en esta subetapa, el empresario debe tomar una de las decisiones más importantes en su vida como emprendedor y de la que dependerá la permanencia indefinida en este escenario o prepararse para crecer y pasar al siguiente. Algunos empresarios deciden permanecer indefinidamente en este escenario, disfrutar de la liquidez que genera la empresa y compartir su tiempo en otras actividades hasta que los cambios en el entorno y el desarrollo de la competencia se lo permitan.

Los empresarios que optan por el escenario 3nd Éxito-C (crecimiento) deben consolidar la empresa para crecer. El empresario toma el efectivo, la capacidad de endeudamiento, atrae inversionistas y lo arriesga todo para crecer. Las empresas que recibieron financiación en el pasado escenario, generalmente acuden durante este escenario a una segunda ronda de financiación.

En este escenario, la administración se profesionaliza, se introducen sistemas

formales de planeación estratégica y se comienza el proceso de crecimiento, por consiguiente, las necesidades de financiamiento son crecientes y un instrumento apropiado para dar respuesta a estos desafíos son los fondos de capital de riesgo.

En razón de su crecimiento, además de capital de trabajo, las empresas requieren fuertes inversiones en activos fijos, es el momento de salida de los ángeles inversionistas y de entrada de los fondos de capital de riesgo, que constituyen un instrumento adecuado para otorgar financiación y desarrollo gerencial a las empresas. Los fondos de capital de riesgo son ampliamente eficientes en el acompañamiento de las empresas durante este período, permanecen en ellas por espacios que van entre los cinco y diez años, al cabo de los cuales se retiran de la empresa y liquidan su participación mediante una salida a bolsa (IPO), preferencialmente.

4.5 Later Stage (Consolidación)

En esta etapa la empresa logra una alta participación en el mercado y continúa expandiéndose pero a una tasa más lenta que en la etapa anterior. Normalmente, los fondos de capital de riesgo salen de la empresa en esta etapa en la que el sistema bancario, los fondos privados de capital y/o el mercado de capitales, se

constituyen en las mejores opciones de financiamiento para el negocio.

En esta etapa, la organización es descentralizada y los gerentes de división deben ser muy competentes para manejar un ambiente de negocio complejo y creciente. Hay sistemas formales de planeación estratégica y operacional. El dueño y el negocio tienen que llegar a estar razonablemente separados.

Algunas empresas que deciden hacer su salida a bolsa (IPO) acuden a una ronda especial de financiación conocida como mezzanine o bridge. Esta es una ronda diseñada para ayudar a la empresa a obtener los recursos suficientes para llegar al IPO y que son pagados con el producto de la oferta pública. Con estos recursos se atienden los gastos de restructuración necesarios para hacer de la empresa una inversión atractiva para el mercado.

5. Actores en el sistema de financiación empresarial

En la industria de capital de riesgo se identifican tres actores: los emprendedores, los inversionistas y el Estado.

Los emprendedores son los creadores de los start ups y de las empresas innovadoras y/o de elevado crecimiento en sus etapas tempranas; su principal activo es su cultura emprendedora, sin la cual no habría EBTRCS en busca de financiación.

El Estado puede desempeñarse desde tres perspectivas diferentes: la primera como inversionista, bien sea a través de fondos de capital de riesgo propios o mediante inversiones en fondos mixtos; la segunda a través de la creación de

subsidios o estímulos, especialmente de carácter fiscal, a inversionistas; y, la tercera, mediante la definición de políticas transversales que establezcan condiciones favorables a la inversión y a la estabilidad macroeconómica y legal. En el presente documento únicamente se analizan a los inversionistas y se deja para posteriores trabajos el análisis de los emprendedores y del Estado.

En los inversionistas del capital de riesgo es común identificar dos grandes grupos: los inversionistas informales y el mercado institucional o formal. Se define como inversionista informal a la persona que directamente ha realizado inversiones en start ups que no son de su propiedad

(Bygrave y Reynolds, 2004); dentro de este grupo se incluyen a los familiares y amigos de los emprendedores y a los ángeles inversionistas. El mercado institucional está conformado por aquellas empresas denominadas Fondos de Capital Privado (FCP), constituidas por especialistas en el fondeo y manejo de inversiones de riesgo.

5.1 Inversionistas informales y ángeles inversionistas

Según Bygrave y Reynolds (2004), en Estados Unidos el 5% de los adultos son inversionistas informales y el monto de sus inversiones en 2003 fue de \$108 billones, casi 1% del PIB. El mismo estudio permitió conocer que:

- » Más del 50% de la inversión informal va al negocio de un pariente, el 28,5% al negocio de un amigo o vecino, el 6,1% al negocio de un compañero de trabajo y el 9,4% al negocio de un extraño.
- » El perfil de los inversionistas informales los define como jóvenes, cabeza de hogar, de altos ingresos y alto nivel educativo. Los empresarios son más propensos a ser inversores informales que las personas que no lo son, especialmente porque ellos entienden el proceso de creación de empresa; son capaces de evaluar las perspectivas del emprendimiento de otro empresario y además les

gusta apoyar a otros empresarios con dinero y orientación.

- » Los inversionistas informales están conformados en un 68% por hombres y el 32% por mujeres.
- » Cuatro de cada cinco inversionistas esperan un retorno de su inversión; el 47% lo espera en dos años y un 71% en 5 años.

Por estar dispuestos a financiar la etapa inicial y de mayor riesgo en el ciclo de vida de la empresa, los inversionistas informales son fundamentales dentro de este proceso. Una mayor afluencia de inversionistas institucionales favorecería una mayor tasa de creación de empresas; por consiguiente, puede afirmarse que los inversionistas informales permiten medir el grado de desarrollo de la cultura emprendedora de una sociedad.

Los Ángeles inversionistas se describen como ex empresarios o ex altos ejecutivos, con éxito y amplio conocimiento comercial y empresarial, que desean invertir en empresas de alto riesgo y crecimiento en sus primeras etapas y que le añaden valor al involucrarse activamente en el negocio, para ayudar a reducir el riesgo asociado, convirtiéndose, de hecho, en parte del equipo emprendedor. Las empresas en las que generalmente invierten los ángeles inversionistas son demasiado pequeñas para atraer la atención de los FCR.

Normalmente, los ángeles inversionistas logran una inversión de éxito de cada diez apuestas que realizan, por esto hay una creencia generalizada que considera que la principal motivación de estos inversionistas no está dada por la utilidad económica obtenida o por obtener, sino en lograr comprobar que realizaron una elección exitosa para sus inversiones y que la lograron sacar adelante (Baty y Sommer, 2002).

Lange *et al.* (2003) proponen una caracterización general de los ángeles inversionistas en Estados Unidos y Europa basada en los siguientes rasgos:

- » Realizan inversiones desde US \$25 mil hasta US \$1 millón.
- » Tienden a agruparse en redes más grandes buscando mayor impacto y seguridad.
- » Se asocian con familiares y amigos para conformar sus fondos para inversión.
- » Prefieren aportar capitales semilla e incidir en las etapas más tempranas de gestión de los negocios.
- » Invieren en prácticamente todos los sectores, pero parecen más inclinados a dirigirse a aquellos que les son más familiares.
- » Dado el conocimiento que tienen de los temas en los que invierten, procuran, al menos, asesorar a las compañías en tanto sus directivos estén dispuestos a permitirlo; es decir, no se limitan a aportar sólo fondos.
- » También procuran hacer seguimiento posterior a la inversión de modo que su portafolio está en buena medida determinado por el número de horas que pueden dedicar a cada una de sus inversiones.
- » Se encaminan a concentrarse en zonas en las que no tengan que dedicar mucho tiempo al transporte de una compañía a otra.
- » Son más flexibles en sus criterios de aprobación de inversión, en el sentido de que no buscan exclusivamente garantías de orden económico, sino que pueden apoyarse más en su intuición o en la confianza que tengan sobre el emprendedor.
- » Están más dispuestos a correr mayores riesgos y aceptar menores rendimientos cuando se sienten atraídos por factores del negocio distintos a los retornos financieros.
- » Sus procesos de decisión de inversión son más flexibles debido al contacto directo que tienen con los

emprendedores; es decir, no están atados a procesos burocráticos. Se comprometen y se entusiasman con los emprendedores y tienen más desarrollado el sentido de responsabilidad social por dicho negocio; como segunda fuente de motivación, también se fijan en las exenciones tributarias que ofrezca la ley.

- ▷ Geográficamente están más dispersos que los fondos de capital de riesgo.
- ▷ Tienden a renovar sus inversiones en un período promedio de dos años y el 98% las hacen en redes agrupados en inversiones mayores.

Según Jeffrey Sohl, director del Centro de Investigación de la Empresa de la Universidad de Nueva Hampshire (Ross, 2009), se estima que en 2008 había 260.500 ángeles inversionistas en Estados Unidos, constituyéndose este grupo en la mayor fuente de capital semilla para los empresarios (sin contar con sus propios ahorros o el dinero de la familia y amigos). No obstante los problemas de la crisis financiera mundial, en 2008 los ángeles inversionistas invirtieron más de US \$19,2 billones en más de 55.000 empresas, cifra inferior a los US \$26 billones invertidos en 2007. La inversión media por empresa el año pasado fue de US \$346.500.

Algunas de las empresas que recibieron financiación de los ángeles inversionistas

fueron *Starbucks*, *FedEx*, *Amazon* y *Google*. En la actualidad, las inversiones de estas personas se dirigen principalmente a proyectos sanitarios (21%), software (18%), biomédicos (18%) y otros (43%).

Sin embargo, el tamaño del mercado de los ángeles inversionistas puede ser 10 ó 20 veces mayor. Se estima que en Estados Unidos solo el 7% de la capacidad de inversión de los ángeles se emplea. El 93% restante corresponde a inversionistas que desearían invertir, pero que por varias razones no lo hacen, entre ellas la falta de propuestas que coincidan con sus criterios de inversión, claridad y convencimiento en las propuestas de negocio, confianza en el emprendedor o el grupo gerencial del emprendimiento, experiencia en la valoración del negocio y certeza en la información que reciben de sus socios en perspectiva y su seguimiento.

La experiencia de los ángeles inversionistas determina que, en promedio, solo seis de cada 1000 ideas innovadoras son financiadas. La principal razón de rechazo se centra en que pese a que los EBTRCS pueden ser ideas de negocio de gran tecnología, sus emprendedores carecen de herramientas y habilidades para convertirlas en negocios exitosos. Para los inversores de capital de riesgo solo tienen valor las competencias empresariales de sus gestores.

El monto de recursos que aportan los ángeles inversionistas en USA para financiar *start ups* supera a la industria institucionalizada del capital de riesgo (Mason y Harrison, 1996). De hecho, estimaciones en USA sugieren que estos ángeles invierten en *start ups* de dos a cinco veces más que la industria del capital de riesgo. Se cree que los ángeles inversionistas financian de 30 a 40 veces más empresas que la industria del capital de riesgo formal.

Los ángeles inversionistas entran en las etapas tempranas y acompañan el desarrollo de la empresa hasta cuando están listas para recibir financiación de los fondos de capital de riesgo. Comúnmente, estos inversionistas actúan a través de redes, estrategia que les permite diversificar el riesgo, generar economías de escala y un mayor acceso a las oportunidades de negocio; además, las redes de ángeles inversionistas constituyen una forma eficiente de coordinar la demanda de proyectos innovadores en etapas tempranas. La experiencia de países con mayor desarrollo ha demostrado que las redes de ángeles bajan los costos de transacción, reducen asimetrías de información, formalizan mecanismos de inversión, generan economías de aprendizaje y proporcionan marcos éticos para estas transacciones y su seguimiento (Echecopar, 2006).

Un estudio de Kauffman Foundation (2002), registra que hace cinco años había 50 grupos formales de *Business Angels* en Estados Unidos, pero hoy pueden ser 170 aproximadamente entre formales e informales y este número viene en crecimiento. Este fenómeno es la respuesta a factores como:

- » El deseo de atraer mejores acuerdos y generar retornos más altos que los que pueden lograr los ángeles actuando independientemente.
- » El crecimiento de los fondos de capital de riesgo.
- » La expansión de la brecha de capital entre los inversionistas individuales y los institucionales.
- » La complejidad legal y económica de este tipo de inversiones.
- » El incremento en el número de individuos “hechos a sí mismos”, que quieren involucrarse más seriamente en la administración de sus activos.
- » El volumen del flujo de acuerdos.
- » La camaradería social entre inversionistas.

En Colombia recientemente se creó la primera red de ángeles inversionistas denominada “Inversionistas Ángeles de los Andes”, su sede está en Bogotá y su política de inversión define que la cantidad mínima de inversión por negocio es de US\$25,000, y se espera que los inversionistas inviertan un mínimo de US\$ 100,000 en un periodo de 18 meses.

5.2 Capital semilla

Como capital semilla (*Seed capital*) se identifican los recursos de financiación externa que los emprendedores pueden utilizar en el primer tramo de financiación de la empresa, generalmente son inversiones de patrimonio y cubren las etapas de inicio y en menor proporción, de gestación. Dentro del capital semilla se pueden contemplar las subvenciones públicas y privadas, los ángeles inversores, los ahorros de los emprendedores, sus familiares y amigos (Finbatec, 2007) y los premios de los concursos de planes de negocio.

Algunos de los fondos de capital semilla operan en Colombia son: el Fondo Emprender, de carácter oficial; la fundación COOMEVA y el fondo rotatorio de capital semilla de la Universidad de Medellín.

5.3 Fondos de capital de riesgo (FCR)

El segundo tramo de financiación externa está enfocado fundamentalmente a empresas en la etapa de crecimiento y que evolucionan de pequeña a mediana empresa (Éxito - C). En este proceso, la empresa requiere fuertes inversiones de capital y una junta directiva profesional, recursos que le pueden proveer los FCR.

Generalmente los FCR se orientan a empresas en crecimiento pero realizan inversiones de capital semilla y *start ups*. Según Money Tree, en 2008, en los Estados Unidos, los FCR realizaron inversiones en estos ciclos de desarrollo empresarial por US \$1,5 billones en 440 compañías, comparado con los US \$1,3 billones invertidos en 450 compañías en 2007.

Los FCR generalmente adquieren una participación inferior al 40% de la empresa (especialmente de base tecnológica) y mantienen la inversión por períodos que pueden variar entre 2 y 10 años; se espera que en este lapso la empresa logre madurez y esté lista para acudir a una emisión primaria de acciones en el mercado de valores (IPO) o para su fusión o venta, como mecanismo de salida del inversionista.

Además de capital, el inversionista participa activamente en la dirección de la empresa y pone a su disposición su experiencia, sus conocimientos y contactos; actividades que se conocen como estrategias de valor agregado.

Los FCR se crean a partir de los recursos propios de sus gestores y se fondean con la participación de otros inversionistas individuales o inversionistas institucionales y en algunos casos muy particulares, con recursos del Estado.

En la economía norteamericana, los FCR han sido fundamentales para la introducción de nuevos productos al mercado, el desarrollo de nuevas tecnologías, la generación de empleo y el crecimiento de las empresas, situaciones que le han permitido impulsar el desarrollo económico y social de ese país; es así como en el período 2000 - 2003 las empresas financiadas por los FCR incrementaron sus ventas en un 12,9% frente al promedio general de la economía que fue del 4,8% y el empleo creció el 6,5% mientras que para el resto de la economía el crecimiento fue del 2,3%.

Dentro de la estructura de los fondos de capital de riesgo es importante identificar cuatro tipos de fondos:

» Fondos de capital de riesgo propiamente dichos.

- » Fondos creados por el Estado con el objeto de estimular el desarrollo de un sector económico, por ejemplo las MiPyME o una industria. Bajo esta característica se encuentran en Estados Unidos las sociedades de inversión SBIC (*Small Business Investment company*) creadas en 1958. Desde esa época, las SBIC han invertido más de US \$14.000 millones en 80.000 empresas.
- » Fondos de capital de riesgo financiero: son subsidiarias o filiales de instituciones financieras o de seguros.
- » Fondos corporativos: el destino principal de las inversiones de riesgo de las grandes corporaciones no son los procesos de gestación o *start ups*; cuando esto sucede, usualmente se enfocan en el desarrollo de nuevos conocimientos, patentes y asuntos relacionados con propiedad intelectual. Por lo demás, es común que las inversiones corporativas estén orientadas por los lineamientos estratégicos de la casa matriz. Aunque las grandes corporaciones también invierten en fondos de capital, sus objetivos en el sector del riesgo tienden a dirigirse a la definición de nuevos productos, búsqueda de mercados, desarrollos operativos, etc.

Por efectos tributarios, principalmente, los fondos de capital de riesgo en Estados Unidos funcionan bajo la estructura societaria conocida como sociedad limitada (*limited partnership*) que ha sido progresivamente adoptada por varios países, con ciertas variaciones. En ese diseño, el núcleo del sistema es la Sociedad de Capital de Riesgo (SCR) que, sobre la base de establecer compromisos de aportes de capital por parte de terceros, conforma múltiples fondos de inversión de patrimonio separado, cada uno de los cuales invierte en varios proyectos de riesgo. Cada fondo es administrado por un socio general o administrador (*General Partner*) que realiza aportes de capital por cuenta de la SCR y, en conjunto con los empresarios innovadores, participa activamente en la gestión de cada proyecto, para lo cual posee derechos de decisión sobre su conducción (Jiménez, 2006).

El socio gestor es el líder y responsable del fondo, aporta aproximadamente el 20% del capital y se encarga de dirigir las actividades de consecución de recursos y de inversión.

También aportan al fondo otros socios *limited partners*, como personas naturales o fondos de inversión institucionales, que, aunque vigilan la conducción de los negocios, no suelen involucrarse directamente en su gestión.

Los inversionistas generalmente no comprometen todo el aporte que van a realizar en una empresa en un solo desembolso. Los aportes se realizan de forma escalonada o por etapas conocidas como rondas de financiación. El fondo realiza un primer aporte y los siguientes están supeditados al cumplimiento de metas de desempeño fijadas previamente.

El establecimiento de estas rondas es un mecanismo formal de administración del riesgo que permite evaluar los procesos y los resultados de cada inversión sin necesidad de exponer la totalidad del capital en un solo momento.

Según el programa Colombia Capital (2008) en el país operan tres fondos de capital de riesgo, con un monto promedio de USD\$20 millones: SEAF Colombia, Colombia Opportunity Fund y Progresa Capital.

5.4 Fondos de capital privado

Dentro de la industria del capital de riesgo, los Fondos de Capital Privado se identifican como el *Private Equity*, del cual forman parte los FCR, los Fondos de Capital Privado (FCP) propiamente dicho, las inversiones de recompra apalancada de compañías o *leverage buy outs* (LBO), las adquisiciones por

parte del equipo directivo o *management buy outs* (MBO), la recuperación de compañías en problemas y las fusiones o adquisiciones para la consolidación de alguna industria (Amaya, 2004) y el mezzanine debt.

En el *Leveraged Buy out* – LBO (adquisición con apalancamiento), una porción sustancial del monto de la operación es financiada con recursos de crédito, en parte garantizado por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo). También se pueden presentar las adquisiciones realizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI). (González y Rodríguez, 2007).

La costumbre ha llevado a identificar a los FCR como sinónimo de los FCP, sin embargo, los FCP se diferencian porque sus inversiones están más orientadas a la toma de control y a las reestructuraciones o fusiones de medianas o grandes empresas ya consolidadas.

Algunos de los fondos de capital privado que operan en Colombia con un monto promedio de USD\$50 millones son LAEFM Hidrocarburos, LAEFM Forestal, Visión Capital Privado Internacional FdF, Arcadia, Capital Partners y Escala Capital.

Con un monto promedio de USD\$150 millones operan *Tribec a Partners*, *Coficolombiana*, *Palmfund*, *Altra Investments*, *TSCapital*, *GEM Colombia* y *Mercantil Colpatria*.

CAMBIAMOS!



Pensando en ofrecerle el mejor servicio

Nuestras Líneas de Atención al Cliente

429 8487 - 263 3484 - 295 6896
 018000 111210 / 111313
 Fax: 416 3026
 Subgerencia de Mercadeo
 334 0304
 División de Mercadeo Regional D.C
 4297320

www.adpostal.gov.co

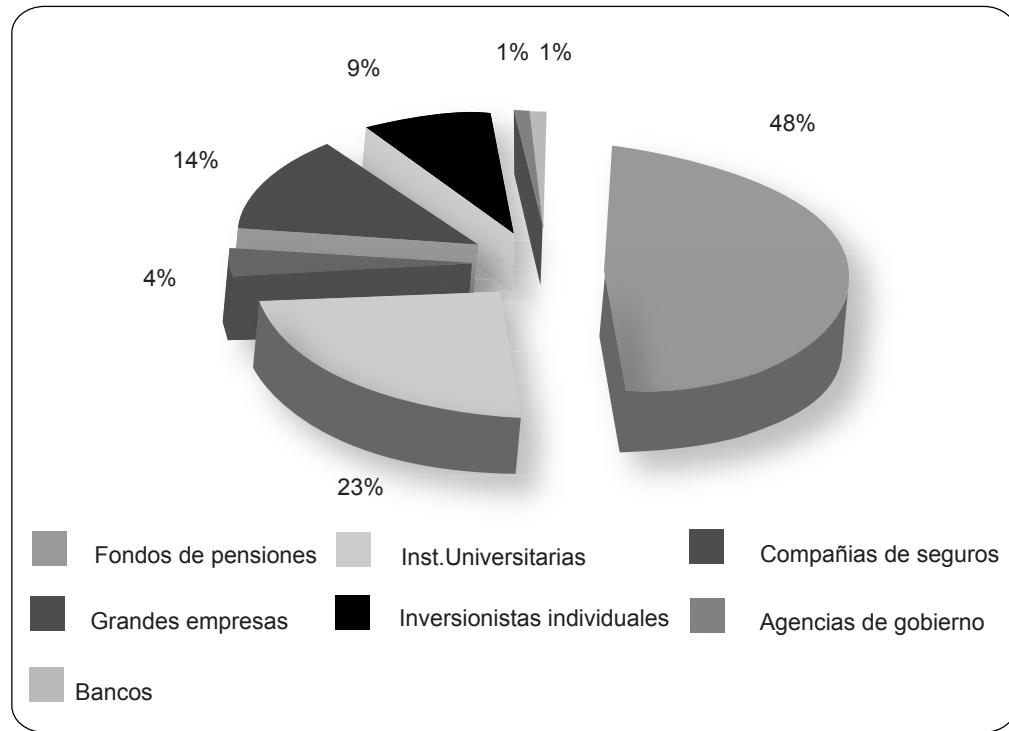
6. Cadena de valor la industria del capital de riesgo

La cadena de valor está construida básicamente por tres eslabones: captación de recursos, inversión y estrategias de salida.

6.1. Captación de recursos

El mercado informal (familiares, amigos, FFF y Ángeles Inversionistas) se fondean principalmente con recursos propios. Para el mercado formal, los resultados del *Venture Impact* (2007) muestran, en el gráfico 3, cómo fueron provistos los recursos para inversión en Estados Unidos en 2003.

Gráfico 3. Estructura de los inversionistas limitados en los fondos de capital de riesgo



Fuente. NVCA Yearbook, 2008

En Europa, a diferencia de Estados Unidos, la principal fuente de recursos para la industria del capital de riesgo proviene de los bancos, compañías de seguros y otros inversores corporativos que representan el 35,0% del total de la financiación europea en 2003, mientras que los fondos de pensión aportaron el 19,4%, los fondos del gobierno aportaron el 6,8%, los fondos empresariales el 4,8%, los inversionistas privados el 3,2%, las instituciones académicas el 1,5% y otro tipo de inversionistas el restante 29,3%.

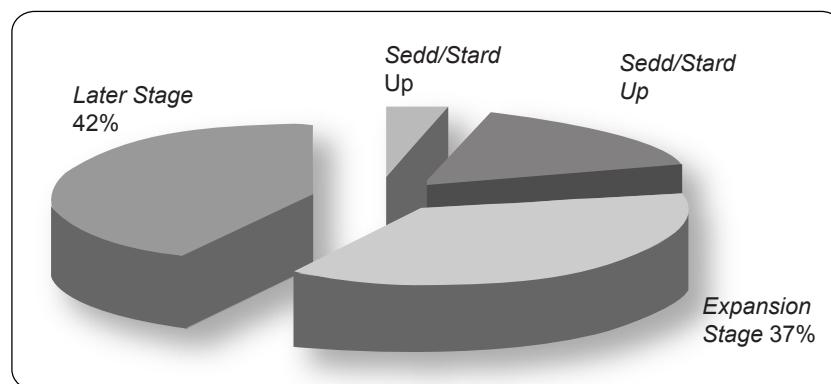
6.2 Inversión

Una de las actividades que demanda mayor esfuerzo por parte de los

inversionistas de capital de riesgo es la selección y valoración de inversiones, de conformidad con la experiencia de sus asociados; la NVCA, en su estudio *Venture Impact* (2007), señala cómo de cada 100 planes de negocio que reciben para ser evaluados, únicamente 10 logran despertar algún interés por parte de los inversionistas y tan solo uno logra la inversión solicitada.

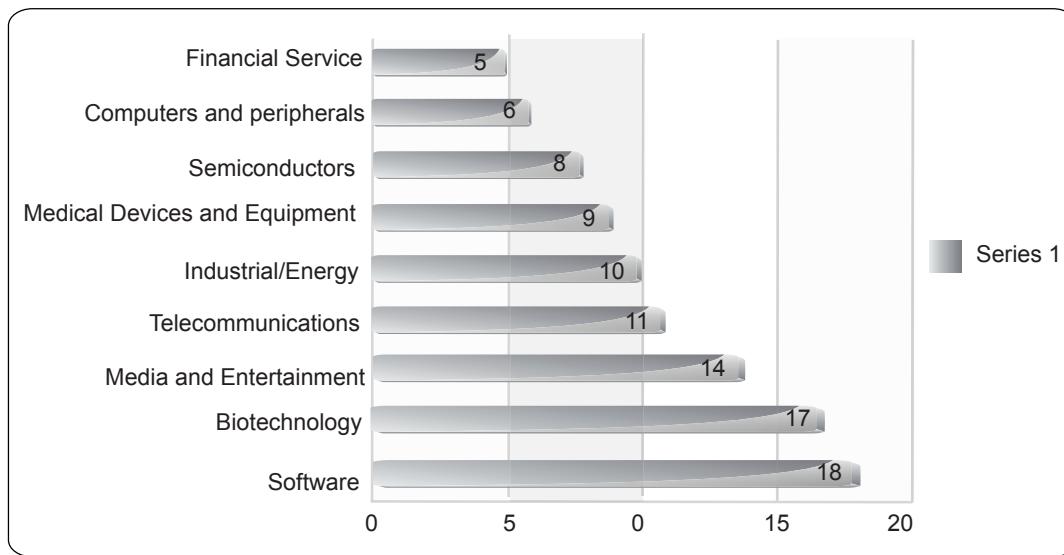
Los inversionistas de riesgo invierten a través de portafolios en los que se consideran el estado de financiación, el tipo de industria y su ubicación geográfica. La distribución de las inversiones según el estado de financiación en 2007 se aprecia en el gráfico 4.

Gráfico 4. Inversión por etapa de financiación 2007



Fuente. NVCA Yearbook, 2008

Es clara la preferencia de los inversionistas por los sectores novedosos y de alta tecnología, en ellos se esperan las mayores rentabilidades y los mayores riesgos. En 2008 las inversiones por sector tecnológico se distribuyeron de la siguiente forma:

Gráfico 5. Distribución porcentual de la inversión por sector-2007

Fuente. NVCA Yearbook, 2008

En el sector de las ciencias de la vida (biotecnología e industrias de dispositivos médicos juntos), la inversión en 2008 disminuyó en un 14% con respecto a 2007 al pasar de US \$9,3 mil millones a US \$8,0 mil millones. Para el año, las ciencias de la vida representan el 28% del total invertido y mantuvo su posición

como número uno de la inversión del sector para 2008.

Con respecto a la ubicación geográfica de las inversiones, los fondos normalmente buscan los clusters de su preferencia. En 2007, en Estados Unidos, las inversiones se distribuyeron de la siguiente forma:

Tabla 2 Distribución regional de las inversiones de capital de riesgo – Estados Unidos - 2007

	Valor Billones	Distribución Porcentual
	US \$	
Silicon Valley	10,4	34,8
New England	3,7	12,4
San Diego	2,0	6,7
Southeast	1,9	6,4
NY Metro	1,7	5,7
Total top 5	20	65,9
Total otras áreas	10	34,1
Total nacional	29,9	100,0

Fuente. NVCA, Year Book, 2008

6.3 Estrategias de salida

El objetivo fundamental de los inversores de capital de riesgo es obtener utilidad por la valorización de sus inversiones realizadas en las empresas. Para convertir esa valorización en utilidad real, el fondo debe vender su participación en las empresas. A este proceso se le conoce como estrategia de salida.

El compromiso de salida del fondo se establece en el momento mismo de la firma del contrato de inversión, de esta manera el empresario obtiene seguridad sobre el momento y la forma como el fondo liquidará su inversión en la empresa; este es un medio para resolver las dudas del empresario con respecto a la pérdida de control de la empresa.

Básicamente son tres los mecanismos de salida: la oferta inicial de acciones (IPO) en mercados públicos formales, la venta o fusión con otra empresa o la recompra por parte del propio empresario.

El complemento institucional para el desarrollo de la industria del CR es la existencia de mercados públicos y privados que faciliten la realización de las ganancias de capital. El auge exhibido por esta industria en USA así como el objetivo del gobierno de apoyar el acceso a recursos de capital a empresas innovadoras, los llevó a impulsar la creación del Nasdaq.

Dadas las dificultades que presenta la creación de esas bolsas especializadas, también se ha promovido la facilidad de la adquisición y fusión de empresas a través del mercado de private equity.

El cuadro 3 presenta la evolución de las ofertas públicas en el período 2000 -2007.

Tabla 3. Ipo en el mercado americano

2000 – 2007		
AÑO	N° IPO	VALOR MILLONES
		US \$
2000	264	25,53
2001	41	3,49
2002	22	2,109
2003	29	2,023
2004	93	11,015
2005	56	4,461
2006	57	5,117
2007	86	10,326

Fuente. NVCA, Year Book, 2008

Se observa como después de la caída de 2001, el año 2007 presenta signos de recuperación sostenida tanto en el número de IPO realizados como en su valor.

7. Resultados recientes de la industria del capital de riesgo

Se presentan los principales indicadores sobre el resultado de la actividad de la industria en los últimos años.

7.1 Expansión de la industria del capital de riesgo

La industria del capital de riesgo en el mundo es bastante joven pero muy dinámica. Se inició en Estados Unidos y

su éxito ha motivado el deseo de muchos países de seguir su ejemplo; es así como a partir de la década de 1990 ha logrado convertirse en un instrumento de desarrollo en numerosos países; por consiguiente, se le considera como una reciente innovación financiera. El cuadro 4 permite observar el monto de las inversiones de capital de riesgo realizadas por los veinte países de mayor desarrollo de esta industria.

Tabla 4. Principales países con industria de capital de riesgo

País		Venture Capital and Private Equity		Capitalización bursátil como % del PIB	2002 R&D Gastos como % del PIB
		US \$ billones	% del PIB		
Gran Bretaña	15.86	0.88		137.1	1.90
Israel	0.77	0.70		62.5	5.10
Singapur	0.54	0.59		162.6	2.20
Australia	2.93	0.56		112.1	1.50
Estados Unidos	59.20	0.54		130.3	2.82
Sudáfrica	0.82	0.51		105.2	0.70
Corea	2.84	0.47		49.3	2.96
Finlandia	0.52	0.32		105.2	3.40
Indonesia	0.65	0.31		26.2	—
Francia	4.98	0.28		77.1	2.30
Países Bajos	1.28	0.25		95.5	1.90
Italia	3.56	0.24		41.9	1.1
Suecia	1.19	0.23		57.3	4.27
Dinamarca	0.48	0.23		55.8	2.50

Continúa...

	Venture Capital and Private Equity		Capitalización bursátil como % del PIB	2002 R&D Gastos como % del PIB
	US \$ billones	% del PIB		
España	1.57	0.19	86.6	0.96
Japón	7.19	0.17	68.7	3.10
India	0.86	0.14	88.5	0.80
Canadá	1.00	0.12	103.8	1.85
Alemania	2.91	0.12	44.9	2.50
China	1.57	0.12	36.2	1.20

Fuente. Megginson, 2004

Se observa que el capital de riesgo es una industria mundial, sus principales exponentes son Estados Unidos y Europa occidental; y surgen como principales mercados emergentes, Canadá, Israel, Japón, China e India. El gran desarrollo alcanzado por algunos de ellos se debe a su capacidad de atraer inversión extranjera, especialmente en los casos de Canadá, Israel e India.

7.2 Principales recursos de la industria del capital de riesgo en Estados Unidos

En la evolución que han tenido las firmas de capital de riesgo, se observa un mayor tamaño de los negocios y una mayor profesionalización y productividad de sus integrantes.

Tabla 5. Recursos de la industria de capital de riesgo

	1987	1997	2007
Nº de firmas de VC	361	549	741
Nº de fondos de VC	687	903	1,549
Nº de profesionales	4,368	6,753	8,892
Capital invertido (US \$ billones)	4.4	19.7	39.7
Capital manejado (US \$ billones)	24.4	63.6	257.1

Fuente. NVCA, Year Book,2008

7.3 Inversiones y rentabilidades

No obstante que en el 2008 los efectos de la crisis financiera mundial ya dejaban prever sus consecuencias sobre la

industria del capital de riesgo, su caída no fue tan dramática como en otros sectores, confirmándose de esta forma su gran capacidad anticíclica.

Cuadro 6. Inversiones de la industria del capital de riesgo Estados Unidos 2007-2008

	2007		2008	
	Nº Negocios	Billones Us \$	Nº Negocios	Billones Us \$
Later Stage	1.207	12.5	1.177	10.8
Expansionstage	1.259	11.7	1.178	10.6
Early Stage	1.036	5.5	1.013	5.3
seed/start up	450	1.3	440	1.5
	3.952	30.9	3.808	28.3

Fuente. Pricewaterhouse Coopers, NVCA , 2008

En 2008 las únicas inversiones que crecieron fueron las realizadas en capital semilla y *start ups*; para las demás inversiones los montos bajaron con respecto a 2007, así como la inversión promedio por compañía, buscando de

esta forma una mayor diversificación del riesgo. Las rentabilidades logradas por la industria están muy relacionadas con su permanencia en el tiempo y el comportamiento general de la economía.

Cuadro 7. Rentabilidad efectiva anual para las inversiones según tipo de inversión y permanencia – Estados Unidos 2007

Tipo De Inversión	1 Año	3 Años	5 Años	10 Años	20 Años
Semilla/ Start Up	25.6	6.8	3.1	34.5	20.8
Balance (1)	34.5	14.6	10.1	14.9	14.2
Later Stage	38.2	11.6	9.0	8.6	13.9
Promedio Cr	31.3	10.7	6.9	17.9	16.4
Buy Out Funds	27.5	15.3	14.1	8.6	12.3
Mezzanine Debt	16.7	5.5	5.2	6.1	8.3

Tipo De Inversión	1 Año	3 Años	5 Años	10 Años	20 Años
Total Private Equity	28.3	14.0	12.0	10.6	13.9

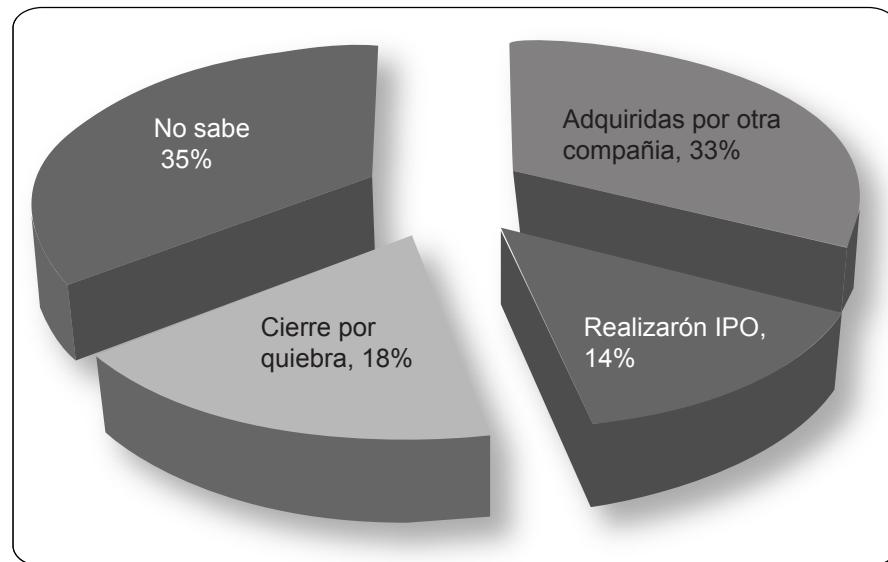
Fuente. NVCA, Year Book, 2008

7.4 Evolución de las empresas financiadas con capital de riesgo

Los siguientes son los resultados de un estudio de NVCA (2007) sobre 11.686 empresas que recibieron capital de riesgo

entre 1991 y 2000 y que busca responder a la pregunta: ¿Qué ha sucedido con las empresas que han recibido capital de riesgo?

Gráfico 6. Situación de una muestra de empresas que recibieron capital de riesgo entre 1991 y 2000



Fuente. NVCA, 2007

8. Conclusiones

La industria del capital de riesgo, no obstante ser relativamente joven, ha sido fundamental en el desarrollo de muchas empresas innovadoras y de rápido crecimiento. El éxito de estas empresas ha impactado favorablemente a la economía y el desarrollo social de sus regiones y países de origen; por esta razón, en muchas naciones, independientemente de su nivel de desarrollo, se ha adoptado este esquema para el fortalecimiento de

su propia industria del capital de riesgo como una estrategia en la construcción de la competitividad nacional.

Al analizar el ciclo de vida que caracteriza a los emprendimientos de base tecnológica se encuentra que en sus etapas tempranas no pueden ser sujetos del crédito, convencional bancario o de proveedores. Estas empresas no requieren crédito dado que demandan aportes de capital que lo debe proveer quien esté dispuesto a correr el alto riesgo de invertir en ellas. Es claro, entonces, que el problema de financiación de los

emprendimientos de base tecnológica en sus etapas tempranas no lo deben solucionar los bancos, sino que lo debe atender la industria del capital de riesgo.

Como se pudo observar, los ahorros de los propios emprendedores y de sus familiares y amigos (FFF) constituyen la principal fuente de financiación de los proyectos en su etapa de gestación y de los *start ups*. Si bien este hecho podría interpretarse como una debilidad del sistema económico y un obstáculo para la creación de empresas, es, en realidad, un indicador del grado de desarrollo de la cultura emprendedora de una nación porque está indicando qué tan grande y fuerte es el mercado no institucional del capital de riesgo. Esto lleva a pensar sobre la necesidad de estimular la cultura del ahorro-inversión en la sociedad y de establecer estrategias que animen al ahorro familiar y personal.

La industria del capital de riesgo funciona como una cadena en la que la fortaleza de cada eslabón está asociada a la de su antecesor; por consiguiente, si se pretende que las empresas puedan fluir por su ciclo de vida con alta probabilidad de éxito, se requiere que lleguen a cada eslabón debidamente preparadas para aprovechar los servicios financieros y de valor agregado que allí encontrará. Dentro de este contexto se necesita que

el punto de partida de la cadena sea muy fuerte, con proyectos innovadores de base tecnológica bien estructurados por personas con un espíritu emprendedor muy sólido. Uno de los mejores apoyos que se puede dar al desarrollo de la industria del capital de riesgo es el fortalecimiento de la cultura emprendedora de los potenciales empresarios.

La industria del capital de riesgo existe en la medida en que sus actores (los empresarios, los inversionistas y el Estado) estén comprometidos en desempeñar eficientemente el papel que les corresponde.

Desde la perspectiva de los empresarios se demanda una masa crítica de proyectos de base tecnológica y de rápido crecimiento pero, aún más importante que esto, es indispensable que se trate de empresarios que tengan muy desarrollado su espíritu emprendedor. Los inversionistas, además de dinero, deben tener dos tipos de conocimientos, el primero se refiere al manejo del negocio del capital de riesgo y el segundo es el *know-how* y la experiencia que se espera que deban transferir a las empresas. Adicionalmente, el Estado debe estar comprometido con la creación de las condiciones legales y de entorno que propicien la inversión.

9. Bibliografía

Asobancaria (2005). Creación De Empresas: El papel de los fondos de capital de riesgo. Semana Económica, N° 550. Bogotá.

Baty, G. Y Sommer, B. (2002). *True Then, True Now: A 40-Year Perspective On The Early Stage Investment Market*. Venture Capital, Volume 4, Issue 4, Pp. 289 – 293.

Bartlett, J. (1999). *Fundamentals Of Venture Capital*. Madison: Madison Books.

Bygrave W. Y Reynolds P. (2004). *Who Finances Startups In The Usa? A Comprehensive Study Of Informal Investors, 1999-2003*. Babson College And London Business School. Obtenida El 8 de Enero de 2009, de Http://Www.Babson.Edu/Entrep/Fer/Fer_2004/Web-Content/Section%20ii/P1/lip1.Html

Cárdenas, P. (2006). Los Mecanismos Financieros para la creación de empresas y el crecimiento de la PyME I Congreso Nacional de unidades de emprendimiento, Sena, Fondo Emprender, Bogotá.

Colombia Capital (2008) Preguntas frecuentes. Obtenida El 8 de marzo de 2009, De <Http://Www.Colombiacapital.Com.Co/Colombiacapital/Mx2/Administracion/Contenido/Editor/Homefiles/Preguntasfrecuentes.Pdf>

Churchill, N. Y Lewis, V. (1998). Las cinco etapas en el crecimiento de las empresas. Documento traducido por Luis Ernesto Romero. Programa Exedu. Universidad de los Andes. Bogotá.

Echecopar Et Al. (2006). Capital semilla para el financiamiento de las nuevas empresas. avances y lecciones aprendidas en América Latina. Obtenida El 18 De Febrero de 2009, de <Http://Www.Idisc.Net/En/Documentarticle.38432.Html>.

Ewin Marion Kauffman Foundation (2002). *Business Angel Investing Groups Growing In North America*, Mit. Obtenida El 16 De Enero De 2009, De <Http://Www.Kauffman.Org/Entrepreneurship/Angel-Investing-Groups-Growing.Aspx>.

Evca (2002). *Survey Of The Economic And Social Impact Of Venture Capital In Europe*. Obtenida El 6 de octubre De 2008, de <Http://Www.Evca.Eu/>.

Evca (2007). *Guide On Private Equity And Venture Capital For Entrepreneurs*. Obtenida el 12 de septiembre de 2008, de <Http://Www.Evca.Eu/>.

Finbatec (2007). Las empresas de base tecnológica e innovadoras y su relación con los fondos de inversión en capital. Bogotá: colciencias.

Fracica, G. (2008). La industria manufacturera colombiana en la economía mundial.

Bogotá. Colciencias – Universidad de La Sabana. Bogotá. Obtenida El 16 de enero de 2009, de <Http://Jabbah.Unisabana.Edu.Co/Publicaciones/> .

Fracica, G. (2009). Responsabilidad social empresarial y emprendimiento. Conferencia Ascolfa 2009.

Gutiérrez, M. Y Serrano, J. (2004). Mejoramiento de las condiciones de acceso al crédito para microempresarios: Perspectivas desde las fundaciones. Bogotá: Fundación Corona, Universidad de Los Andes, Fundación Ford.

Gilson, R. (2002). *Engineering A Venture Capital Market: Lessons From The American Experience*. Working Paper 248. Stanford Law School. Obtenida El 2 de Febrero de 2009, de <Http://Www.Highbeam.Com/Doc/1p3-924385571.Html>.

González, N. Y Rodríguez, J. (2007) Situación actual del capital de riesgo en España y en el mundo. Obtenida el 16 de Enero de 2009, de <Http://Www.Ipyme.Org/Nr/Rdonlyres/Cf757591-A7f5-4e4a-Ac7b-Fe057f30ad07/0/Situacioncrspain.Pdf>.

Jiménez, L. (2006). Capital de riesgo para la innovación: Lecciones de países desarrollados. Cepal- Serie De Desarrollo Productivo No.173. Santiago De Chile: Cepal.

Lange, J. Et Al. (2003). *"Angel Networks For The 21st Century: An Examination Of Practices Of Leading Networks In Europe And The U.S."* Journal Of Private Equity. 6.2, Spring.

Marco, J. (2004) Estrategias de éxito para firmas de capital riesgo en España: Aprendiendo de Estados Unidos. Boletín de estudios económicos, Vol. Lix. N° 181. 58-75

Megginson (2004). *Entrepreneurial Finance and Venture Capital. Corporate Finance*. Dallas: Thomson/South-Western.

Ministerio de Comercio, Industria y turismo (2008). Política pública sobre emprendimiento. Obtenida el 5 de Marzo de 2009, De [Http://Www.Mincomercio.Gov.Co/Econtent/Documentos/Intervenciones/2008/Politicaemprendimiento.Pdf](http://Www.Mincomercio.Gov.Co/Econtent/Documentos/Intervenciones/2008/Politicaemprendimiento.Pdf).

National Venture Capital Association (2007). *Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy. Fourth Edition. Arlington: Global Insight.*

National Venture Capital Association (2009). Yearbook 2008 Arlington: Thomson Financial.

Pricewaterhouse Coopers Nvca(2008). *National Moneytree Report*. Obtenida el 25 de Enero de 2009, de <Https://Www.Pwcmoneytree.Com/Mtpublic/Ns/Moneytree/Filesource/Exhibits/Moneytree%20report%20q1%202008.Pdf>.

Ross, A. (2009). *In Pitching to Angel Investors, Readiness Tops Zeal - Dealbook Blog - Nytimes.Com*. Obtenida el 16 de Abril De 2009, de <Http://Dealbook.Blogs.Nytimes.Com/2009/06/11/In-Pitching-To-Angel-Investors-Readiness-Tops-Zeal/>.

Sanabria, R. (2002). Fondos de capital de riesgo en Colombia. Tesis de grado en administración. Universidad de Los Andes.

Serra de Akerman, Cl. (2007). *Women's World Banking*. Obtenida el 16 de Abril de 2009, de <Http://Www.Swwb.Org/User/31>.

Small Business Encyclopedia Obtenida el 16 de Enero de 2009, De. <Http://Www.Answers.Com/Library/Small+Business+Encyclopedia-Letter-1a>.

Studart, R. Y Suaznabar, Cl. (2004). El acceso al financiamiento, un reto para la creación de empresas dinámicas. Desarrollo Emprendedor Kantis Ed. Bid – Fundes.

Timmons, J. Y Spinelli, S. (2004). *New Venture Creation: Entrepreneurship For The 21st Century*. New York: McGraw Hill. 6th. Ed. International Edition.

Westley, G. (2003). Relato de cuatro programas de banca comunal. Mejores prácticas en América Latina Obtenida el 4 de Octubre de 2008, De <Http://Www.Iadb.Org/Sds/Doc/349659bancacomunal.Pdf>

