

**El Capital Privado como instrumento innovador
de la financiación para el emprendimiento en Colombia**
**Private Equity as an innovative instrument
for financing entrepreneurship in Colombia**

AUTORAS

María de los Ángeles Briceño Moreno¹ Investigadora Principal y Ana María Cure²

PALABRAS CLAVE

Emprendimiento, Innovación, Capital Privado, Capital de Riesgo, Ángeles Inversionistas

KEY WORDS

Entrepreneurship, Angel Investors, Innovation, Private Equity, Venture Capital

RESUMEN

“Los Fondos de Capital Privado permiten fortalecer a las pequeñas y medianas empresas, mejorando su potencial competitivo, con esta actividad, los fondos generan en ellas un nuevo espíritu emprendedor, una nueva actitud hacia la toma de riesgos y un nuevo acceso a recursos, desde una perspectiva globalizada (Revista Dinero, 2007 y 2009)”. Los Fondos de Capital Privado en Colombia son un instrumento innovador en sus diferentes etapas, y un motor para que las empresas logren superar su etapa de expansión hasta alcanzar su madurez.

El concepto de Fondos de Capital privado, al igual que el capital de riesgo, parte del marco legal colombiano, así como su estructura y funcionamiento. La definición de innovación se basa en teorías que permiten hacer una medición de ésta en los fondos, para llegar a las conclusiones de este estudio a partir de los resultados obtenidos de fuentes primarias y secundarias en los que se

¹ (mdbricenom@gmail.com, mbriceno@cesa.edu.co). Doctorante en Ciencias de Gestión de la Universidad París 13 (Francia), Magister en Administración de la Universidad Nacional de Colombia, Especialista en Mercados de la Universidad de los Andes, Especialista en Gerencia y Gestión Cultural de la Universidad del Rosario, Comunicadora Social y Periodista. Profesora Investigadora de Tiempo Completo y coordinadora de Emprendimiento del CESA.

² Estudiante de noveno semestre de Administración de Empresas del CESA (Colegio de Estudios Superiores de Administración). Forma parte de la línea de investigación en emprendimiento.

determinó que los fondos de capital privado son innovadores en cuanto al número de ofertas y coberturas con respecto al resto de fuentes de financiación, debido a que basan sus inversiones en la especialización de sectores, imprimiendo la experiencia de sus gestores, y yendo más allá de las prácticas establecidas en las normas.

ABSTRACT

“Private equity funds allow small and medium businesses to be strengthened, making better their competitive potential. With this activity, these funds generate a new entrepreneurial spirit in them, a new attitude towards risk taking and a new access to resources from a globalized perspective (Dinero Magazine, 207 y 2009)”. Private equity funds in Colombia are an innovative instrument in their different stages, and a motor for businesses to overcome their expansion stage and reach their maturity stage.

The Private Equity Funds concept, as well as venture capital, starts from the Colombian legal framework, as well as their structure and functioning. The definition of innovation is based on theories that allow to make a measuring of it in the funds, in order to get to the conclusions of this investigation based on primary and secondary sources in which the innovation of the funds was proved, regarding the number of offers and coverage in comparison to other financing resources, for they base their investments on sectors’ specialization, printing the experience of their managers, and going beyond the regulations’ established practices.

1. INTRODUCCION

La financiación ha sido un obstáculo para el desarrollo de los emprendimientos en Colombia. En el caso de las fuentes de financiación, la identificación de proyectos con potencial ha sido otro de los retos para canalizar adecuadamente los recursos y obtener los resultados esperados. Estos obstáculos han encontrado en la innovación que han traído los Fondos de Capital Privado, acciones capaces de superar estas barreras de las que otras fuentes de financiación podrán aprender.

Identificar las características de las ofertas de los Fondos de Capital Privado y cuáles de ellas explican su innovación, desde la fase en el ciclo de vida del emprendimiento, hasta la gestión de los fondos y su relación con las empresas en las que se ha invertido y con otros actores del mercado de financiación del emprendimiento, es el objetivo central del artículo cuyo aporte es la utilidad de esta información para emprendedores e inversionistas. Para ello se desarrollan aspectos sobre la metodología, el marco legal, los aspectos de capital privado y de riesgo.

2. METODOLOGÍA

La investigación exploratoria - descriptiva, permitió obtener una mayor comprensión de un fenómeno no estudiado antes en Colombia, para identificar y describir sus características. Se utilizó información tanto primaria como secundaria. La primera se obtuvo a través de entrevistas semiestructuradas en profundidad a los representantes de los Fondos de Capital Privado (FCP) (entre ellos, gerentes de inversión, gerentes de manejo corporativo), los encargados del tema en las entidades reguladoras y los encargados de otros programas de financiación.

Se utilizó la bola de nieve como tipo de muestreo; a partir de la información proporcionada por los entrevistados se daban a conocer más fondos de capital privado, hasta un total de 28 fondos investigados, de los cuales 26 fueron tomados en cuenta para el estudio, ya que dos de ellos estaban inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, contraviniendo lo establecido en la norma.

La información secundaria tomada de revistas especializadas, información electrónica de las entidades, informes de los órganos de regulación y control, normatividad, circulares y comunicaciones emitidas por los Fondos, la Superintendencia Financiera y otros medios de información, permitió identificar el alcance de los fondos en diversos países, su importancia, sus experiencias y sus grados de desarrollo, a partir de los cuales pudo valorarse el avance de los

mismos en el caso colombiano y la innovación que éstos representan frente al resto de los programas de financiación para el emprendimiento.

Las variables dependientes fueron el número de ofertas de innovación en productos por fuente de categoría, innovación en proceso, frecuencia de lanzamiento de producto, período de desinversión, ciclo de vida de la innovación, tamaño de empresa a invertir, sector económico en que invierten los fondos, número de sectores en que invierten los fondos, Número de fondos que invierten por sector. La variable independiente fue la regulación sobre fondos comunes, que es la que aplica actualmente a los fondos de capital privado en Colombia.

3. MARCO LEGAL PARA EL EMPRENDIMIENTO EN COLOMBIA

En Colombia la normatividad legal regula y promueve la cultura del emprendimiento, al igual que los Fondos de Capital de Riesgo como parte de las denominadas Carteras Colectivas, su definición, estructura y políticas. Los antecedentes de la normatividad de fondos surgen en 1993 con el decreto 663 por medio del cual se actualizó el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modificó su titulación y numeración, 5 años más tarde se modificó el artículo 2do de ese decreto mediante el Artículo 54 de la Ley 454 de 1998 que estipulaba como establecimientos de crédito a los establecimientos bancarios, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras y se estableció que la función de éstas radica en la captación recursos a término, a través de depósitos o instrumentos de deuda a corto plazo. Sus objetivos fueron estipulados en el Artículo 11 de la Ley 510 de 1999, entre ellos, la movilización de recursos, la asignación de capital para creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresa y participación en el capital.

En cuanto al emprendimiento, en el 2006 se sancionó la Ley 1014 de 2006 de Fomento a la Cultura del Emprendimiento en Colombia en la que se definió el emprendimiento como una

manera de pensar orientada hacia la creación de riqueza, planteada con visión global centrada en las oportunidades, y llevada a cabo mediante un liderazgo equilibrado y la gestión de un riesgo calculado; cuyo resultado es la creación de valor que beneficia a la empresa, la economía y la sociedad.

Un año después se reguló la administración y Gestión de Carteras Colectivas que incluyó a los Fondos de Capital Privado, fueron regulados por el Decreto 2175 de 2007, entendiendo por cartera colectiva todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos integrado con el aporte de un número plural de personas determinables. Desde ese momento los recursos de las carteras colectivas son gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos.

En el mismo decreto se consideró a los Fondos de Capital Privado como carteras colectivas cerradas que destinan al menos las dos terceras partes de sus aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE; como mínimo, estas carteras deben contar con al menos dos inversionistas.

4. EL CAPITAL PRIVADO Y EL CAPITAL DE RIESGO

El Capital de Riesgo forma parte del mercado de Capital Privado y de sus categorías. Por lo cual, antes de definir el capital de riesgo, es necesario identificar el contexto del Capital Privado.

El mercado de capital privado consiste en colocaciones privadas de capital donde los inversionistas participan directamente en el capital social de las empresas compartiendo generalmente en forma proporcional los riesgos y los beneficios relacionados con la empresa. Las inversiones, a través de capital privado generalmente buscan generar ganancias en inversiones de mediano plazo (cinco a siete años en promedio) en empresas con alto potencial de crecimiento

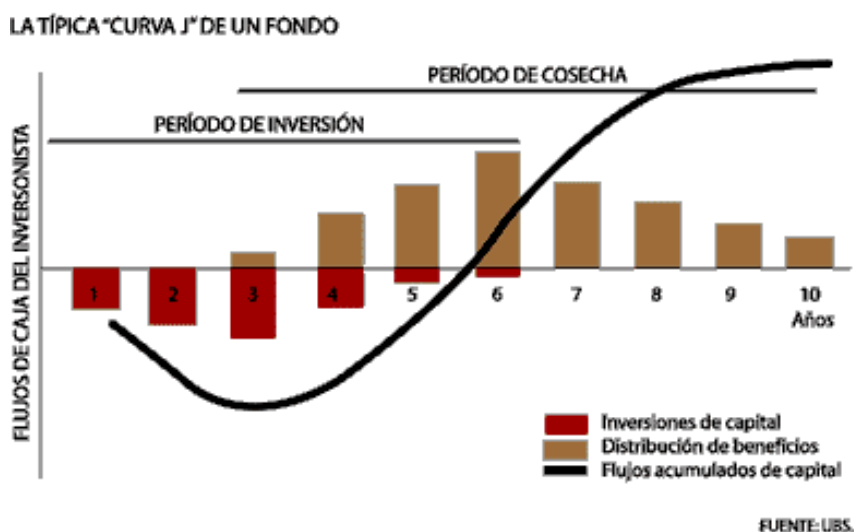
(Charvel y González, 2008). El Capital Privado toma en cuenta al capital social, que se entiende como el conjunto de relaciones sociales basadas en la confianza y en comportamientos de cooperación y reciprocidad (Atria, Siles & Arriagada, 2003), que son necesarias para que el Capital Privado asuma los riesgos y beneficios de las nuevas empresas. Adicionalmente, inducen cambios en recursos humanos, pues tratan de conseguir resultados corporativos excepcionales contratando a gerentes con esquemas fuertes de compensación por desempeño.

De acuerdo con Longenecker, Moore, Petty y Palich (2007), los mercados de capital privado han sido la fuente de financiamiento de más rápido crecimiento para las iniciativas que tienen potencial para llegar a ser negocios de importancia. En estos mercados participan los Fondos de Capital Privado, cuyo objetivo es invertir en empresas con gran potencial, es decir, invertir en aquellas empresas que se encuentran en su etapa inicial y que aún no están explotando todo su potencial, para incrementar significativamente su valor y de esta manera hacerlas más competitivas tanto en el mercado local como en el internacional (Rojas, 2008). Tal es el caso de Tribeca Partners³, el mayor fondo de capital privado de Colombia. Este fondo compra empresas líderes en las ciudades para expandir su operación y aumentar significativamente su valor. Su estrategia consiste, no en comprar empresas al borde de la quiebra para su reestructuración y posterior venta, pues casi siempre reestructuración significa recorte de personal, sino en utilizar porcentajes bajos de deuda en las compras para fondearse con la captación de recursos de inversionistas (Gerard citado en Dinero, 2007).

A partir de lo anterior, cabe anotar que los FCP experimentan un ciclo con un período de inversión que dura de tres a seis años, seguido por un período de cosecha que puede prolongarse hasta los diez años, después de realizada la inversión. El ciclo de flujo acumulado de fondos que se extiende desde la inversión inicial hasta la cosecha se conoce como “Curva J”, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

³ Gracias al espíritu empresarial de Luc Gerard, su presidente, empresas reconocidas como Onda de Mar y EMI, empresa antioqueña de Servicios Médicos, experimentaron un gran crecimiento entre 2005 y 2007.

Gráfico 1. El Ciclo de negocio de un Fondo de Capital Privado



Fuente: UBS (2007)

Como puede observarse que hasta el sexto año los flujos de inversión son negativos, a partir de lo cual la inversión de capital comienza a generar valor/beneficios, es decir, empieza a materializarse y se prolonga hasta el décimo año.

Los Fondos de Capital Privado (FCP), adquieren empresas que están en proceso de evolución, de tal manera que los aportes sean, no sólo de capital, sino que vengan acompañados de nuevas ideas, para encaminar a la compañía a un determinado nivel de madurez. Es así que a los FCP se les considera "dinero inteligente", pues aportan asesoría estratégica, operativa, financiera y legal, así como contactos financieros y comerciales. Su negocio es generar valor mediante el aporte de capital y gestión activa de la inversión, en compañías que no cotizan en bolsa, que tienen un potencial de crecimiento, y que están buscando apreciación de capital (Rojas, 2008).

Para multiplicar el valor del capital empresario, los FCP proveen fondos a empresas que no cotizan en la bolsa, para ser destinado a: Capital de Trabajo para crecimiento, expansión de la capacidad instalada y para el mejoramiento de la estructura del capital (Convenio Colombia

Capital, 2008)⁴. Cada uno de estos tiene a su vez objetivos específicos que pueden apreciarse en la siguiente figura:

Figura 1. Destinos del capital de los FCP



Fuente: Guía Práctica de Fondos de Capital Privado para Empresas del Convenio Colombia Capital y la Bolsa de Valores de Colombia, julio de 2008.

Según Longenecker, Moore, Petty y Palich (2007), para un emprendedor las fuentes de capital privado se ubican dentro de dos categorías: inversionistas de rescate (ángeles inversionistas) e inversionistas de riesgo. Los primeros son personas o grupos de personas que aportan capital a compañías nacientes (*start ups*), en las que muchas firmas de Capital Privado (CP) no invierten ante la falta de historial de desempeño del negocio (Convenio Colombia Capital, 2008). Es importante destacar que el tipo de financiamiento que otorgan se denomina capital informal de riesgo porque no existe un mercado establecido en el que estos individuos inviertan con regularidad.

⁴ Este convenio fue suscrito por el Banco Interamerica de Desarrollo (BID), junta con la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y nueve socios locales más que incluyen la Superintendencia Financiera de Colombia, las Cámaras de Comercio de Bogotá, Medellín, Cali y Bucaramanga, la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), Proexport, la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASOFONDOS) y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL) con el objeto de de que las empresas que demandan recursos para financiar sus proyectos, conozcan de una manera sencilla los procedimientos, implicaciones y beneficios de convertirse en empresas receptoras de capital privado.

Además de los ángeles de inversión que proporcionan capital informal de riesgo, las pequeñas empresas pueden buscar también inversionistas de riesgo formales, grupos de individuos que forman sociedades limitadas con el propósito de conseguir capital de grandes inversionistas institucionales. Dentro del grupo, un inversionista de riesgo constituye un socio general de la empresa, mientras los inversionistas de rescate constituyen socios limitados que tienen el beneficio de responsabilidad limitada (Longenecker y otros, 2007).

El inversionista de riesgo reúne una cantidad predeterminada de dinero llamada "fondo" [de capital de riesgo] (Longenecker y otros, 2007). Los Fondos de Capital de Riesgo ejercen una actividad financiera consistente en la oferta de financiación estable, generalmente de forma temporal y sin tener como meta el control de las empresas financiadas, más bien con el ánimo de favorecer su nacimiento o expansión, siendo el objetivo del inversor la obtención de plusvalías que pudiesen originarse al vender su participación (Domínguez, Torrado, González y Calvo, s.f.)

Una característica de este tipo de inversión, es la orientación hacia empresas innovadoras. Los destinatarios de este tipo de recursos son empresas que reúnan las particulares de: un alto potencial de crecimiento, la existencia de un producto, servicio o idea que ofrezca alguna ventaja comparativa frente a sus competidores y un buen equipo directivo.

Para los Fondos de Capital de Riesgo es importante recibir gran cantidad de buenas oportunidades de negocio con el fin de seleccionar las mejores, por lo cual usan como factor de atracción su reputación. Éstos en general tienen más relaciones que los inversionistas ángeles y pueden conseguir buenos negocios para la empresa en que invierten, y además de la capacidad que tienen para detectar los limitantes de crecimiento de las empresas, les permite mejorar la dirección de constitución de las mismas (Jacobson y Cardullo, S.F., tomado de Mason y Harrison, 1996).

4.1. Integrantes y funciones de los FCP

Los integrantes del los FCP y sus funciones, derivadas de la normatividad, fueron el punto de partida para determinar las innovaciones en procesos. De acuerdo con el Decreto 2175 de 2007, la regulación de la estructura de las carteras colectivas cerradas es la que aplica para los FCP y sus funcionarios son los siguientes:

4.1.1. Gerente de la Cartera Colectiva

Cada cartera colectiva deberá contar con un gerente, con su respectivo suplente, nombrado por la junta directiva, encargado de la gestión de las decisiones de inversión efectuadas en nombre de la cartera colectiva. Tanto el gerente como el suplente se considerarán administradores de la sociedad con funciones exclusivamente vinculadas a la gestión de las carteras. Corresponde al primero, o en su defecto al segundo, ejecutar la política de inversión con respecto al reglamento, tomar las decisiones de inversión teniendo en cuenta las políticas diseñadas por la junta directiva para identificar, medir, gestionar y administrar riesgos, identificar las situaciones generadoras de conflictos de interés, etc. (Arts.53, 54 y 55 del Decreto 2175 de 2007).

4.1.2. Sociedades Administradoras

Los FCP son administrados por Sociedades Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias y Sociedades Administradoras de Inversión, que integran a los portafolios de las carteras colectivas cualquier activo o derecho de contenido económico, según sea su naturaleza, entre ellos, participaciones en fondos de inversión extranjeros, inmuebles, títulos valores, bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros o entidades públicas, divisas con las limitaciones establecidas en el régimen cambiario, etc.

Entre las obligaciones de las sociedades administradoras está invertir recursos de la cartera colectiva de conformidad con la política de inversión, gestionar y administrar los riesgos de la cartera colectiva, efectuar la valoración de su portafolio y sus participaciones. Además, están

obligados a constituir un comité de inversiones, responsable de analizar las inversiones y los emisores, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de las mismas, como lo estipula el Artículo 56 del mencionado Decreto. Igualmente, son responsables de administrar y revelar situaciones de conflictos de interés (Artículo 67 del Decreto 2175 de 2007). El comité es nombrado por la junta directiva de la sociedad administradora. Adicionalmente, debe contar con una estructura de control interno para los procedimientos, la actividad de administración y la gestión de todas las carteras colectivas, de acuerdo con el Título VII de la circular externa 054 de 2007 de la Superintendencia Financiera.

4.1.2.1. Códigos de Buen Gobierno

Las sociedades administradoras deben incluir un aparte especialmente dedicado a la administración y gestión de carteras colectivas con el fin de asegurar que la gestión de la administración y los funcionarios se encamine a la organización y operación eficiente de estos vehículos de inversión. De esta manera, el código deberá establecer que los funcionarios de la sociedad administradora obren exclusivamente en interés de los inversionistas.

Además de lo anterior, estos códigos deberán incluir los criterios éticos y de conducta que se encaminan a preservar los derechos de los inversionistas, reglas claras y concretas con respecto a la gestión del control de los administradores de las carteras colectivas acerca del cumplimiento de las obligaciones de responsabilidades asignadas, así como las disposiciones sobre la prevención y el manejo de conflictos de interés que puedan afrontar, tanto la sociedad administradora como los funcionarios.

4.1.3. Gestor Profesional del FCP

Las sociedades administradoras de los FCP podrán establecer la contratación de un gestor profesional, con previo aviso inmediato a la Superintendencia Financiera de Colombia, según lo estipula el artículo 96 del Decreto. Los gestores son personas naturales o jurídicas, nacional o extranjeras, expertas en la administración de portafolios y el manejo de los activos aceptables

para invertir, con reconocimiento y amplia experiencia en el ámbito nacional e internacional y podrán ser inversionistas de la cartera colectiva en las condiciones indicadas en su reglamento (Artículo 99 del Decreto 2175 de 2007). En el caso de la existencia de un gestor profesional en el fondo, corresponderá a ésta la elección del comité de inversiones. Si es así, dichos miembros no tienen la calidad de administradores de la sociedad.

4.1.4. Inversionistas

De acuerdo con el artículo 59 del Decreto 2175 de 2007, los inversionistas de las carteras colectivas tienen derecho a negociar sus participaciones y solicitar su redención total o parcial, ejercer derechos políticos derivados de su participación y participar en los resultados económicos generados por las operaciones de la cartera colectiva. El monto mínimo para constituir participaciones no puede ser inferior a seiscientos (600) salarios mínimos legales mensuales vigentes. Para el cómputo de este monto se tienen en cuenta los compromisos suscritos por los inversionistas (Artículo 85).

Según el Artículo 60 la asamblea de inversionistas se constituye por los respectivos inversionistas que tiene como sus principales funciones, designar un auditor externo para la cartera colectiva cuando sea conveniente, decretar su liquidación y disponer que la administración se entregue a otra sociedad legalmente autorizada para el efecto, entre otras.

4.1.4.1. Política de Inversión

Las políticas de inversión de los FCP deberá estar definida de manera previa y clara en el reglamento y contempla el plan de inversiones, indicando el tipo de empresas o proyectos en las que se pretende participar y los criterios para la selección, dentro de los cuales se incluye información sobre los sectores económicos en que se desarrolla el proyecto y el área geográfica de su localización.

4.1.5. Comité de Vigilancia

De acuerdo con el artículo 102 del Decreto 2175, los FCP se debe nombrar un comité de vigilancia, encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y, de ser el caso, al gestor profesional, y cuyos miembros serán designados provisionalmente por la sociedad administradora, y ejercerán sus funciones hasta cuando la asamblea de inversionistas designe a los miembros en propiedad. Es facultad no puede ser ejercida por el gestor profesional.

Entre otras funciones que debe cumplir el comité se encuentran la solución y evaluación de situaciones que puedan dar lugar a conflictos de interés y verificar que las inversiones y operaciones de la cartera colectiva se realicen de acuerdo con la normatividad y reglamento estipulado.

La creación de las anteriores regulaciones, y los esfuerzos para mejorar el marco legal fueron un gran paso para las iniciativas de capital privado en Colombia. Según González (2009), específicamente se ha ganado en cuestiones de administración empresarial y derechos de los accionistas minoritarios, permitiendo al país obtener los mejores avances en cuanto a capital privado en el ranking de 2009.

4.2. Mecanismos de Entrada de los FCP

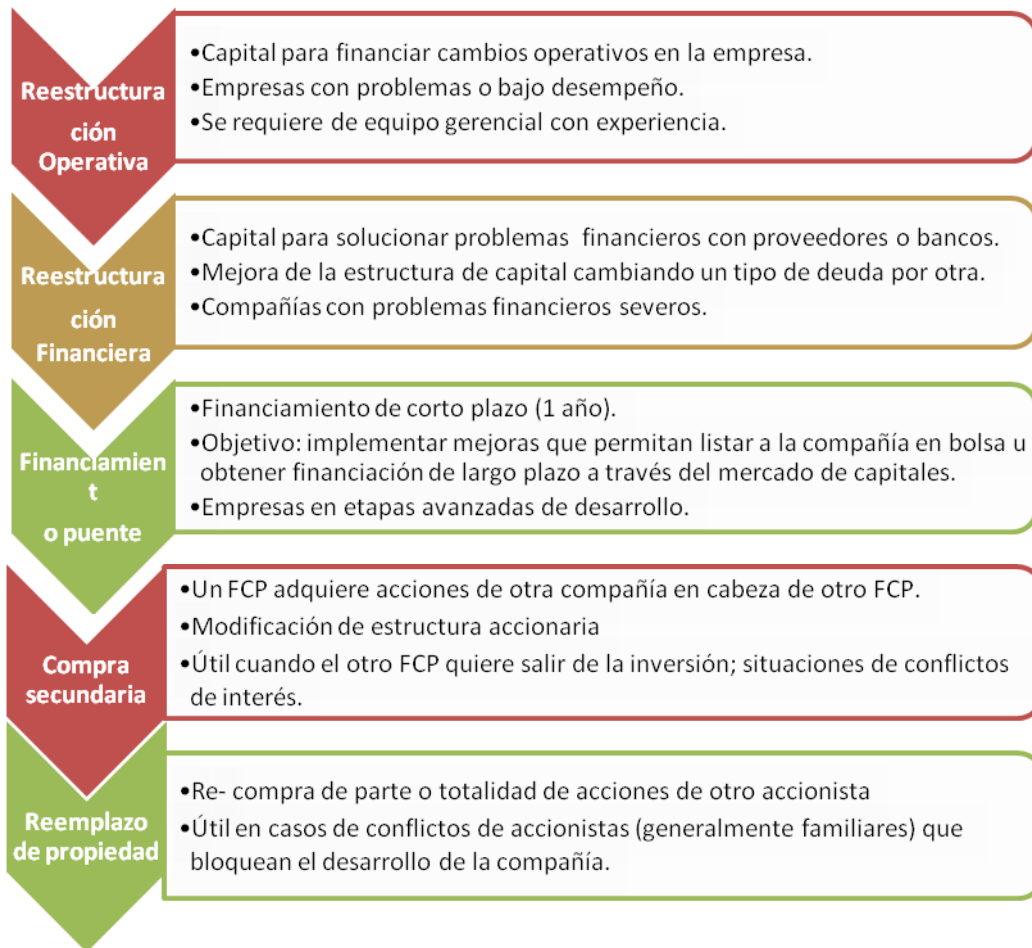
A medida que las empresas evolucionan con respecto a las diferentes etapas del emprendimiento, los Fondos de Capital de Riesgo alcanzan mayor importancia durante las etapas de expansión y consolidación de las empresas, es decir, durante su crecimiento temprano y tardío y en algunos casos en la etapa de madurez.

Para ello, los Fondos cuentan con varios de mecanismos de inversión para que logren expandir sus operaciones en forma significativa a través del incremento de capital de trabajo, capacidad de producción, mayor desarrollo de productos existentes, desarrollo de nuevos mercados etc.

Durante la etapa de consolidación, las compañías requieren generalmente de montos mayores de inversión por a la escala del negocio, que puede involucrar cambios en el equipo gerencial o en la estructura accionaria. En esta etapa la compañía puede mostrar un historial más largo de operaciones, y es precisamente en esta fase donde el objetivo de los FCP es consolidar tales operaciones, asegurar el crecimiento sostenido, alcanzar o consolidar una posición en el mercado, mejorar la estructura de capital o bien comenzar un nuevo proceso de expansión basándose en un plan de negocios renovado (Convenio Colombia Capital, 2008). A continuación se presentan los principales mecanismos de inversión de los Fondos de Capital Privado.

Dependiendo de las condiciones de los proyectos a invertir, los recursos de los fondos pueden ser destinados a reestructuración operativa, reestructuración financiera, financiamiento puente, compra secundaria o reemplazo de propiedad. En la figura No, 2 se presentan los usos que se dan a los recursos.

Figura 2. Transacciones de la Inversión de los FCP



Fuente: Elaboración propia, a partir de Convenio Colombia Capital (2008)

4.3. Mecanismos de Salida de la inversión

Para que una inversión sea exitosa, es clave la utilización de mecanismos de salida adecuados que logren permitir que las empresas superen la etapa de crecimiento acelerado para alcanzar la fase de madurez. Según la Bolsa de Valores de Colombia (2006) los mecanismos de salida son los siguientes: oferta inicial de acciones (IPO), venta de la compañía a un inversor estratégico, recompra por parte de la empresa, venta de participación minoritaria del fondo a otro fondo.

5. Innovación: Conceptos y Teorías

La financiación y la identificación de proyectos con alto potencial de crecimiento desde la perspectiva de la consecución fuentes de recursos para su desarrollo, han sido dos grandes retos para los emprendimientos Colombianos. Estas barreras han encontrado en la innovación de los FCP acciones capaces de superarlas.

Por ello, antes de mencionar y explicar las razones por las cuales dichos fondos han sido innovadores para el desarrollo de los emprendimientos colombianos, es importante aclarar detalladamente el concepto de innovación y sustentarlo con teorías relacionadas a partir de afirmaciones de diferentes autores.

En primera instancia, el término innovación según Peter Drucker designa tanto un proceso como su resultado (Velazco, Jaramillo & Intxauburu, s.f. tomado de Drejer, 2002). Según la Comisión Europea (citado en Velazco, Jaramillo & Intxauburu, s.f.), la innovación es la transformación de una idea en un producto o un servicio comercializable nuevo o mejorado. Por lo tanto, esta definición está ligada a la innovación como proceso. Sin embargo, cuando la definición de innovación está ligada al producto, equipo, procedimiento o servicio nuevo o mejorado que se lanza al mercado, hace referencia al resultado, es decir al producto.

De acuerdo con el Manual de Oslo de la OCDE (1997, citado en Ollivier y Thompson, 2009) las innovaciones tecnológicas de productos y procesos incluyen implementación tecnológica de nuevos productos y procesos y mejoras tecnológicas significativas en éstos. De esta manera, la innovación se considera como tal, cuando se ha introducido al mercado la producción de bienes

o prestación de servicios con características fuertemente diferenciadoras y adaptadas a las necesidades del mercado ocupando posiciones vacías por la inexistencia de oferentes.

Úbeda y Moslares (2008) argumentan que innovar implica fundamentalmente ofrecer valor al cliente; las empresas y son capaces de quedarse con parte de ese valor, haciéndolo de modo sostenido en el tiempo, convirtiéndose en una actividad que genera ventajas competitivas que permiten mantener un modelo de negocio a largo plazo.

6. CONDICIONES MACRO PARA LOS FCP

La llegada de los FCP a Colombia señala un nuevo momento en la actividad financiera ya que este es nuevo tipo de inversionista profesional, con visión global que acelera los procesos de compra de las empresas y la consolidación sectorial que se han verificado en los años recientes y posiblemente mejorará la calidad de gestión empresarial. Su entrada puede forzar una transformación importante, no solamente en las compañías que deseen aceptarlos como socios, sino entre las que deben defenderse de las que reciban su inversión (Revista Dinero, 2007).

Colombia no figuró hace dos años como un jugador directamente competitivo para atraer los FCP. Frente a Latinoamérica ocupó el séptimo lugar en atractivo para los fondos de inversión, con base en los 12 criterios de la asociación de FCP, LAVCA. Cinco fueron críticos en Colombia durante el año 2007 que se presentan a continuación:

Tabla 1. Evaluación de criterios de inversión en FCP en Colombia- 2007⁵

	Puntos
Puntaje total	47
Leyes Para Fundar y operar FCP	3
Tratamiento tributario para FCP e inversiones	2
Protección de derechos de accionistas minoritarios	2
Restricciones a inversiones de inversionistas institucionales en FCP	2
Protección de propiedad intelectual	2
Procesos de quiebra, derechos de acreedores, responsabilidad de socios	2
Desarrollo de mercado de capitales y facilidad de salidas	1
Requisitos de registro o reserva a inversión extranjera	3
Requisitos de gobierno corporativo	2
Fortaleza de sistema judicial	1
Corrupción percibida	1
Calidad de la contabilidad local, uso de estándares internacionales	2

Los puntajes van de 0 a 4, donde 4 es el mejor puntaje. El puntaje total va de 0 a 100, donde 100 es el mejor.

Fuente: LAVCA, 2007

Según este estudio, los FCP en el país se encontraron principalmente débiles el tratamiento tributario, protección de los accionistas minoritarios, las restricciones a la participación de inversionistas institucionales, el desarrollo de mercado de capitales para facilitar la salida por medio de la venta de empresas en bolsa y los requisitos de gobierno corporativo.

No obstante, los resultados de este año (con excepción de la corrupción percibida y mecanismos de salida) demuestran que las condiciones han cambiado y los FCP en Colombia se están perfeccionando en el mercado, aprovechando el espacio que existe para que éstos aumenten su cobertura:

⁵ Los 12 criterios de evaluación fueron traducidos por Revista Dinero (2007).

Tabla 2. Evaluación de criterios de inversión en FCP en Colombia- 2009

	Puntos
Puntaje total	57
Leyes Para Fundar y operar FCP	3
Tratamiento tributario para FCP e inversiones	2
Protección de derechos de accionistas minoritarios	3
Restricciones a inversiones de inversionistas institucionales en FCP	3
Protección de propiedad intelectual	2
Procesos de quiebra, derechos de acreedores, responsabilidad de socios	2
Desarrollo de mercado de capitales y facilidad de salidas	1
Requisitos de registro o reserva a inversión extranjera	3
Requisitos de gobierno corporativo	3
Fortaleza de sistema judicial	2
Corrupción percibida	1
Calidad de la contabilidad local, uso de estándares internacionales	2

Los puntajes van de 0 a 4, donde 4 es el mejor puntaje. El puntaje total va de 0 a 100, donde 100 es el mejor.

Fuente: LAVCA (2009)

En el informe de calificación de capital privado en Colombia, se muestra un aumento notorio de los puntajes que se presentó gracias a la expansión y consolidación de un proceso de reforma iniciado en 2007, en cuanto al acceso de inversionistas institucionales en la industria del capital privado y de riesgo (la reducción de barreras de participación por parte de estos inversionistas es la mayor fortaleza en el país dentro del contexto de CP), y el refuerzo de los derechos de los accionistas minoritarios así como mejoras en gobierno corporativo.⁶

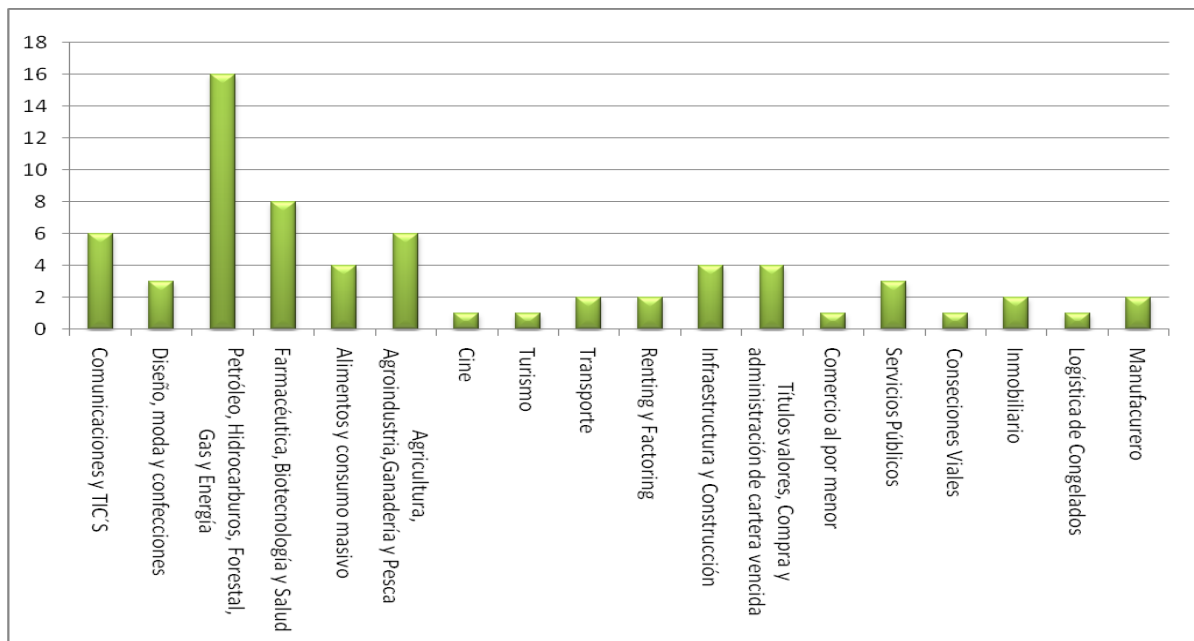
7. RESULTADOS Y ANÁLISIS DE INVESTIGACIÓN

Para los resultados, se tuvieron en cuenta 26 fondos de capital privado en Colombia⁷, que invierten en proyectos de 35 actividades económicas diferentes, agrupadas en 18 sectores tanto de la industria manufacturera como de servicios siendo el del petróleo e hidrocarburos el de mayor número de fondos participantes, seguido por el farmacéutico, biotecnológico y de salud, como se muestra en el siguiente gráfico:

⁶ Traducción de los autores a partir del documento *LAVCA 2009 Scorecard: The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*.

⁷ Cabe destacar que debido a políticas de divulgación de información de las entidades contactadas, no se mencionarán los nombres de los Fondos.

Gráfico 2. Número de Fondos que invierten por sector



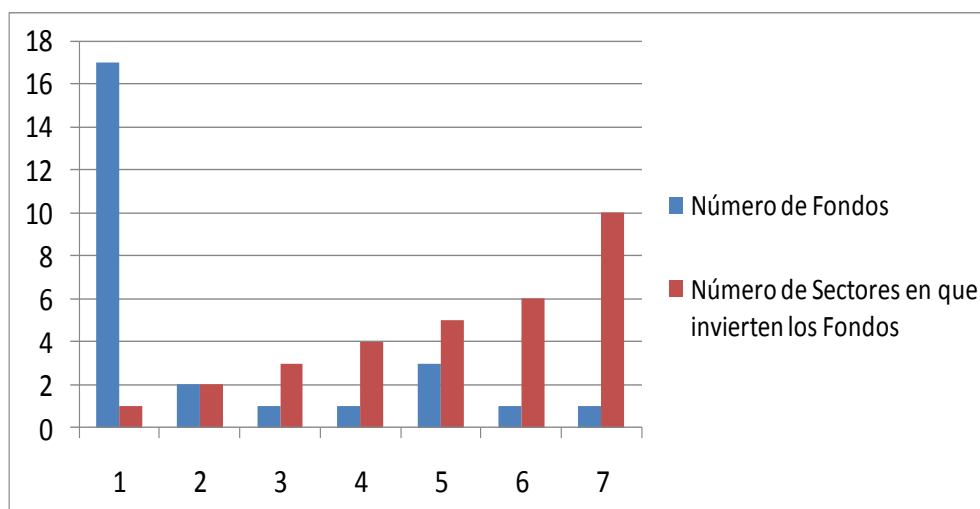
Fuente: elaboración propia, 2009 a partir de páginas web de los FCP

Sin embargo, son muy pocos los que invierten en sectores como cine, turismo, comercio al por menor y logística, convirtiéndose en sectores inexplorados por los FCP en donde pueden encontrar nuevas oportunidades de inversión y hacerlos crecer.

También es de señalar, que existe una relación inversamente proporcional entre el número de sectores a invertir y el número de fondos que realizan la inversión:

Gráfico 3. Relación de fondos y sectores

Número de Fondos	Número de Sectores en que invierten los Fondos
17	1
2	2
1	3
1	4
3	5
1	6
1	10



Fuente: elaboración propia, 2009 a partir de entrevistas realizadas a representantes de los fondos.

Así, hay un mayor número de fondos que invierten en un solo sector; lo anterior puede ser consecuencia del poco tiempo que llevan los fondos en el mercado, por un lado, y por otro, a la alta especialización que exigen ciertos sectores.

Al analizar las características de innovación de los FCP se encontró que se adaptan a los conceptos de innovación propuestos por Ollivier y Thompson (2009): la realización de innovaciones al producto y al proceso y el dinamismo de la actividad de innovación.

7.1. Innovaciones de los FCP

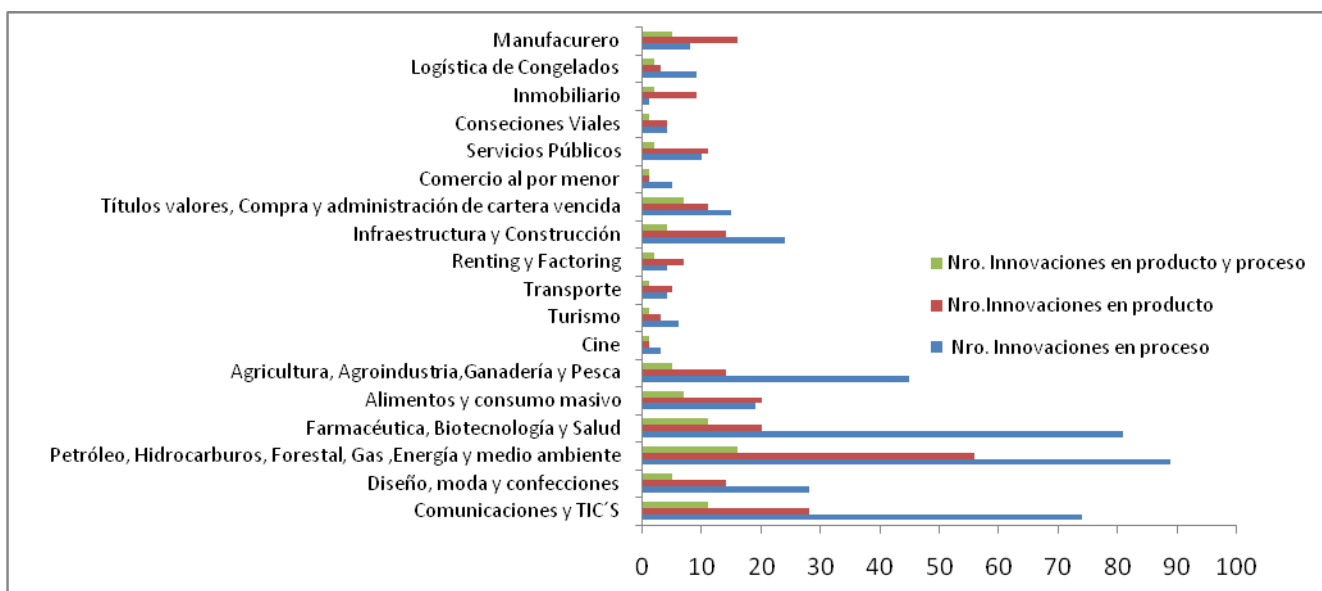
La significativa amplitud de apariciones de FCP así como de sus inversiones, hace que la innovación de estas fuentes de financiación del emprendimiento, respecto del resto de las formalmente conocidas, sea muy superior.

Esta dinámica ha sido posible debido a las innovaciones en procesos que los FCP han debido implementar para invertir en sectores altamente especializados. También, la rigurosidad de las normas, aun cuando no se han perfeccionado para el caso de los FCP, han hecho que como parte de la oferta de garantías hacia los clientes se hayan desarrollado mecanismos de protección y control sobre la gestión con miras a argumentar mayores garantías de éxito en las inversiones y del retorno de las mismas con las rentabilidades ofrecidas.

Los clientes de los fondos son quienes proporcionan los recursos a los Fondos, tales como Fondos de Pensiones, grandes grupos económicos y corporaciones financieras, entre otros.

En el siguiente gráfico se muestran las innovaciones tanto de proceso como de producto e innovaciones en ambos (producto y proceso) realizadas por los Fondos agrupados en los 18 sectores mencionados:

Gráfico 4. Número de innovaciones en proceso, producto y ambos



Fuente: Elaboración propia, 2009 a partir de entrevistas y páginas web de los FCP

Puede observarse una tendencia menor de innovaciones, tanto de producto como en proceso, del sector del comercio al por menor, el transporte, el turismo y el cine; mientras que los sectores de petróleo e hidrocarburos, energético y ambiental; farmacéutico, biotecnología y salud, seguido por el de telecomunicaciones.

En el primero de los casos se debe a que las inversiones en estos proyectos son de cuantías menores respecto a los demás sectores, lo cual a la vez permite tener una mayor amplitud de inversiones. En cuanto al sector energético, se trata de un sector, con procesos más complejos, exigiendo así mayores innovaciones por parte de los gestores de los FCP para identificar y evaluar el potencial de inversión y posteriormente para participar en la gestión de estos proyectos y mantener la vigilancia y control de sus inversiones, ya que la mayor parte de estos proyectos tiene un alto grado de complejidad. Este sector está seguido por otros que guardan las mismas características: farmacéutico y biotecnología y telecomunicaciones.

7.2. Dinamismo de la actividad de innovación

Esta característica se midió considerando dos variables: 1) la frecuencia de lanzamiento al mercado de productos que contengan alguna innovación y 2) la duración del ciclo de innovación, que corresponde al período que transcurre desde que se concibe la idea hasta su comercialización (o producción en el caso de innovaciones en procesos) del producto (Olliver y Thompson, 2009).

Al medir estas variables se tuvo en cuenta el tamaño de las empresas en que invierten los FCP (Ver tabla 3), encontrando así, que los resultados guardan la misma relación de los análisis de las innovaciones por producto y proceso, ya que en el caso de las innovaciones por frecuencia de

lanzamiento de un producto innovador, cuando se trata de proyectos de menor tamaño (pequeños), la frecuencia es mucho menor que cuando son de gran tamaño. Lo cual indica que los FCP mantienen sus ofertas cuando trabajan en sectores de baja especialización y de menor riesgo por la cuantía inferior de la inversión y aumentan la oferta de innovaciones de su portafolio cuando se trata de proyectos con alta especialización, ya que están obligados a diseñar cada uno de los aspectos de su gestión para invertir en ellos. Lo cual establece que la interacción con los proyectos en los que se invierte, como es la operación de los FCP, junto con el enfoque en sectores específicos son dos aspectos que se relacionan con mayor innovación respecto a la satisfacción de las necesidades de los clientes.

Al mismo tiempo, es significativamente mayor el promedio de duración del ciclo de innovación en el caso de inversiones en proyectos de gran tamaño, debido a que el tiempo del ciclo de vida de cada los mismos es de largo plazo. Esto se observa en los sectores de petróleo e hidrocarburos y energético. Así, la combinación entre la exigencia de innovaciones en proceso de sectores de alta complejidad y los mayores niveles de riesgo en la inversión llevan a una mayor innovación.

Tabla 3. Frecuencia de lanzamiento de un producto innovador y duración del ciclo de innovación por tamaño de empresa

Tamaño empresa en que invierte el fondo	Frecuencia Promedio lanzamiento de un producto innovador (años)	Promedio duración ciclo de innovación (años)
Grande	0,57	11,1
Pequeña	3,5	3,25
Mediana	1,6	7,3

Fuente: elaboración propia

El análisis de las variables de innovación al proceso y producto y el dinamismo de innovación se realizó igualmente a partir de comparaciones entre las diferentes fuentes de financiación existentes en Colombia de acuerdo con las etapas de emprendimiento desde el inicio de las

empresas hasta su expansión, de las cuales se pueden observar sus resultados a continuación (ver tabla 4):

Tabla 4. Innovación en las ofertas de fuentes de financiación al emprendimiento

Fuentes de Financiación	Número de ofertas encontradas	Innovación en productos por fuente de c/categoría	Indicador de innovación de ofertas de financiación en Colombia	Total ofertas del mercado= (Ofertas encontradas * variedad de ofertas)	Innovación al proceso	Innovación a ambos	Frecuencia de lanzamiento de un producto innovado (años)	Promedio del Periodo de Recuperación o de Desinversión (años)	Duración del ciclo de innovación (horizonte) (años)
Capital Semilla	23	2	0,03	46	1	0	1	2,5	2
Ángeles Inversores *	150	3	0,29	450	7	2	3	3,2	5
Crédito Bancario para emprendimiento	83	4	0,21	332	2	2	2	1,6	3,2
Fondos de Capital Privado y de Capital de Riesgo	26	27	0,45	702	5	12	1,2	2,4	7,9
SUMA				1530					

Indicador de innovación de ofertas de financiación en Colombia= (No. de ofertas innovación en producto)/total de ofertas del mercado.

Fuente: Elaboración propia a partir de entrevistas realizadas a los FCP

Al tomar la totalidad de las entidades oferentes de financiación al emprendimiento encontradas y multiplicarlas por el número de innovaciones de cada una de las categorías, se pudo totalizar las innovaciones encontradas en la financiación al emprendimiento colombiano. A partir del total de las innovaciones fue posible establecer la relación entre las innovaciones por cada categoría de financiación y este total, con lo cual se obtuvo el indicador de innovación de ofertas de financiación en Colombia, siendo mayor el indicador para el caso de los FCP.

Esto significa que la transferencia de las experiencias de los fondos comunes desde las cuales por las normas hacen su operación básica los FCP, unido a la oferta de garantías en las inversiones desde la gestión y al enfoque en especialidades bien diferenciadas, proporcionan innovaciones basadas en la búsqueda de la satisfacción de las necesidades de los clientes.

8. CONCLUSIONES

Los FCP son los instrumentos más innovadores de la financiación al emprendimiento en Colombia por la cobertura de su oferta en sectores, su desarrollo en procesos conducentes a la generación de valor (aspecto que merece ser evaluado a futuro, cuando haya suficientes salidas de la inversión para evaluar sus resultados), derivado de la especialización de sus inversiones en sectores de mediano y alto riesgo.

Esta innovación se produce por la experiencia de sus gestores, quienes han ocupado cargos de dirección en organizaciones altamente competitivas, haciendo una transferencia de sus experiencias y principalmente desarrollando esquemas que agregan valor a los procesos basados en las normas establecidas, llevando estas prácticas a la formalización y homogenización en sentidos vertical y horizontal dentro del FCP y entre éste y sus proyectos de inversión, con lo cual también son innovadores al transferir sus prácticas en sus proyectos de inversión, como parte de su gestión, con lo cual comparten el riesgo tanto en la inversión como en el proceso para llegar a los resultados esperados.

También son innovadores en el número de entidades y de ofertas que han aparecido en los últimos tres años, con ofertas dirigidas a sectores particulares que demuestran el conocimiento del mercado en el que invierten y de sus perspectivas. También han sido innovadores transfiriendo las experiencias de los FCP de países con mayor experiencia.

Al encontrar que clientes de los FCP son entidades financieras se puede concluir que hay una integración vertical hacia adelante en las ofertas de financiación al emprendimiento.

En cuanto a la regulación de los FCP, la corresponsabilidad que obliga la normatividad de los FCP entre los gestores, los administradores y los emprendimientos, eleva los mecanismos de control y hacen que éstos deban ser incluidos en los procesos del fondo y de la gestión en cada proyecto específicamente. Lo anterior se da debido a que la legislación que aplica para los FCP es la misma de los Fondos Comunes, con mecanismos de control correspondientes a la mayor responsabilidad que representa el manejo de recursos de origen colectivo, tales como los Fondos de Pensiones.

Las innovaciones en los FCP también obedecen a que los suscriptores deben estar informados sobre las políticas de inversión, de tal manera que puedan tomar determinaciones de para vincularse a la misma de manera informada. Con ello se evita que las inversiones estén bajo condiciones objetivas y particulares de cada inversionista o grupos de inversionistas, las que además varían en el tiempo.

Durante los dos pasados años, los Fondos han demostrado mayor flexibilidad las barreras de entrada a inversionistas institucionales y derechos de accionistas minoritarios, que son puntos a favor para los Fondos de Capital privado en cuanto a su fortalecimiento y regulación. No obstante, deben fortalecer su presencia en el mercado de capitales, sus mecanismos de salida y mejorar su puntaje en el aspecto de corrupción. Lo anterior puede lograrse a través de estrategias innovadoras, o reestructuración de estrategias de salida ya establecidas para llevar a cabo negociaciones en bolsa, ya sea con otros fondos de capital, accionistas o terceros. Con respecto al segundo aspecto, deben fortalecerse las normas y políticas de control y vigilancia, de tal manera que sean más exigentes al evaluar las acciones y procesos que se llevan a cabo dentro de las carteras colectivas.

9. REFLEXIONES

A partir del proceso que se llevó a cabo durante este estudio, surgen algunas reflexiones para considerar en futuras investigaciones:

Si las entidades financieras que hoy ofrecen créditos al emprendimiento y los programas privados de capital semilla, tienen en sus perspectivas la expansión de sus negocios integrándose hacia adelante en la cadena de financiación del emprendimiento: ¿No generaría esto un mayor vacío a un problema que ya está presente como es la consecución de financiación en las etapas iniciales del emprendimiento? En lo anterior, el gobierno también tiene oportunidad de acción, pues el Fondo de Capital Semilla que actualmente ofrece, no alcanzará a atender todas las necesidades de financiación del emprendimiento.

En cambio, la renovación de estímulos fiscales y de beneficios por la participación de nuevos entrantes en este mercado, capitalizando la experiencia que tienen y que siguen adquiriendo los FCP, pueden ser una alternativa para la propuesta de entrada de nuevos oferentes para la atención de necesidades de financiación al emprendimiento en sus primeras etapas.

¿Qué medidas ha tomado el gobierno para mejorar la calificación de los FCP con respecto a los temas de mecanismos de salida a la bolsa y corrupción percibida? De esta manera, proyectarán una mejor imagen en el ámbito internacional, permitiendo un mayor atractivo de inversión, y con ello la expansión de empresas con alto potencial de crecimiento en Colombia.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias, A., Correales, J., Gómez, L., Jiménez, J., Quiroga, R. y Varela, R. (2008, agosto). *Global Entrepreneurship Monitor (GEM) Colombia 2007: Reporte de Resultados*. Recuperado el 24 de junio de 2009 de <http://www.gemcolombia.org/doc/GEM%20Colombia07.pdf>
- Atria, L., Siles M. & Arriagada, I. (2003). *Capital Social y reducción de la pobreza en América Latina y el Caribe: en busca de un nuevo paradigma*. Santiago de Chile: Libros CEPAL.
- Barona, B., Gómez, A., y Torres, J., (2006). La financiación de nuevas empresas en Colombia. Las experiencias y opiniones de una muestra de gerentes bancarios. Cuadernos de Administración. Vol 19. No. 32. Pp. 45-70. Julio – diciembre de 2006.

- Bygrave, W. D. (1997). *The portable MBA in entrepreneurship* (2nd. Ed.) New York: John Wiley.
- Charvel, R. & González, L. (2008,18 de julio). *Capital Privado: beneficios y desventajas*. Recuperado el 24 de junio de 2009 de http://www.angelventuresmexico.com/index.php?option=com_content&view=article&id=48:capital-privado-beneficios-ydesventajas&catid=1:latest-news
- Convenio Colombia Capital (2008, julio). *Guía práctica de Fondos de Capital Privado Para empresas*. Recuperado el 25 de junio de 2009 de <http://idbdocs.iadb.org/WSDocs/getDocument.aspx?DOCNUM=1779403>
- Domínguez, J., Torrado, F., Gonzales, J. y Calvo R. (s.f.) *Las start-up de la nueva economía: el capital de riesgo como fuente de financiación*. Recuperado el 25 de junio de 2009 de <http://www.asepelt.org/ficheros/File/Anales/2003%20->
- Formichella, M. (2004, 11 de enero). *El concepto de emprendimiento y su relación con la educación, el empleo y el desarrollo local*. Recuperado el 2 de julio de 2009 de http://www.inta.gov.ar/barrow/info/documentos/desarrollo_local/emprendydesarrollolocal.pdf
- González, L (2009). *Colombia y Perú, atractivos para el capital privado*. Recuperado el 24 de julio de 2009 de <http://www.americaeconomia.com/note.aspx?Note=288782>.
- Guzmán A. y Trujillo M. (2008, 23 de enero). *Venture Capital: Una mirada al constructo teórico, su rol en los nuevos emprendimientos y agenda de investigación futura*. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 19, 71-84. Recuperado el 24 de junio de 2009 de <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/909/90916106.pdf>
- Jacobsohn, G. & Carullo, J.C. (S.F.). *Capital de Riesgo en Argentina: diagnóstico, necesidades y políticas*. Recuperado el 16 de marzo de <http://aplicaciones.icesi.edu.co/ciela/antiores/Papers/emcr/1.pdf>
- LAVCA- Latin American Venture Capital Association (2007). *Scorecard: Colombia*. Recuperado el 19 de agosto de 2009 de http://www.lavca.org/lavca/web.nsf/pages/2007scorecard_colombia_e.html

- LAVCA (2009). *LACVA 2009 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*. Recuperado el 10 de agosto de 2009 de [http://www.lavca.org/lavca/web.nsf/pages/2009scorecard.html/\\$file/scorecard09.pdf](http://www.lavca.org/lavca/web.nsf/pages/2009scorecard.html/$file/scorecard09.pdf)
- Longenecker J.G., Moore C.W., Petty, J.W., & Palich, L.E. (2007). Desarrollo de un plan de negocios para una nueva empresa. *La Administración de pequeñas empresas: enfoque emprendedor* (p.277).
- Malagón, F. (s.f.). *El espíritu emprendedor y la creación de empresa*. Recuperado el 2 de julio de 2009 de http://www.quadernsdigitals.net/datos_web/hemeroteca/r_1/nr_595/a_8146/8146.html
- Mejía, C. (2007). La Innovación en la Administración. *INNOVAR, Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*. Año 17, vol. 029.
- Olliver, J. & Thompson P. (2009, septiembre). Diferencias en el proceso de innovación en empresas pequeñas y medianas de la industria manufacturera de la ciudad de Chihuahua, México. Tomado del Manual de Oslo de la OCDE (1997).
- Revista Dinero (2007, 26 de octubre). *Los Dueños del Capital*. Recuperado el 2 de julio de 2009 de <http://www.dinero.com/noticias-caratula/duenos-del-capital/40662.aspx>.
- Revista Dinero (2009, 19 de agosto). *CAF invierte \$4.800 millones en fondo de capital privado*. Recuperado el 24 de agosto de 2009 de <http://www.dinero.com/noticias-noticias/caf-invierte-4800-millones-fondo-capital-privado/62527.aspx>.
- Rojas, L. (2008) ¿Qué son Fondos de Capital Privado? *Portafolio*. Recuperado el 24 de junio de 2009 de http://www.portafolio.com.co/opinion/blogs/home/post.php?id_blog=4173970&id_post=450010
290
- Ubeda, R. & Moslares, C. Boletín Económico de ICE, No. 2942, 1 al 10 de julio, 2008. *Innovando la Innovación*. Recuperado el 3 de agosto de 2009 de http://www.revistasice.com/cmsrevistasICE/pdfs/BICE_2942_27-38__D2541C0F6C6FE7DFDA7FE909554BE65C.pdf

- Velazco, E. Jaramillo, I. & Intxauburu, M. (S.F.). *Evolución de los modelos sobre el proceso de innovación: desde el modelo lineal hasta los sistemas de información. Recuperado el 2 de agosto de 2009 de dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?codigo=2499438...0*