

**Financiamiento de las PyME en Colombia y el Papel de la Industria de Capital Privado:
El Caso de las Cadenas de Restaurantes.**

Angie Rodríguez Valero

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA–
Maestría en Finanzas Corporativas
Bogotá
2014**

**Financiamiento de las PyME en Colombia y el Papel de la Industria de Capital Privado:
El Caso de las Cadenas de Restaurantes.**

Angie Rodríguez Valero

**Director:
Fernando Suescún Mutis
Vicepresidente Financiero
Colsubsidio**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-
Maestría en Finanzas Corporativas
Bogotá
2014**

Contenido

1. Introducción	8
2. Estado del Arte	11
3. Marco Teórico	14
4. Las Pequeñas y Medianas Empresas en Colombia.....	18
5. Los Fondos de Capital Privado en Colombia.....	34
6. El Financiamiento de Pymes a través de Fondos de Capital en Colombia: el caso de Compañías en el Sector de Comidas y Bebidas	46
7. Conclusiones	60
Anexos	64
Bibliografía.....	69

Índice de gráficos

<i>Gráfico 1.</i> Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas.....	21
<i>Gráfico 2.</i> Evolución de las principales fuentes de financiamiento de las empresas, en pesos constantes, según tamaño de empresa	24
<i>Gráfico 3.</i> Evolución de las principales fuentes de financiamiento de las empresas, según tamaño de empresa. Tomado de “Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia”, por Zuleta, L., 2011, p. 15-17	24
<i>Gráfico 4.</i> Evolución de la participación de las fuentes de financiamiento de las Pymes. 1996 - 2009.....	25
<i>Gráfico 7.</i> Evolución de la cartera de <i>Leasing</i> y <i>Factoring</i> . Enero 2004 - Septiembre 2010.	28
<i>Gráfico 8.</i> Fondos de capital cerrados e iniciativas de fondos de capital en Colombia	30
<i>Gráfico 9</i> Solicitud de crédito al sistema financiero.....	31
<i>Gráfico 10.</i> Herramientas alternativas de financiamiento	32
<i>Gráfico 11.</i> Etapas en el ciclo de vida de una empresa en la que invierten los fondos de acuerdo a su estrategia	35
<i>Gráfico 12.</i> Evolución de la Industria de Fondos de Capital en Colombia	40
<i>Gráfico 13.</i> Consecución de Recursos Industria de Capital Privado / Capital de Riesgo.....	43
<i>Gráfico 14.</i> Capital Comprometido y Recursos por Tipo de Fondo en Colombia	44
<i>Gráfico 15.</i> Empresas que han recibido capital de los Fondos de Capital Privado en Colombia	48
<i>Gráfico 14.</i> Evolución de la participación de los desembolsos de crédito de Bancoldex según tamaño de empresas. 2005-2010	65
<i>Gráfico 15.</i> Participación de las garantías vigentes otorgadas por el FNG como proporción del crédito comercial de las entidades financieras especializadas en Pymes. 2003-2009.	66

Índice de Tablas

<i>Tabla 1.</i> Clasificación de las empresas por tamaño en Colombia.....	18
<i>Tabla 2.</i> Bancarización en Colombia. Julio de 2006 - Junio de 2010.....	68

Anexos

<i>Anexo A.</i> Principales instrumentos de política pública de financiamiento a Pymes.....	64
---	----

Resumen

El trabajo de investigación desarrollado a continuación tiene como propósito dilucidar los problemas de financiamiento a los que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas Pymes¹ durante su desarrollo y las alternativas de financiamiento – fondos de capital privado- que han surgido en los últimos años para este segmento. En particular, se estudia la reciente tendencia de acceso a recursos por parte de cadenas de restaurantes y alimentos, a través de fondos de capital. La investigación comprende el estudio de la dinámica de la actividad empresarial en Colombia, específicamente del segmento Pyme; la realización de un diagnóstico del acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en el país; y la caracterización de la industria de Capital Privado en Colombia, su consolidación y organización. Todo lo anterior con el objeto de dilucidar la relación que existe entre el desarrollo de la industria de Capital Privado y el crecimiento de empresas del segmento Pyme, haciendo énfasis en esta oportunidad en el sector específico de restaurantes. Se espera determinar el papel que juegan los fondos de capital privado en Colombia en el cierre de la brecha de financiamiento de las Pyme en el país.

Palabras clave: Financiamiento - Pequeñas y Medianas Empresas – Pymes, Instituciones, Fondos de Capital, Cadenas de Restaurantes.

Clasificación JEL: D92, E26, G24, G28, G32, L82, N26, O16.

¹ En Colombia el sector empresarial está clasificado en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas. Los parámetros vigentes para clasificar las empresas por su tamaño (artículo 2º de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la Ley 905 de 2004) definen al segmento Pyme como el grupo de empresas pequeñas y medianas con activos totales superiores a 500 salarios mínimos mensuales legales vigentes - SMMLV y hasta 30.000 SMMLV (Pequeña empresa - a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores. b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) SMMLV; Mediana empresa - a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores. b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) SMMLV (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2013).

1. Introducción

Durante los últimos años, la industria de Capital privado en Colombia ha evolucionado de manera significativa. Las nuevas fuentes de financiación, el desarrollo de una estructura regulatoria sólida, el crecimiento económico del país y una creciente atención internacional, han permitido que la industria de capital riesgo de Colombia alcance un nuevo nivel y se esté convirtiendo rápidamente en uno de los mercados más dinámicos de América Latina. De igual forma, la masa empresarial del segmento Pyme en el país crece constantemente y de manera dinámica, impulsando en gran medida el desarrollo del país y la generación de empleo. De acuerdo con la investigación adelantada por el Global Entrepreneurship Monitor, Colombia es uno de los países con mayor actividad empresarial (medida por la relación entre los empresarios y la población total). A pesar de que la mayoría de los empresarios colombianos son empresarios por necesidad, todavía hay un número considerable de empresarios por oportunidad. El alto número de empresarios por oportunidad sugiere un flujo de operaciones continuas para la industria de Capital Privado (Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2011).

La consolidación de este segmento empresarial demanda constantemente financiamiento para su desarrollo. Sin embargo, el acceso a dicho financiamiento es limitado dadas las restricciones crediticias y opciones de acceso a fuentes diversas de financiación a las que históricamente se han enfrentado las compañías de este segmento empresarial. La Encuesta de Clima de Inversión del Banco Mundial – 2010, muestra que el crédito y otros tipos de financiación para las Pyme son todavía muy escasos en Colombia (Banco Mundial, 2011). En términos de acceso al crédito bancario, los resultados de la Gran Encuesta Pyme (GEP) indican que el 48% de las Pymes en el sector comercio solicitaron crédito al sistema financiero en el primer semestre de 2013, 46% en el sector industrial y al 39% en el de servicios; las tasas de aprobación de dichos créditos se

mantuvieron por encima del 92%. Estos resultados van en línea con el crecimiento de la cartera comercial, que fue del 11.7% real anual a noviembre de 2013. Las tasas de interés de los créditos a las Pymes se han mantenido bajas. Sólo el 6% de los créditos otorgados en el sector comercio se aprobó a tasas superiores a DTF+8 puntos, porcentaje que llegaba al 7% en industria y al 4% en el sector servicios en el primer semestre de 2013. El rango de aprobación más común era DTF+4 puntos, acaparando en promedio un 56% de las respuestas de los tres macro-sectores (ANIF, 2013).

Sin embargo, estas mismas cifras de la encuesta señalan que entre el 52% y el 61% de los empresarios no solicitó crédito bancario, dando algunos indicios de restricción crediticia en el segmento Pyme. Además, el uso de fuentes alternativas de financiamiento ha sido bajo - cerca de un 60% de los encuestados afirmaron no utilizarlas. En resumen y pese a la expansión del crédito comercial en los últimos años, y el crecimiento de los niveles de bancarización en el país, más del 50% del segmento Pyme reporta no acceder al sector financiero, según la encuesta, porque no considerarlo relevante o provechoso, lo que se podría atribuir a un factor de informalidad en la economía. Por su parte, el bajo uso de medios alternativos de financiamiento parece sustentarse en un desconocimiento de esta clase de productos (Clavijo, 2014).

Colombia no solo tiene demanda potencial de inversión en Pymes; también tiene una creciente industria de Capital Privado capaz de seleccionar y financiar proyectos empresariales promisorios. Con nuevas fuentes de financiación, normatividad y regulación estructuradas, crecimiento económico y creciente atención internacional, la industria de Capital Privado en Colombia ha alcanzado un nuevo nivel y se convierte rápidamente en uno de los mercados más dinámicos de América Latina. Tanto así que, de acuerdo con el conjunto de indicadores de la Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA), Colombia pasó de 7º mejor país para invertir en 2007, a 4º en 2012 (Latin American Private Equity and Venture Capital Association, 2013).

La adecuación de un ambiente institucional para el desarrollo de la industria de Capital Privado es también un paso importante. Antes de 2005, no había regulación para la creación de empresas de capital de riesgo ni existía la estructura legal necesaria para su formación. Los cambios introducidos por el Decreto 964 de 2005, sin embargo, pusieron las prácticas de gobierno corporativo de Colombia en situación de igualdad con los estándares internacionales, lo que aumentó la credibilidad del país frente a los inversores y posibilitó las inversiones tradicionales en el sector. 2007 fue un año decisivo para la industria. El Decreto 2175 definió jurídicamente las empresas de capital de riesgo (Fondos de Capital Privado) como fondos mutuos cerrados y permitió a los fondos de pensiones colombianos invertir hasta un 5% de sus activos en fondos de capital riesgo locales. Todos estos cambios, demostraron que el país estaba listo para las inversiones en fondos de capital y desencadenaron a su vez un crecimiento exponencial en el sector.

En resumen, la brecha de acceso a financiamiento para Pymes se constituye como una oportunidad potencial dentro del proceso de desarrollo y consolidación de la industria de Capital Privado en Colombia. Los fondos de capital son actores clave en la consecución de recursos por parte de empresas pertenecientes al segmento Pyme y en esta medida jugadores relevantes en el acceso a fuentes de financiamiento alternativas para estas empresas. Adicionalmente, el aporte de los fondos de capital al desarrollo de compañías en este segmento tiene una implicación más allá del acceso a recursos: el fortalecimiento y consolidación de su operación a través de apoyo y conocimiento en términos de gerenciamiento, gobernanza y control, entre otros aspectos en los que los fondos aportan su valioso y amplio conocimiento y experiencia.

2. Estado del Arte

Está demostrado que la industria de *Private Equity/ Venture Capital (PE/VC)* tiene un fuerte impacto en los mercados de capitales. Es el caso de Brasil, el país de la región donde mayor desarrollo ha alcanzado esta industria. De Lima Ribeiro (2007) analiza la industria de capital privado y capital de riesgo en este país y encuentra que efectivamente ésta ha impactado el mercado de capitales – las empresas respaldadas por *PE/VC* representan cerca de la mitad de la cantidad recaudada por las ofertas públicas iniciales (OPI) en las bolsas de valores². De hecho, las firmas de *PE/VC* representan un segmento importante del mercado de capitales especializado en inversión en Pymes innovadoras y de alto crecimiento³. No obstante, y a pesar de su éxito, el *PE/VC* está aún muy restringido en Brasil por el entorno económico e institucional. Los cambios en el sistema jurídico y fiscal, la simplificación de procedimientos burocráticos y otras mejoras se espera se vean reflejadas en incrementos sensibles en la industria y con un impacto positivo en el acceso de las Pyme a la financiación. Como la mayoría de los países de América Latina comparten rasgos económicos e institucionales similares con Brasil, el camino seguido por la industria local de *PE/VC* puede servir de ejemplo para otros países para aprender de sus éxitos y fracasos (Ribeiro L. , High-Growth SMEs and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil, 2008).

De Lima Ribeiro et al. (2006), basados en la experiencia brasileña, examinan la forma en que el *PE/VC* se adapta a una economía emergente. Los resultados ponen de

² Examinando dos acuerdos en particular que involucraron a Pymes argumenta que los administradores de *PE/VC* han actuado como catalizadores de las altas tasas de crecimiento experimentadas antes de que estas empresas entraran al mercado de valores. Para el caso específico de Colombia, aunque no se tiene certeza de la proporción de Pymes innovadoras en el total de compañías del segmento, es un hecho que desde el Gobierno y el sector privado se vienen impulsando iniciativas (Premio Innova – Premio Gacelas) que incentiven la innovación en este segmento y potencialicen la inversión por parte de *PE/VC* en estas compañías que contribuya como fin último a su desarrollo y crecimiento, y asu posterior entrada al mercado de capitales.

³ Los gestores de *PE/VC* ejercen selección superior, seguimiento y gobernanza para mitigar la incertidumbre y los riesgos de invertir en este tipo de empresas.

manifiesto que la falta de infraestructura y seguridad generan oportunidades de inversión⁴. Sin embargo, la idiosincrasia institucional representa una importante barrera y fuerza a la industria de *PE/VC* a adaptarse invirtiendo en diferentes etapas de desarrollo del negocio, evitando compras apalancadas, con un enfoque generalista de la industria, concentrándose geográficamente en el clúster financiero y dependiendo del arbitraje para la resolución de controversias.

Está también muy bien documentado el impacto positivo de la industria de *Private Equity* y *Venture Capital* en la creación y desarrollo de empresas innovadoras de éxito en algunos países, principalmente en Estados Unidos. Las firmas de *PE/VC* no sólo proporcionan capital para nuevas empresas y Pymes con déficits de financiamiento, especialmente en mercados emergentes, sino también recursos estratégicos que permiten a estas empresas la comercialización de la innovación. Ramalho (2010) muestra que según lo esperado, los incentivos del gobierno y el fomento a la industria local de *PE/VC* en economías emergentes para fomentar la innovación son de importancia para el crecimiento económico. El entorno institucional es así mismo un factor clave para el desarrollo de la industria así como también el apoyo gubernamental. De Carvalho et al. (2012) analiza la forma como el gobierno brasileño ha apoyado a través de los años la industria de *PE/VC* con el fin de crear condiciones favorables a la creación y desarrollo de empresas innovadoras. Confirma la hipótesis de que el gobierno brasileño ha usado al *PE/VC* como un tipo de política pública enrutada a fomentar el espíritu empresarial y la innovación. Aunque las políticas públicas de *PE/VC* en Brasil se han concentrado sobre todo en la fase de recaudación de fondos, han sido capaces de impactar positivamente todo el ciclo. Evidencia también el creciente interés del gobierno brasileño por las etapas

⁴ La existencia de infraestructura adecuada en un país es un elemento clave para la industria de *PE/VC* dado que empresas de cualquier tamaño pueden construir y crecer sobre esta infraestructura y crear oportunidades de inversión. De otro lado, la construcción y mantenimiento de infraestructura (rutas, vías férreas, puertos, saneamiento y energía) demanda importantes cantidades de fondos que pueden ser proporcionados por vehículos de *PE/VC* y cubiertos por garantías del gobierno en esquemas de asociación público-privada (APP).

tempranas de financiamiento - capital semilla y capital de riesgo⁵ - debido a su importancia para toda la cadena de valor del *PE/VC*⁶.

En relación a las Pyme, la falta de financiamiento al que se enfrentan y el hecho de no haber contado con comienzos sólidos, no implica que estas no puedan desarrollar su potencial y crecer. Agundu y Dagogo (2010) parten de esta premisa y realizan un análisis del capital de riesgo como opción de financiación y de su uso como instrumento de impulso al desarrollo y transformación de las Pyme. Analizando las perspectivas fundamentales de la industria de VC en Nigeria a través de encuestas a 120 Pymes⁷ se concluye que las Pyme financiadas por VC superan significativamente a sus contrapartes no financiadas en aspectos críticos, concretamente, el apoyo a la gestión prevaleció como el aspecto más importante en el desarrollo y transformación de las Pyme. Concluye que es imperativo proporcionar incentivos sólidos para la inversión de capital riesgo en estas compañías.

Desde el punto de vista de los propietarios/gerentes de las pequeñas y medianas empresas, Brettel et al. (2009) identifica los *drivers* e inhibidores de la utilización de capital privado en este segmento. La actitud hacia la financiación a través de capital de riesgo se basa principalmente a la percepción de adición de valor, seguido por la influencia negativa de la pérdida de control y de riesgo que se percibe para el negocio. Los resultados sugieren diversas maneras respecto a la forma como se ofrece financiamiento de capital de riesgo a las Pyme, que adicionalmente deben ser diseñados para lograr la máxima intención, y, en consecuencia, también una mayor probabilidad de éxito.

⁵ El capital semilla es un tipo de oferta de compra y venta de acciones en el cual el inversor adquiere una parte de un negocio o una empresa. Se trata de una inversión temprana que puede realizar a través de un ángel inversionista que provee el capital a cambio de una participación accionaria. El Capital de Riesgo es por su parte, un fondo encargado de canalizar suma de dineros hacia nuevos negocios de alto riesgo y de alta rentabilidad, poniendo a la nueva generación de emprendedores, suficiente cantidad de dinero para enfrentarse a empresas ya existentes. (Ministerio de Comercio Industria y Turismo, 2013).

⁶ Las políticas públicas han sido muy importantes para construir una industria local de PE/VC dinámica y fuerte, cuyo capital comprometido creció 50% anual entre 2005 y 2008 para alcanzar los US\$ 27 billones, con inversiones por más de US\$ 11 millones, que emplea a 1.400 profesionales y que mantiene la cartera de 482 compañías, en su mayoría pymes. Además, las empresas respaldadas por PE/VC representan un tercio de las ofertas públicas iniciales (OPI) que se produjeron en Brasil entre 2004 y 2008.

⁷ Sólo la mitad de las Pyme encuestadas estaban siendo respaldadas por capital de riesgo.

3. Marco Teórico

En todas las economías, los sectores real y financiero se complementan entre sí con el fin de mantener un equilibrio progresivo. Esto es importante dado que la deficiencia en un sector menoscaba la evolución del otro. Sharpe et al. (1995) afirma que existe una fuerte relación entre un sector financiero muy desarrollado y la inversión real. En Colombia, sin embargo, la evidencia muestra que ambos sectores no están del todo alineados. Los bancos totalizan enormes ganancias incluso durante periodos de recesión, simplemente porque son menos sensibles a la financiación a largo plazo de lo que son a la financiación comercial a corto plazo y a las operaciones de cambio. De hecho, esta es una de las razones por las que el sector real del país no se ha desarrollado completamente a pesar de varias intervenciones.

En términos de deuda y financiamiento, la estructura de capital de una empresa envuelve decisiones sobre financiación a través de deuda y/o *equity*, y la implicación de que mayor apalancamiento aumenta el valor, parece ser más aplicable a grandes empresas. Por lo general, en etapas tempranas se da prioridad a la supervivencia y sostenibilidad de la compañía, en cuyo caso la primera regla es el empleo de la estructura que exponga menos a la empresa a una pesada obligación financiera durante periodos de bajo flujo de caja y bajo rendimiento de los activos⁸. Longenecker et al (1997) sostiene que la decisión de la estructura de capital depende del tipo de negocio, la solidez financiera de la empresa y el entorno económico actual. También implica ventajas y desventajas sobre el potencial de rentabilidad, riesgo financiero y control de voto.

De otro lado, la inversión en *equity* significa financiamiento por parte de los accionistas. Existen dos líneas de inversión a través de *equity*: inversiones de capital

⁸ La decisión de financiación a largo plazo para PyMEs tiende a favorecer las colocaciones privadas Grinblatt y Titman (1998).

público y privado. La inversión de capital público consiste en obtener participación de capital directamente del público a través de la bolsa de valores, mientras que el capital privado supone una inversión en una empresa privada por parte de unos pocos inversionistas o inversionistas institucionales.

También se ha estudiado en profundidad la relación entre el valor de una empresa con el apalancamiento, mostrando en la mayoría de ocasiones una relación positiva (Ezra, 1963). Tal vez, esto explica por qué todavía hay un fuerte énfasis en el uso de deuda a pesar de la gran contribución de Modigliani y Miller (MM) en 1958 sobre la irrelevancia de la estructura de capital. Sin embargo, la posición de estos autores en un mundo con impuestos, implica que el rendimiento esperado del patrimonio aumenta a medida que el coeficiente deuda-*equity* aumenta. Por lo tanto, y de acuerdo a Brealey y Myers (1996), los accionistas no pueden ser indiferentes a un mayor apalancamiento cuando este efectivamente aumenta el rendimiento esperado (Ollor & Dagogo, 2009).

La financiación a través de deuda es también más económica sólo en negocios maduros o empresas con alto flujo de efectivo inicial. Por lo tanto, el financiamiento a través de capital privado/capital de riesgo es más estratégico para compañías en estadios tempranos de desarrollo. Tal como lo determinan Ollor Y Dagogo (2009), en cualquier caso, el hecho de que el endeudamiento no sea la mejor alternativa puede deberse a factores distintos a su carácter inadecuado para empresas principiantes (costos implícitos innecesarios, informalidad), así como la inexperiencia técnica y de gestión al interior de las empresas. Adicionalmente, la toma de decisiones sobre la estructura de capital sin tener en consideración el beneficio de la posición de la empresa es inaceptable. La indiferencia o falta de pertinencia supone la no optimización de valor o su sub-optimización, independientemente de la etapa de desarrollo de la compañía.

En este sentido, los capitalistas de riesgo ofrecen un servicio más completo, enfocado a la empresa, y orientado hacia el crecimiento, que aunque puede representar un costo adicional, puede también hacer la diferencia entre el estancamiento o el dinamismo, entre la pequeña y la gran escala y entre fracaso y el éxito para una compañía.

El capital riesgo o *Venture Capital-VC*, es un tipo de financiación de capital privado que envuelve inversiones en empresas que no cotizan en bolsa pero con potencial de crecimiento. Por lo general, es de naturaleza de mediano y largo plazo y se realiza a cambio de una participación en la compañía. De acuerdo a Berlín (1998), los capitalistas de riesgo mantienen un papel activo en la gestión de la empresa que financian y trabajan en estrecha colaboración con el mercado de valores para hacerla pública. Por lo tanto, hacen énfasis en el apoyo que ofrecen a nuevas empresas (*start-ups*) y a los controles que puedan ser ejercidos sobre las mismas, así como a las estrategias de salida disponibles. Como un todo, fomentan el crecimiento de las empresas a través de la activa participación en la financiación, gestión y apoyo técnico (Berlin, 1998).

Nuevamente, de acuerdo con Ollor Y Dagogo (2009), una revisión del impacto del VC en varios países resalta los siguientes factores críticos: la creación de marco fiscal y legal atractivo, planes para ejercer opciones sobre acciones y atraer y retener talento, oferta de expertos en gestión y estrategias de negocios que apoyen a los empresarios para ejecutar empresas respaldadas por VC, establecimiento de vínculos y redes entre las organizaciones de investigación y empresarios, protección firme de los derechos de propiedad intelectual, ofrecimiento de mecanismos eficientes de salida para los inversores para maximizar sus ganancias, ofreciendo una segunda oportunidad a los empresarios cuyas empresas se declararon en quiebra, proporcionando más fondos mediante el levantamiento de las prohibiciones de participación, establecimiento de un marco adecuado para la participación de los *limited partners*, dedicación de esfuerzos de investigación para el desarrollo de industrias de alta tecnología, entre otros.

Finalmente y en relación al Valor Económico Agregado - EVA⁹, es importante resaltar la diferencia entre los beneficios y la eficiencia y/o rentabilidad del capital empleado. Esto es, utilidad operativa menos retorno exigido al capital invertido. El retorno exigido es un costo medio ponderado del capital (*WACC*) determinado por el mercado, que reduce el sesgo entre deuda y *equity*. En otras palabras, la comparación de EVA entre las dos

⁹ EL Valor Económico Agregado (EVA) es el ingreso residual que una empresa obtiene después de deducir los costos de capital, Van Horne (2002).

categorías de Pyme mostraría el efecto de las variables independientes que determinan el desempeño en Pymes respaldadas por VC. En un estudio sobre el efecto de la liberalización financiera en la estructura de capital y las decisiones de inversión de las empresas manufactureras de Indonesia, Harris et al. (1994) utilizaron EVA para establecer la diferencia entre los resultados pre y post hoc de las empresas en estudio.

En resumen, los diferentes mecanismos de financiamiento al que recurra una compañía, siempre teniendo en consideración el estadio de desarrollo de la misma y su estructura de capital, inciden y repercuten en su valor económico. El tipo de compañía en estados iniciales de desarrollo y/o maduración, podrían verse más favorecidas en acceder a fuentes alternativas de financiamiento como fondos de capital de riesgo, que han demostrado ser más exequibles y en muchos casos, generan mayor valor intrínseco para la empresa y sus accionistas.

4. Las Pequeñas y Medianas Empresas en Colombia

En Colombia¹⁰ los parámetros vigentes para clasificar las empresas por su tamaño están dispuestos en el artículo 2º de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la Ley 905 de 2004. Tales disposiciones exigen el cumplimiento de las dos condiciones de cada uno de los tipos de empresa (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2013):

Tabla 1. Clasificación de las empresas por tamaño en Colombia

Microempresa
a) Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores b) Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes.
Pequeña empresa
a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores. b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.
Mediana empresa
a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores. b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

Fuente: “MyPimes – Portal Empresarial Colombiano. <http://www.mipymes.gov.co>”. 2013.

No existe hasta el momento un consenso sobre el número y el tamaño del universo de empresas en el sector real, ni sobre su aporte al empleo y al Producto Interno Bruto del país. Las cifras más recientes pertenecen al Censo Nacional del año 2005 e indican que sólo un 0.1% del total de las empresas correspondía a empresas grandes, un 0.5% eran medianas, un 3% pequeñas y un 96.4% a microempresas. A pesar que las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) únicamente representaron un 3.5% del total de empresas, se

¹⁰ Se está en espera de la reglamentación del artículo 43 de la Ley 1450 de 2011.

estima que éstas generaban el 30.5% del empleo del país - porcentaje en el que las empresas pequeñas aportaban un 17.6% y las medianas un 12.9%¹¹.

Si bien las Pymes suelen agruparse dentro de un mismo segmento, la realidad es que existen diferencias fundamentales entre pequeñas y medianas empresas, que determinan tanto su desempeño general como sus condiciones de acceso a financiamiento. En este sentido, la Gran Encuesta Pyme (GEP), liderada por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), detalla las diferencias exhibidas por tamaño de la compañía estudiando posibles diferenciales en las condiciones de financiamiento. Pese a la importancia de las Pymes en la generación de empleo y su contribución al PIB, aún para las más formales, la financiación depende desproporcionadamente de los recursos propios y del crédito bancario (Salamanca, 2012). ANIF señala que las Micro, Medianas y Pequeñas empresas (MiPymes) que representan 96% de los establecimientos del país, cuentan con una participación del 80% de la generación de empleo y contribuyen con un 40% del PIB, deben buscar recursos a través del crédito bancario y cerca de un 60% no acceden a otras fuentes de financiamiento (Revista Dinero, 2013).

El acceso a servicios financieros es crítico para que las Pymes puedan fortalecerse y crecer. El crédito, además de fomentar su crecimiento también promueve mayor productividad en las empresas por medio de la adquisición de bienes de capital a los que de otra forma no podrían acceder. Bajo este contexto, la poca profundización financiera en Colombia es un factor que cobra relevancia. El indicador de profundización financiera¹² muestra que en 2012 Colombia apenas alcanza un 36% a diferencia de otros países de América Latina donde alcanza niveles superiores (Chile - 90.2% y Brasil - 57%), o de países asiáticos como Hong Kong, Singapur o Malasia, donde en todos el porcentaje supera el 75%. En efecto, en Colombia algunos estudios, han encontrado que las empresas

¹¹ En cuanto a su contribución al PIB, algunos estudios señalan que ésta llegaba a ser cercana al 38.7% (Ayyagari et al., 2005).

¹² El indicador de profundización financiera relaciona la cartera total del sector bancario como porcentaje del PIB

más pequeñas enfrentan restricciones financieras fuertes al tiempo que el costo de la deuda puede llegar a ser una limitación a su capacidad de inversión (Zamora, 2012).

4.1. El Financiamiento de las Pymes en Colombia

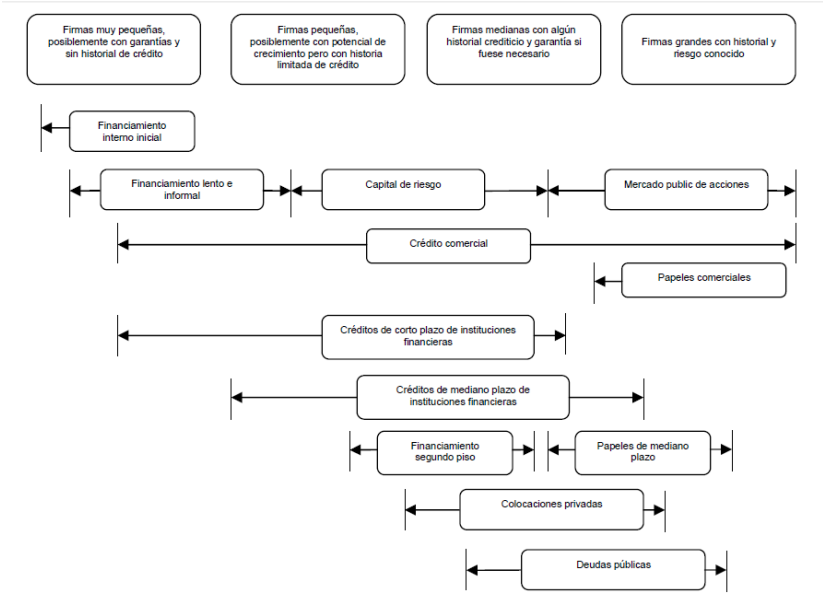
La literatura económica sobre acceso de las Pymes a financiamiento¹³ justifica la intervención del Estado en el desarrollo de este tipo de empresas por su potencial de crecimiento y ante la presencia de fallas de mercado e institucionales que las afectan, fallas ligadas a la estructura del mercado financiero respecto del diseño y facilitación de su acceso al crédito. Además, la infraestructura del sistema financiero es muy importante para la atención de las Pymes: las normas legales y el grado de información disponible tienen un efecto relevante para demostrar el desempeño de este tipo de empresas y con ello, permitirles acceder a financiamiento. En este contexto, el diseño de evaluaciones de crédito especializadas, la adecuación de la regulación, el diseño de productos financieros sustitutos del crédito y la disponibilidad de garantías, contribuyen a mejorar el acceso, así como también un entorno de mayor competencia, de innovación y de mayor profundidad financiera (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

El marco de desarrollo y evolución de los productos financieros para las pymes puede explicitarse mediante un proceso en el que resultan importantes el tamaño de la empresa y su historial de crédito, de acuerdo al esquema diseñado por Berger y Udell (1998). Solo las grandes empresas tienen acceso a todas las modalidades de financiamiento, seguidas de las firmas medianas. La prestación de estos servicios a las pymes depende principalmente de que tengan una historia crediticia, del grado de formalidad y de las posibilidades de presentar garantías, que son aspectos que las políticas

¹³ Beck, Thorsten y Asli Demirguc-Kunt (2006), "Small and medium sized enterprises: Access to Finance a Growth Constraint", *Journal of Banking and Finance*; Berger, Allen N. y Gregory F. Udell (1998), "The Economics of the Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking Finance*, special issue on the economics of the small business finance, agosto; Cuéllar, María Mercedes (2011), "Instrumentos financieros para la transformación productiva de las pymes", Seminario ANIF, Banco Mundial y Bolsa de Valores de Colombia.

de apoyo a pymes buscan transformar de modo tal de acercar el financiamiento a estos segmentos de manera eficiente.

Gráfico 1. Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas



Fuente: “*The Economics of the Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*”, A. Berger y G. Udell, 1998, *Journal of Banking Finance, special issue on the economics of the small business finance.*

4.1.1 La financiación de Pymes a través del Sistema Financiero

Es importante destacar el bajo grado de profundidad financiera que existe en Colombia. Según los informes del Banco de la República al Congreso, la profundización financiera se mantuvo en un rango de entre 25% y 33% en el período 1996-2009. Este nivel se redujo con la crisis financiera que afectó al país entre los años 1997 y 2000, y a partir de entonces se ha ido recuperando gradualmente. Cabe resaltar que este nivel es muy bajo frente al de países desarrollados e inclusive en relación al de algunos países en desarrollo, que superan el 100%, lo que significa que las barreras de acceso a los recursos disponibles del

sistema financiero son en el país aún muy altas, minimizando la cantidad de dichos recursos en uso dentro de la economía. Estrategias recientes de acceso a productos financieros para personas naturales y Pymes han permitido, no obstante, mejorar las condiciones de acceso en el país (Zuleta, 2011). En los años noventa, los problemas de asignación de crédito a las Pymes se asociaron a una mayor percepción de riesgo respecto de estas empresas y a un elevado costo de administración de los créditos de menor monto. Sin embargo, en encuestas más recientes (Meléndez & Perry, 2009) la percepción de riesgo no es el factor que condiciona el acceso, sino que éste resulta principalmente, de la falta de información adecuada sobre las empresas. El riesgo se refleja en los niveles de la tasa de interés, claramente más altos, para este segmento empresarial.

Los márgenes financieros del crédito comercial¹⁴, que eran muy elevados en los años noventa, se han reducido por la mayor competencia, de esta forma, el costo de los recursos actualmente se ofrece a tasas menores. Este aumento en el número de jugadores en el mercado de crédito a Pymes refleja una mejora en las condiciones de oferta¹⁵. En relación a los modelos de evaluación de riesgo, Colombia ha avanzado en la introducción de los estándares de Basilea II para evaluación de riesgo de crédito, de mercado y liquidez. En lo que se refiere al riesgo de crédito, existe una diferenciación en los modelos de crédito a personas naturales y a empresas. Los esquemas de *credit scoring* distinguen por tamaño de empresa y se basan en la recuperación de garantías¹⁶. Cabe subrayar que no siempre los créditos a Pymes se otorgan sobre la base del flujo de caja de los proyectos presentados, puede presentarse que el otorgamiento se de sobre activos físicos y otras garantías que pueda ofrecer la empresa (Zuleta, 2011).

Por otro lado y desde hace ya varias décadas, las Pymes en el país acceden a crédito a través de esquemas de primero y segundo piso. Recientemente se ha desarrollado un

¹⁴ Diferencia entre las tasas promedio de captación y colocación. Durante la década de los noventa oscilaban entre 9 y 10%, según los registros del Banco de la República; en la actualidad fluctúan entre 4 y 6%.

¹⁵ Aumento del número de entidades financieras que han entrado a competir en el segmento de créditos para Pymes, tanto tradicionales como nuevas en los últimos años

¹⁶ La Asobancaria ha propuesto tener acceso a las bases de datos de los historiales de pago, tales como las de la seguridad social y de los servicios públicos (Cuéllar, 2011).

mercado de productos novedosos para este segmento que incluye entre otros, productos financieros, seguros y el acceso al mercado de capitales.

Dentro de los productos financieros cabe destacar el arrendamiento financiero o *leasing*, que es una forma de uso y/o adquisición de un bien, que hace posible su arrendamiento con pago de cánones periódicos y la opción de compra mediante un pago al finalizar el contrato. Está también el *factoring*, que permite la compra de facturas como forma de anticipo financiero, principalmente para que las pymes proveedoras de grandes empresas descuenten sus ventas a plazo. Finalmente, están los fondos de capital privado o capital de riesgo, que colocan recursos de inversión en proyectos productivos de manera transitoria, influyendo en la administración y desarrollo de la empresa. En términos de seguros y garantías, en el último tiempo, se ha iniciado también una estrategia del gremio asegurador y de algunas compañías para impulsar microseguros para personas naturales y Pymes. En el mercado de capitales, por otro lado, existen aún muchas limitaciones para la emisión de acciones y la participación de Pymes relacionadas con aspectos regulatorios y de trámites burocráticos (Salazar, 2007).

Las instituciones financieras de política pública concentran por su parte las líneas de crédito de segundo piso para las Pymes. Bancoldex propicia la oferta de otros productos financieros como el *leasing* y el *factoring*, además de haber incursionado en la promoción de fondos de capital privado para diversificar las modalidades de financiamiento. Por su parte, el Fondo para el Financiamiento Agropecuario (Finagro) realiza operaciones de redescuento para empresas del sector y el Fondo Nacional de Garantías entidad a través de la cual se busca facilitar el acceso al crédito para las MiPymes, mediante el otorgamiento de garantías.

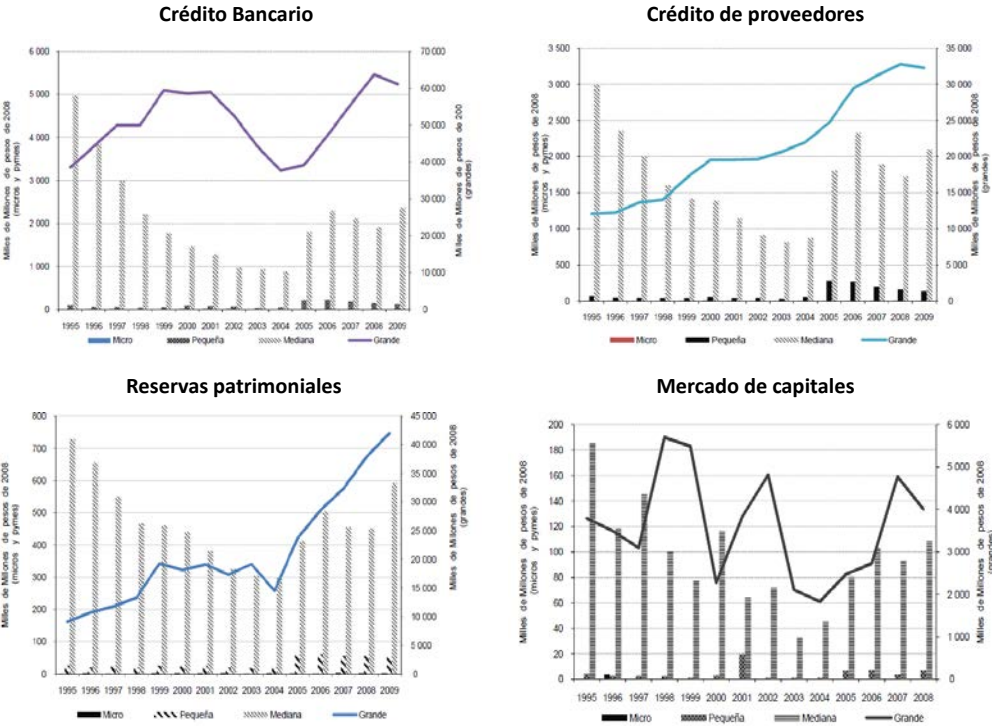
Aunque muchos de los servicios financieros dirigidos a las Pymes son prestados por entidades financieras privadas, la principal interacción se da por medio de Bancoldex¹⁷. Adicionalmente, a través del intermediario financiero la empresa solicita el otorgamiento

¹⁷ La empresa solicita el crédito en una entidad financiera privada que usa recursos de redescuento de Bancoldex, evalúa la solicitud y corre el riesgo de crédito.

de la garantía del Fondo Nacional de Garantías. De esta manera, se produce una interacción muy importante entre los instrumentos públicos y el intermediario privado, la cual favorece el acceso al crédito de las Pymes.

La evolución de los recursos canalizados por el sistema financiero en los últimos 15 años por fuentes de financiamiento, da una perspectiva de la evolución del acceso al financiamiento por parte de las Pymes. En el *Gráfico 2* se muestra la evolución de las principales fuentes de financiamiento de las empresas, según su tamaño: crédito bancario, crédito de proveedores, reservas patrimoniales y mercado de capitales (emisión de acciones ordinarias, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, bonos ordinarios y papeles comerciales principalmente). La tendencia muestra la clara diferencia de disponibilidad de fuentes de financiación entre las empresas grandes y las Pymes.

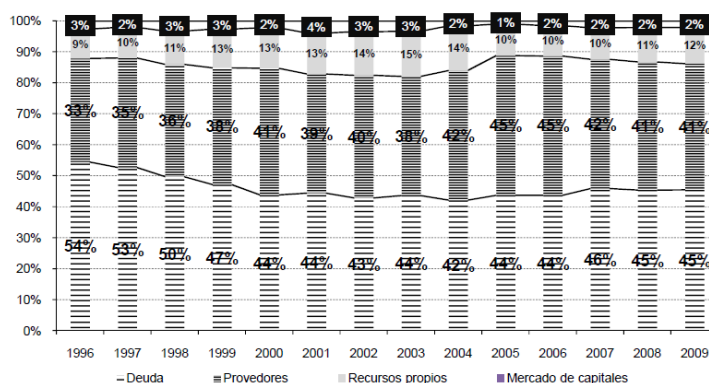
Gráfico 2. Evolución de las principales fuentes de financiamiento de las empresas, en pesos constantes, según tamaño de empresa



Fuente: "Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia", Zuleta, L., 2011, p.

Las empresas grandes muestran un crecimiento permanente en su financiamiento a través de reservas patrimoniales y crédito de proveedores. Por su parte, la utilización de diferentes fuentes por parte de las MiPyme está afectada por el ciclo económico: la crisis financiera en Colombia (1997-2000), llevó a una severa recesión que se reflejó en la disminución de recursos de crédito para todos los tamaños de empresas hasta 2002-2003 y en la reducción del uso del crédito de proveedores y de reservas patrimoniales por parte de las empresas medianas. A partir de 2003 se advierte una recuperación en la utilización del crédito y de financiamiento a través de reservas patrimoniales y crédito de proveedores por parte de las empresas grandes y medianas. No se observa sin embargo una recuperación significativa de las fuentes de financiamiento de las empresas pequeñas en los últimos años (Zuleta, 2011), al evaluar los cambios en la participación de las fuentes de financiamiento para las Pymes en el lapso 1996-2009, muestra una tendencia a la reducción del endeudamiento cercana a 10% durante el período de la crisis (1997 - 2000). A partir del año 2000 la participación del endeudamiento es relativamente estable y se sustituye algo de deuda por recursos propios y proveedores. Destaca también, la baja participación del mercado de capitales en las fuentes de financiamiento para las MiPyme.

Gráfico 3. Evolución de la participación de las fuentes de financiamiento de las Pymes. 1996 - 2009.



Fuente: "Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia", Zuleta, L., 2011, p. 18.

El crecimiento del endeudamiento bancario de las empresas medianas desde 2002, simultáneo con una participación relativamente estable de la deuda en el total de financiamiento, parece indicar que no hay restricciones fuertes de crédito para las empresas medianas formales en los últimos años. Las empresas pequeñas conservan su posición en el período. En cuanto a los niveles de endeudamiento, difieren más por tamaño de empresa según los niveles patrimoniales que para los niveles de activos. Deben resaltarse dos procesos de reducción del endeudamiento: el de la década de los noventa, provocado por la crisis financiera que se presentó en Colombia entre 1997 y 2000, y la reducción que se produjo en los años 2006 y 2007, inducida por el Banco de la República a través de los incrementos en los encajes y otros instrumentos de política monetaria. Lo anterior permitió a las empresas llegar en mejor posición a la crisis de 2009 (Zuleta, 2011).

En relación al costo de los recursos, comparando las tasas de interés de las entidades financieras especializadas en pymes y aquéllas con mayor énfasis en empresas grandes, se encuentran mayores niveles para las pymes. La reducción de los niveles de tasas de los últimos años se ha visto impulsada por el descenso en la tasa de inflación y por la política monetaria.

4.1.2 Políticas públicas de financiamiento a la Pyme

Debe diferenciarse a las empresas pequeñas de las medianas, puesto que las primeras son más vulnerables y han tenido menor cobertura de los instrumentos de política (Rojas, 2011). Por su parte, el carácter familiar de las pymes hace más difícil su formalización, sobre todo en lo que tiene que ver con la capacidad gerencial y el gobierno corporativo. También se debe resaltar su necesidad de acceso a nueva tecnología, la poca utilización de instrumentos de cobertura financiera, garantías insuficientes, altos requerimientos de capital fresco y bajo conocimiento de los instrumentos financieros que ofrece el mercado. Para hacer frente a esta situación, el Gobierno en cabeza de Bancoldex, ha propuesto

focalizar los instrumentos disponibles en el país según las necesidades de desarrollo de las distintas empresas.

Los principales instrumentos utilizados para orientar la política en esa dirección son el crédito de redescuento de Bancoldex, con la participación de las entidades financieras privadas que asumen el riesgo y del Fondo Nacional de Garantías que otorga las garantías, además de instrumentos de apoyo no financiero. El cambio más importante en el enfoque de acceso a las personas y empresas es la creación de la Banca de las Oportunidades, como un fondo cuenta dedicado a impulsar programas con alcance nacional que permitan mejorar la profundización financiera de la economía colombiana en distintas dimensiones, incluyendo regiones, personas naturales y empresas pequeñas con menor acceso. En poco tiempo esta estrategia ha permitido ampliar enormemente la cobertura geográfica de un país con más de mil municipios, a través de los corresponsales no bancarios, cuentas de ahorro de bajo monto y un programa de banca móvil en fase piloto (*ver* Anexo A. Principales instrumentos de política pública de financiamiento a Pymes).

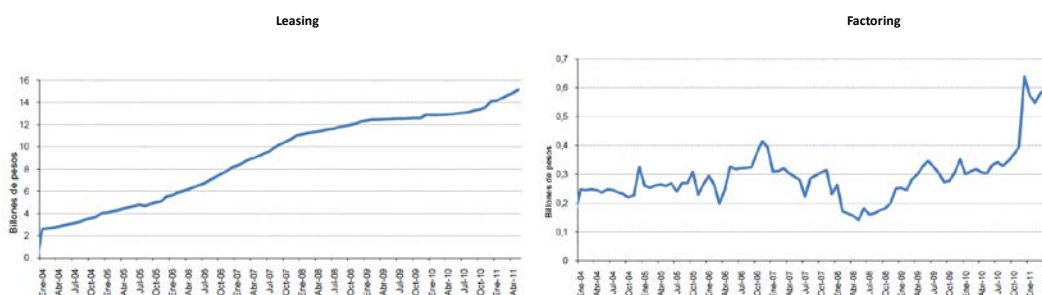
4.1.3 Nuevos instrumentos de financiamiento a las Pymes

El diseño de productos financieros sustitutos del crédito tales como el *leasing* y el *factoring* y la disponibilidad de garantías, han contribuido de manera significativa a mejorar el acceso a financiación y la atención a las Pymes. Un producto que ha tenido gran dinamismo en los últimos años es el *leasing*. A diciembre de 2010 representaba 9,78% del total de la cartera comercial del sistema financiero colombiano (Cuellar, 2011). El *leasing* en Colombia tiene como ventaja tributaria la exención de IVA para la maquinaria importada que se financie utilizando este producto financiero. Bancoldex adicionalmente ha impulsado en los últimos años operaciones de arrendamiento financiero, complementando el crédito ordinario. Su línea de *leasing*, financia contratos de

arrendamiento financiero sobre activos fijos muebles o inmuebles, tales como maquinaria, vehículos, equipos, terrenos, bodegas y locales.

La cartera de *factoring*¹⁸ por su parte representaba 0,42% de la cartera comercial a diciembre de 2010 (Cuellar, 2011). Pese a esta baja participación, se trata de un producto que en los últimos años ha mostrado también gran dinamismo. La ventaja de este producto para las Pymes está en que pueden obtener liquidez inmediata sobre las ventas realizadas a cierto plazo, mejorando así el flujo de caja operativo de la empresa y reduciendo su exposición al riesgo del no pago. También facilita ofrecer descuentos en las ventas, reducir la exposición al riesgo de crédito y los costos de administración de cartera. Bancoldex por su parte diseñó un producto financiero denominado Liquidex COP-USD a través del cual la empresa puede comprar a descuento y sin recurso hasta 80% de las facturas cambiarias de compraventa originadas en transacciones domésticas o internacionales, amparadas bajo la póliza de seguro de crédito emitida por dos compañías de seguros específicas predefinidas por Bancoldex.

Gráfico 4. Evolución de la cartera de Leasing y Factoring. Enero 2004 - Septiembre 2010.



Fuente: “Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia”, Zuleta, L., 2011, p. 34-

¹⁸ La operación de *factoring* consiste en traspasar una factura aceptada irrevocablemente por el comprador o beneficiario del servicio a un tercero denominado factor. El factor es la persona natural o jurídica que presta los servicios de compra de cartera descontada por una tasa establecida. La operación se puede efectuar con o sin recursos, dependiendo de que el factor comparta con la empresa el riesgo de no pago de la factura.

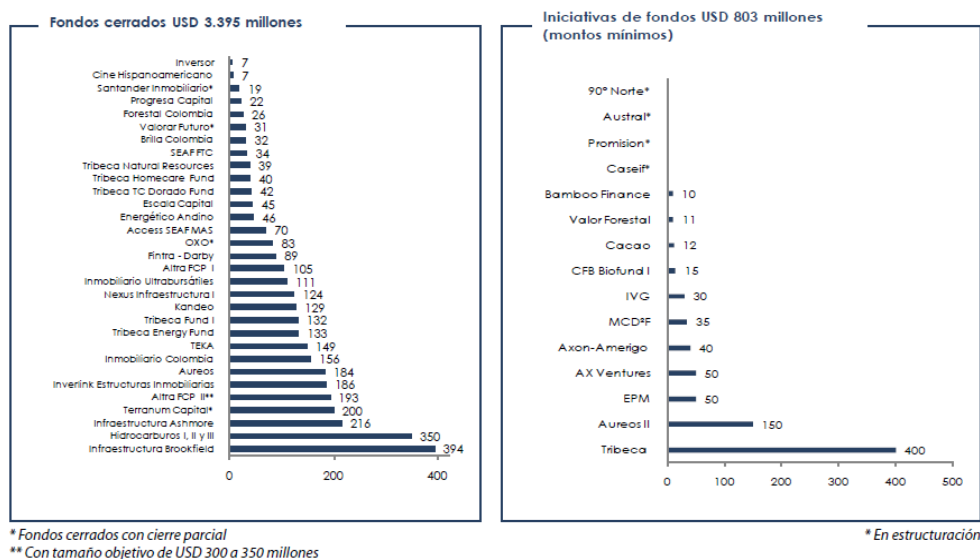
Los Fondos de capital privado constituyen también otro instrumento indirecto de capitalización de las empresas mediante recursos de dicho fondo y, por lo tanto, representan una alternativa de financiamiento de proyectos productivos de las Pymes. Además de capital fresco, ofrecen a estas empresas mejores herramientas de gobierno corporativo y gestión profesional. En el caso colombiano, los fondos se deben constituir como carteras colectivas y no tienen restricciones de inversión en sectores o instrumentos específicos.

La recuperación del grado de inversión de Colombia por parte de las calificadoras de riesgo en 2011, motivó el anuncio de varios fondos internacionales para invertir en el país en empresas de tamaño mediano o grande con restricciones de recursos y de diferentes sectores. Una de las estrategias relacionadas con el desarrollo de Bancoldex consiste en convertirlo en una agencia de desarrollo que permita proveer recursos a las pymes en sus distintos grados de evolución. En esa dirección Bancoldex busca fortalecer el instrumento de fondos de capital de riesgo. Así y como complemento de la estrategia del Fondo Emprender y del Fondo Colombiano de Modernización y Desarrollo Tecnológico de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (FOMIPYME) de financiar empresas emergentes con capital semilla –que han captado recursos por 28 millones de dólares–, Bancoldex ha estado impulsando la creación de fondos de capital de riesgo para pymes en proceso de crecimiento.

A la fecha, en Colombia existen 31 fondos cerrados¹⁹ que cuentan con recursos comprometidos por USD 3.395 millones, de los cuales se han invertido USD 1.355 millones, teniendo aún USD 2.040 millones disponibles para inversión. Existen otras 15 iniciativas de este tipo de fondos en proceso de conseguir aportes de capital por USD 803 millones (Bancoldex; Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2012).

¹⁹ Fondos de inversión colectiva en los que la sociedad administradora únicamente está obligada a redimir las participaciones de los inversionistas al final del plazo previsto para la duración del fondo de inversión colectiva (Autoregulador del Mercado de Valores, 2013)t.

Gráfico 5. Fondos de capital cerrados e iniciativas²⁰ de fondos de capital en Colombia



Fuente: “Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia”, por Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y Bancoldex, 2012, p. 6.

4.1.4 Panorama de los instrumentos y del funcionamiento del sistema

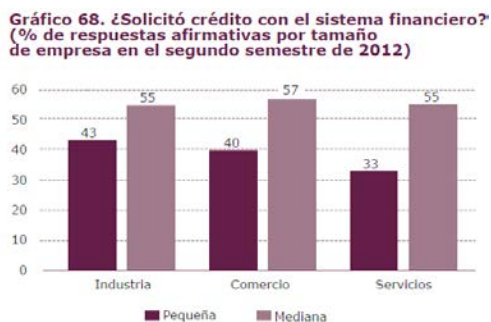
Un importante elemento de verificación de la efectividad del acceso a los servicios financieros por parte de las pymes lo constituye la encuesta de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras, en su módulo de financiamiento a los sectores comercio, servicio e industria. La Gran Encuesta Pyme (GEP) vislumbra algunas de las diferencias que hay en la estructura de financiamiento entre las empresas pequeñas y las medianas en el país. Para el primer semestre de 2013, el porcentaje de empresas pequeñas que solicitaron crédito al sistema financiero fue menor que el de las medianas en los sectores analizados (industria, comercio y servicios), en industria un 55% de las empresas medianas solicitó crédito frente a un 43% en las pequeñas. En comercio la diferencia fue de 17%, con un 40% de solicitudes en las pequeñas y un 57% en las medianas. A nivel de servicios

²⁰ Las iniciativas de fondos consisten en fondos cerrados que ya fueron creados, que están en proceso de conseguir aportes de capital.

la brecha fue más marcada, un 55% en las medianas frente a un 33% de las pequeñas (ANIF, 2013) (Gráfico 9).

Los elevados costos financieros se constituyen en un impedimento para el acceso a crédito por parte de las empresas más pequeñas. De acuerdo con la Gran Encuesta Pyme, en industria un 18% de las empresas pequeñas manifestó que ésta es una razón para no solicitar crédito y en las empresas medianas dicho porcentaje fue menor en 8%. Tal diferencia es menor en el sector de comercio con un 16% de empresas pequeñas que no solicitó crédito por los altos costos de financiamiento Vs. un 11% de las medianas. En servicios un 12% de las pequeñas ve los costos de financiamiento como un obstáculo frente a un 6% de las medianas. A nivel de tasa de interés también parece confirmarse la hipótesis de que las pequeñas empresas enfrentan mayores costos de financiación en comparación con las medianas. Esto es consistente con el mayor riesgo asociado a las empresas más pequeñas, pues a diferencia de las medianas, éstas poseen menos activos que les sirvan como colateral y generalmente no cuentan con una historia crediticia que las respalde (Zamora, 2012).

Gráfico 6 Solicitud de crédito al sistema financiero

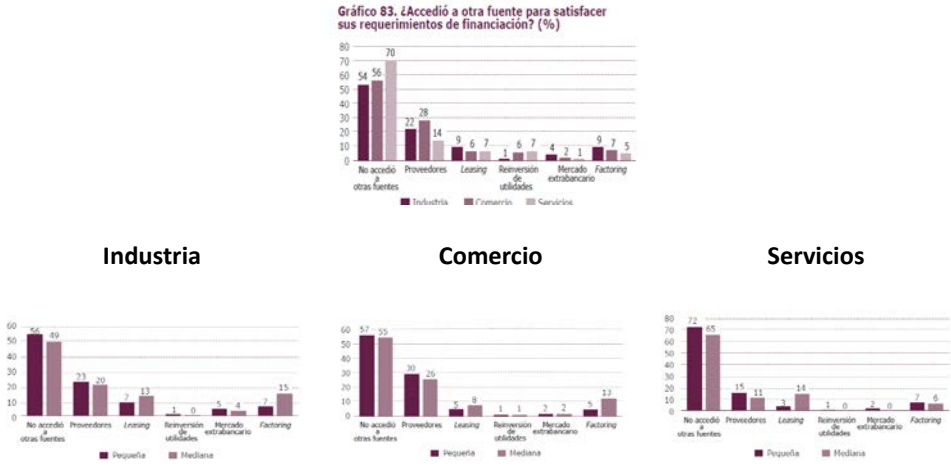


Fuente: “La Gran Encuesta Pyme”, por ANIF, 2009, p.22.

Más de la mitad de las empresas que no solicitaron crédito al sistema financiero tampoco acudió a otra fuente de financiamiento. Sin embargo entre aquellas que si lo hicieron, se observa que las empresas medianas son las que acuden con más frecuencia a herramientas alternativas de financiamiento como *leasing* y *factoring*. Al mismo tiempo

mientras que en las empresas medianas el uso del mercado extrabancario es casi nulo dentro de los tres sectores, en las empresas pequeñas se observa un porcentaje aún menor que acude a esta alternativa (ANIF, 2013). Respecto a fuentes alternativas, 54% en industria y 56% en comercio, no accedieron a ninguna fuente de financiamiento aparte del crédito bancario durante el segundo semestre de 2012. Este porcentaje fue mucho mayor en pymes de servicios con un 70%. Para las Pymes, los proveedores siguen constituyendo la fuente de financiación alternativa más importante (28% en comercio, 22% en industria y 14% en servicios). El uso de otras fuentes como *leasing* y *factoring* sigue siendo moderado en las pyme, 7% en promedio para ambas alternativas. Los recursos propios son la opción menos utilizada por las Pymes. Por tamaño, el porcentaje de empresas pequeñas que no acceden a otras fuentes es mayor que en las medianas en los sectores de industria y comercio.

Gráfico 7. Herramientas alternativas de financiamiento



Fuente: “La Gran Encuesta Pyme”, ANIF, 2009, p.27

En resumen, se estima que el grueso de las Pymes continúa financiándose principalmente a través del crédito bancario y que cerca de un 60% de ellas ni siquiera accede a otras fuentes de financiamiento, como refleja la Gran Encuesta Pyme de ANIF. Lo anterior da cabida a nuevas formas de financiamiento para este tipo de empresas, que al

enfrentar restricciones de acceso a crédito han optado por recurrir a fuentes y mecanismos de financiación alternativos.

5. Los Fondos de Capital Privado en Colombia

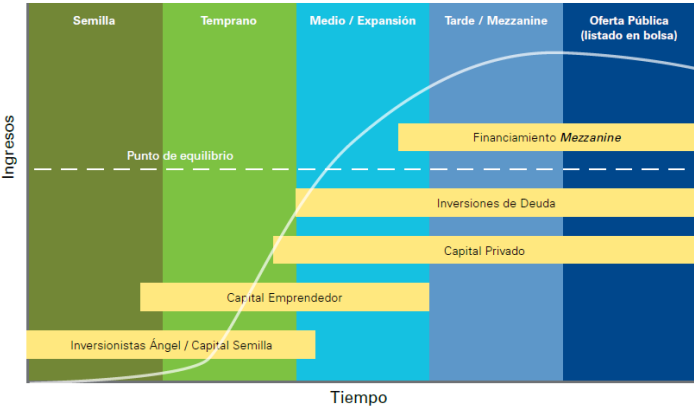
Los fondos de capital como instrumentos de financiación de largo plazo, proveen recursos de capital a las empresas, con el objetivo de potencializar su gestión y por tanto su valor. Los recursos del fondo son invertidos temporalmente en empresas que consideren atractivas, recibiendo a cambio generalmente un porcentaje de participación accionaria (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2013). Estos vehículos de financiación recogen el ahorro de varios individuos, tanto personas naturales como instituciones, con el fin de que se genere capacidad importante de recursos que permita financiar eficientemente proyectos productivos más amplios y a plazos más largos. Estos individuos reciben el nombre de inversionistas y generalmente esperan un retorno a su inversión superior a las inversiones tradicionales.

En los Fondos de Capital, hay un gestor profesional que es el encargado de realizar el análisis de las empresas y establecer si éstas cuentan con las características apropiadas para recibir inversión, por lo cual verifican que tengan potencial para crecer y generar valor. Este gestor profesional revisa que los prospectos (empresas) cumplan con el perfil de inversión establecido por los inversionistas. Los fondos entregan a las empresas aportes en recursos, conocimiento, experiencia, así como conexiones o “Capital Inteligente”. Por lo tanto, esta fuente de financiación no se limita exclusivamente a entregar recursos esperando un retorno, realizan también aportes en gestión para maximizar el valor de la empresa invertida. Una vez madurada la inversión y logrado el objetivo de la empresa, el fondo busca la manera de retirar y recuperar su capital para obtener la rentabilidad. La participación en esas empresas ya fortalecidas, es vendida a los socios actuales de la empresa, a un socio estratégico, a otro fondo, o llevadas al mercado de valores.

La Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (ColCapital) define los fondos de capital privado (FCP) como vehículos de inversión administrados por profesionales especializados, diseñados para realizar inversiones en empresas que no cotizan en mercados de valores. Los FCP tienen una estrategia de inversión clara y preestablecida, y un período de duración fijo, que suele ir de los 8 a los 10 años, o más en el caso de los fondos de infraestructura y los fondos de finca raíz o inmobiliarios.

Los FCP tienen reglas claras de gobierno corporativo que permiten llevar a cabo el proceso de inversión y reporte bajo los más altos estándares de disciplina y transparencia. Buscan promover el crecimiento de las empresas y proyectos en los que invierten, generando utilidades para todos sus accionistas. Las principales industrias en las que invierten son manufacturas y servicios, infraestructura, finca raíz y agro negocios. Dependiendo del grado de madurez de las empresas o proyectos en los que invierten, los fondos se denominan de Capital Semilla (Seed Capital), de Capital Emprendedor (Venture Capital), de Capital de Crecimiento (Growth Capital), y de Adquisición (Buyout). Adicionalmente están los fondos especializados por sectores como los fondos de infraestructura, de energía, forestales, de agro negocios, de finca raíz o inmobiliarios, entre otros (ColCapital, 2012).

Gráfico 8. Etapas en el ciclo de vida de una empresa en la que invierten los fondos de acuerdo a su estrategia



Fuente: “El impacto del Capital Privado para las empresas en México: 17 casos de éxito”, KPMG México, AMEXCAP, 2013, p. 16.

Los fondos de capital en el mundo han mostrado ser un motor fundamental para el desarrollo económico del sector público y privado, así como un generador de crecimientos acelerados de las compañías y de empleos calificados. En Colombia, son un actor importante para el desarrollo de los planes de infraestructura y la mejora de los servicios públicos. Las empresas y proyectos pueden convertirlos en alternativas de financiamiento que permitan promover el crecimiento del negocio bajo un esquema de riesgos compartidos. De acuerdo con ColCapital, dentro de los beneficios que proveen los fondos a sus inversiones, se encuentran: fortalecimiento del gobierno corporativo, mejor planeación estratégica y financiera, soporte a la gestión, soporte para el desarrollo comercial, mayor disciplina financiera, y fortalecimiento patrimonial de la compañía, entre otros.

Estos fondos se vinculan temporalmente a una empresa mediante la utilización de diferentes modalidades, para lo cual debe tenerse claridad que esto depende del tipo y la etapa de desarrollo de la empresa en la que se invierte, así como el riesgo que se está asumiendo en el desarrollo de dicha transacción. En ese sentido, no necesariamente el fondo de inversión busca propiedad en el capital de la empresa, sino que puede hacerlo a través de deuda como son los bonos convertibles en acciones, deuda subordinada, préstamos participativos, entre otros. En algunas ocasiones se puede efectuar la mezcla entre capital (acciones) y alguno de los instrumentos antes mencionados (deuda) (Ministerio de Comercio Industria y Turismo, 2013). La estrategia de la mayoría de los fondos de inversión establecidos, se encuentra en buscar compañías pequeñas y medianas en etapa de expansión y que cuentan con un modelo de negocios con la capacidad de crecer. Es así como los fondos de Capital Privado orientan sus inversiones principalmente a estas empresas con una fuerte necesidad de recursos y que generalmente tienen acceso limitado a fuentes tradicionales de financiamiento. Así, los fondos llenan un vacío existente que soporta el desarrollo económico y agregan valor adicional al negocio, precisamente, su especialidad (Ugarte, 2013).

5.1 Tipos de fondos de inversión para las empresas

Como se mencionó anteriormente, la clasificación de un Fondo de Capital se cataloga de acuerdo con el estado de desarrollo de las empresas en el que participa y del perfil de los inversionistas que ponen los recursos para operar. En las etapas tempranas y de expansión de una empresa, son los fondos de capital de riesgo y/o emprendedor y de capital privado los que invierten. En particular, estos son los tipos de fondos a los que se hará referencia en el presente estudio, debido al tipo de compañías objeto del análisis – restaurantes – y su estado de desarrollo.

Los Fondos de Capital Emprendedor (*Venture Capital*), son fondos que participan en Emprendimientos de Alto Impacto y Dinámicos (Early Stage), que cuentan unas características que los hacen llamativos para este tipo de vehículos de financiación, debido a que presentan un crecimiento sostenido por encima de su sector y de la economía nacional, alcanzan niveles de ventas respetables en sus primeros años de vida y logran utilidades interesantes y sostenidas en esos años. Este tipo de empresas incorporan rápidamente innovación y cambian las reglas de juego de su mercado²¹. Por su parte, los Fondos de Capital Privado (Private Equity), son fondos orientados a invertir en el crecimiento o expansión de empresas. Estas compañías se encuentran en un grado de maduración importante, la financiación está enfocada en aumentar la capacidad de producción, desarrollar de nuevos productos, fortalecer la estrategia de mercadeo y el capital de trabajo.

5.2 Beneficios de los fondos de capital privado

Los fondos de capital privado fomentan el crecimiento y mejoran el desempeño de las empresas en las que invierten, pues juntos generan externalidades positivas que

²¹ En Colombia se han constituido dos (2) fondos de capital emprendedor *Venture Capital*, que invierten en este tipo de empresas y son: Fondo de Capital Inversor y Fondo de Capital Progresiva (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2013).

benefician a la economía y a la sociedad (KPMG - AMEXCAP, 2013). Además soportan el crecimiento acelerado de las compañías, mejoran la rentabilidad de las organizaciones y apoyan la generación de empleo. Las empresas que han recibido recursos de un fondo de capital, muestran un crecimiento más rápido, frente a otras empresas de su sector, debido a las características que ofrecen estos mecanismos con el “capital inteligente”, tales como: recursos frescos, redes de contactos (proveedores, cliente, aliados, expertos, etc.), conocimiento o transferencia de *know how* y tecnología, mejores prácticas de gobierno corporativo²², mejores prácticas contables y formalización del negocio (depende la etapa de la empresa), acceso a una administración más sofisticada y con experiencia en campos relevantes para la empresa, mejoras en la estructura organizacional y asesoría y acompañamiento para la empresa

Pero, quizá el efecto más relevante que tiene la actuación de los fondos de Capital Privado es en la sociedad en general, a través de las externalidades positivas que generan al fomentar la creación de empleos. Las empresas invertidas también benefician a los consumidores que tienen más opciones en el mercado y la sociedad gana mediante los programas de responsabilidad social y ambiental que fomentan los fondos. Los fondos no apoyan únicamente con capital sino con transferencia de conocimiento a las organizaciones para lograr incrementar su competitividad. "La inversión de los fondos en empresas tiene un impacto social y fiscal importante, las compañías logran tener acceso al crédito en mejores condiciones, entran a más mercados y logran una mayor transparencia en su administración", Víctor Esquivel, socio líder nacional de KPMG México (Ugarte, 2013).

Es muy importante que antes de solicitar inversión en un Fondo de Capital Privado, los empresarios tengan en cuenta y evalúen ciertos aspectos que son innatos al proceso de financiación e involucramiento de un fondo en sus compañías, de manera que analicen si están realmente preparados para recibir inversión de un Fondo de Capital Privado (Celedón, 2012) y obtengan de este el mayor beneficio: Potencial de crecimiento de la

²² Composición de la junta directiva, transparencia de la información, organización de políticas y procesos, entre otros.

empresa - Presencia de un equipo gerencial ambiciosos para llevar a cabo el proceso de apertura de la empresa, con amplia experiencia en el sector - Estructura organizacional con líderes y equipos con experiencia en áreas transversales tales como, mercadeo, finanzas y recursos humanos - Disposición a ceder parte de las acciones de la compañía en favor de un tercero - Disposición a involucrar a un tercero en la toma de decisiones - Disposición a apoyar la salida de un Fondo de Capital Privado en cinco/siete años, aunque eso requiera un esfuerzo financiero, una pérdida de control o incluso la venta de la compañía

Esto adicionalmente, con el fin de encajar el estadio de la compañía en su proceso de expansión y desarrollo con los aspectos relevantes que evalúan los Fondos de Capital Privado en el momento de invertir en una compañía determinada: el plan de negocios y las características de la empresa; la viabilidad comercial de su producto o servicio; el potencial de crecimiento; la capacidad técnica y recursos humano para cumplir las metas del plan de negocios; las proyecciones financieras de la compañía y el capital requerido con respecto a los objetivos planteados; y la relación entre el retorno potencial que le puede dar la empresa al inversionista y el riesgo que debe asumir el Fondo.

La inversión de los fondos de capital privado trae impactos cualitativos y cuantitativos para las compañías, además de externalidades en beneficio de la economía y la sociedad. Adicional al aumento en ventas y de número de empleos generados que suele observarse, "La inversión de los fondos en empresas tiene un impacto social y fiscal importante, las compañías logran tener acceso al crédito en mejores condiciones, entran a más mercados y logran una mayor transparencia en su administración" (Esquivel, 2013).

5.3 El desarrollo de la industria de Fondos de Capital Privado en Colombia

La industria de Fondos de Capital Privado tiene su origen en Colombia en el año 2005 con la entrada en vigencia de la primera norma para la industria y la creación de los primeros

dos fondos de capital privado²³. A partir de 2006, distintos actores han apoyado el desarrollo de la industria, como gestores profesionales, sociedades administradoras, inversionistas, la Bolsa de Valores de Colombia, Bancóldex, FOMIN, entes gubernamentales como el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, la Superintendencia Financiera, entre otros (Gráfico 12). Finalmente, en junio de 2012 se crea ColCapital, Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado, con el objeto de fomentar el desarrollo de dicha industria en el país (ColCapital, 2012).

Gráfico 9. Evolución de la Industria de Fondos de Capital en Colombia



Fuente: ColCapital, 2014.

Antes de los esfuerzos realizados por el gobierno de Álvaro Uribe (2002 – 2010) para consolidar la estabilidad económica y política del país, la industria de capital riesgo colombiana era bastante incipiente; la crisis internacional y las cuestiones de seguridad dificultaron el avance de la industria de capital riesgo en el país. Antes de 2005, no había regulación gubernamental para la creación de empresas de capital riesgo; tampoco existían las estructuras legales necesarias para su formación, así como las protecciones imprescindibles de los intereses de los accionistas minoritarios indispensables para la estructuración de inversiones en acciones de ese segmento.

²³ El Decreto 2555 de 2010 rige a los fondos de inversión colectiva, modificado en su Parte 3 por el Decreto 1242 de 2013 en lo relacionado con la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva.

Aprobado en 2005, el decreto 964, estableció los derechos de los accionistas minoritarios y creó una estructura transparente que especificaba la composición adecuada de su dirección, determinó la formación de comisiones de auditoría y determinó la divulgación temporal de información financiera, según *Latin American Law & Business Report*. Esos cambios pusieron las prácticas de gobierno corporativo de Colombia en situación de igualdad con los estándares internacionales, lo que aumentó la credibilidad del país frente a los inversores y, posibilitó en última medida las inversiones tradicionales en capital riesgo. No obstante, pocos inversores pensaban en invertir en Colombia en aquella época. Desde 2006, dos empresas de capital riesgo locales, Tribeca Partners y Altra Investments, crearon sus primeros fondos y llamaron la atención de otras empresas de capital riesgo locales, como Southern Cross Latin America, Linzor Capital, Mesoamérica y SEAF, bastante activas desde entonces. Así, a pesar del buen momento del mercado de capital riesgo en Colombia en aquella época, fueron pocas las transacciones efectuadas y escasos los detalles hechos públicos (Boscolo, Shephard, & Williams, El panorama del capital riesgo en Colombia, 2013).

El Decreto 2175 de 2007²⁴ fue el marco decisivo para la industria de capital riesgo colombiana. Definió jurídicamente las empresas de capital riesgo (Fondos de Capital Privado) como fondos mutuos cerrados que, según el Euromonitor, fueron "(i) creados con el objetivo de levantar y gestionar capital y otros activos; (ii) están constituidos por contribuciones de más de un inversor, cada uno de ellos con una participación de, como mínimo, US\$ 150.000; y (iii) están formados por fondos gestionados colectivamente cuyos beneficios son distribuidos de forma proporcional entre los participantes". Ese decreto, permitía a los fondos de pensiones colombianos invertir hasta un 5% de sus activos en fondos de capital riesgo locales. Tales cambios mostraron que el país estaba listo para las inversiones en capital riesgo y desencadenaron un crecimiento en el número de empresas de capital riesgo creadas. Entre 2007 y 2010, se crearon más de 20 fondos de inversiones en comparación con sólo cuatro antes de 2007.

²⁴ Actualmente el Decreto 2555 de 2010 rige a los fondos de inversión colectiva, el cual fue modificado en su Parte 3 por el Decreto 1242 de 2013 en lo relacionado con la administración y gestión de los fondos de inversión colectiva.

Nuevas fuentes de financiación, una estructura regulatoria bien elaborada, crecimiento económico y creciente atención internacional, llevaron a la industria de capital riesgo de Colombia a alcanzar un nuevo nivel y a convertirse en uno de los mercados más dinámicos de América Latina. Tanto es así que, de acuerdo con el conjunto de indicadores de la Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA), Colombia pasó de séptimo mejor país para invertir, en 2007, a cuarto, en 2012 (Latin American Private Equity and Venture Capital Association, 2013). Actualmente, hay más de 20 fondos operando en el mercado colombiano, de entre ellos cinco con gestión del exterior, con un montante total de activos de US\$ 2.200 millones, según Balcoldex Capital. Los últimos fondos cerrados por empresas locales son mucho mayores y a 2013 suman un total de US\$ 200 millones²⁵. Según la Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA), un 44% de las empresas de capital riesgo de Colombia están estructurando nuevos fondos, y la combinación de sus objetivos de captación podría agregar un montante adicional de US\$ 2.000 millones al mercado.

Adicionalmente, y a medida que esas empresas entran en nuevos ciclos de captación de fondos, los gestores locales comienzan a aprovechar las oportunidades y a crear valor a través de salidas bien ejecutadas. En 2010, Tribeca hizo su primera salida exitosa al vender Latco, empresa de perforación de petróleo, lo que permitió que sus inversores obtuvieran una tasa interna de retorno (IRR) de más del 50%. En 2012, Altra Investments ejecutó una exitosa salida con la que duplicó su beneficio a través de la venta de su participación en la empresa farmacéutica peruana de genéricos Corporación Infarmasa SA, que había adquirido en 2007 (Boscolo, Shephard, & Williams, Knowledge@Wharton, 2013).

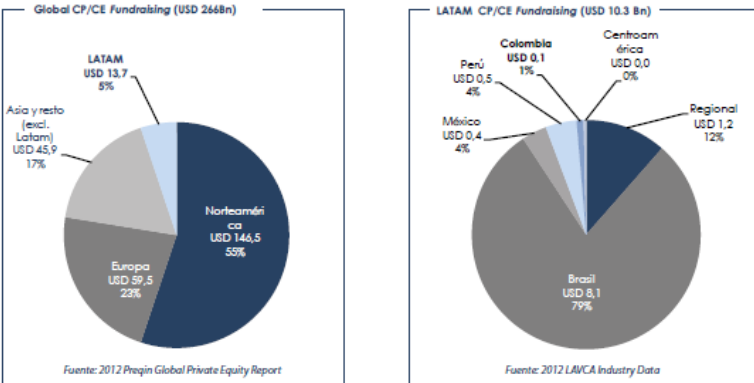
Actualmente los gestores de fondos locales buscan crear fondos aún mayores, interesándose no sólo por fondos locales, sino también internacionales, y un número mayor de empresas internacionales, inclusive fondos de fondos, reservan recursos

²⁵ A finales de 2010, *Latin America Enterprise Fund Managers* (LAEFM) cerró su nuevo Fondo de Hidrocarburos por US\$ 350 millones. En 2012, Altra Investments creó un nuevo fondo de un total de US\$ 164 millones.

adicionales para Colombia. En 2011, *Advent*, una de las principales empresas mundiales en el segmento de *buyouts* [adquisiciones], abrió una oficina en Bogotá. *Carlyle Group* y *Southern Cross*, otros dos gigantes del segmento de fondos, están haciendo un seguimiento del país. Para atraer inversores, esos grupos compensan la falta de experiencia de su recién constituido equipo local con un historial operacional consagrado y con la tranquilidad del valor de las franquicias que tienen sus marcas.

El mercado colombiano tiene aún un largo camino por recorrer. De acuerdo con La Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo (LAVCA), Colombia es actualmente el cuarto país en Latinoamérica en consecución de recursos y representa el 1% de la inversión total en Latinoamérica (Gráfico 13)²⁶.

Gráfico 10. Consecución de Recursos Industria de Capital Privado / Capital de Riesgo



Fuente: “Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia”, Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y Bancoldex, 2012, p. 5.

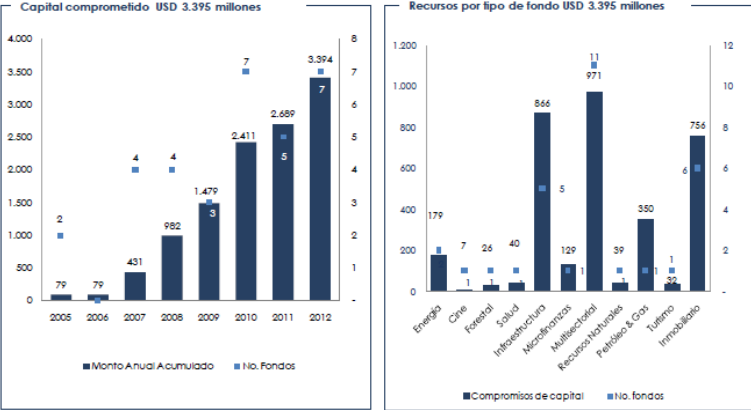
Especialistas en capital riesgo dicen que los fondos de pensiones locales deberían continuar siendo la mayor fuente de financiación adicional para el crecimiento futuro.

²⁶ Al analizar los activos del capital privado y emprendedor como porcentaje del PIB en América Latina, Brasil se mantiene al frente con el 0.18%, Colombia 0.13%, Perú 0.12%, El Salvador 0.05%, Costa Rica 0.04% y México 0.02 por ciento. Otros países de referencia tienen la siguiente relación: Israel 0.73%, Reino Unido 0.46%, España 0.18% y Taiwán 0.05% (Latin American Private Equity and Venture Capital Association, 2013).

Desde 2007, los fondos de pensiones, voluntarios y obligatorios, crecieron más del 25% al año, en un total de activos combinados de más de US\$ 72.000 millones desde marzo de 2012. Según la regulación actual²⁷, los fondos de pensiones clasificados como moderados, o de alto riesgo, pueden invertir 5 y 7% respectivamente, de su base total de activos en la clase de activos de capital riesgo.

Dada la rápida expansión de la clase media, es probable que la demanda de capital continúe aumentando. A corto plazo, los inversores en capital riesgo consideran particularmente atractivos sectores como comercio, enseñanza, salud, vivienda, turismo y entretenimiento. Además, las empresas de capital riesgo ya establecidas en América Latina han mostrado interés por sectores que se beneficiarán del crecimiento macroeconómico generalizado del país, así como por contratos comerciales recientes que podrán redundar en un mayor volumen de exportaciones: minería, agricultura, subcontratación de procesos empresariales, servicios de TI, software y educación (Boscolo, Shephard, & Williams, El panorama del capital riesgo en Colombia, 2013).

Gráfico 11. Capital Comprometido y Recursos por Tipo de Fondo en Colombia



Fuente: “Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia”, Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y Bancoldex, 2012, p. 7.

²⁷ En cuanto la inversión en fondos de capital el Decreto 2555 de 2010 estableció que el fondo moderado puede invertir hasta un 5% del valor del fondo de pensiones y el de alto riesgo hasta un 7%

Respaldados por incentivos gubernamentales cuyo objetivo consiste en promover la creación de empleos y la generación de gasto en Colombia, proyectos en estos sectores pueden ser de particular interés para inversionistas locales con conocimiento especializado de mercado - un ejemplo del posible impacto económico que las empresas de pequeño y tamaño medio de capital riesgo pueden tener en los próximos años en lo concerniente a la reducción de las limitaciones del capital y a la generación de empleos.

Desde 2005, el capital comprometido en estos fondos ha mostrado un crecimiento anual compuesto de 71%. En ese año en Colombia había solo dos fondos de capital - a 2012 existen 31 fondos cerrados que cuentan con recursos comprometidos por US\$ 3.395 millones, de los cuales se han invertido US\$ 1.355 millones, teniendo aún US\$ 2.040 millones disponibles para inversión. Existen otras 15 iniciativas de este tipo de fondos en proceso de conseguir aportes de capital por US\$ 803 millones. Los recursos de los Fondos de Capital Privado colombianos están orientados a la inversión productiva en la mayoría de los sectores económicos, cumpliendo una importante función como fuente de recursos necesarios para la realización de obras de infraestructura y en general proyectos que se enfocan en el crecimiento y desarrollo del país. El 29% de los recursos comprometidos en fondos de capital en Colombia se destinan a fondos multisectoriales, el 26% a fondos de infraestructura y el 22% a fondos inmobiliarios (Bancoldex; Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2012).

6. El Financiamiento de Pymes a través de Fondos de Capital en Colombia: el caso de Compañías en el Sector de Comidas y Bebidas

Colombia es uno de los países donde más empresas nacen anualmente. No obstante, es también donde más rápidamente mueren estas iniciativas de negocios por falta de experiencia y planeación. Pero probablemente la variable crítica es que desaparecen por falta de financiación y recursos. Sin embargo, han comenzado a aparecer en el mercado nuevos jugadores dispuestos a financiar las etapas del desarrollo empresarial y a conformar una industria de fondos de capital de riesgo. Hay cerca de siete fondos de este tipo en el país que tendrían capital disponible por más de US\$200 millones para financiar empresas nacientes, varios de los cuales cuentan con respaldo financiero importante de fuertes grupos económicos del país (Mira, 2013). Existen actualmente diferentes sectores que son respaldados por los fondos de capital privado. Estos fondos han mostrado tener las condiciones para apoyar a las pequeñas empresas desde su estructuración hasta lograr el éxito y posicionamiento en el mercado gracias al cambio en producción, competitividad, proteccionismo, mejoramiento del sistema y calidad, que generan una respuesta efectiva frente a los mercados internacionales que ingresen al país.

De acuerdo con Bancóldex²⁸ los fondos en Colombia están enfocados al desarrollo y crecimiento de las pequeñas y medianas empresas: Aureos Capital busca la apreciación del capital a largo plazo mediante la inversión de las compañías, este fondo representa un tamaño de US\$183 millones con un monto disponible para invertir en empresas de US\$15 millones. La firma gestora Promotora, que tiene como fin ayudar al desarrollo de las pyme, estructurando, movilizandoy gestionando importantes recursos de inversión para facilitar así el crecimiento de las nuevas ideas emprendedoras con un presupuesto de

²⁸ Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia. 2012.

US\$14 millones (Barboza, Los fondos de capital privado apoyan a las pyme frente al TLC, 2013).

A pesar entonces de estar entonces en una etapa incipiente, la industria comienza a mostrar una nueva dinámica que ratifica la evolución del país y el buen desempeño de la misma. Así mismo, y como lo aseguran expertos, el perfil del emprendedor colombiano está cambiando y comienza a darse una masa crítica de proyectos innovadores con equipos calificados (Mira, 2013). Es necesario, no obstante, seguir consolidando estas tendencias de mayor financiación para las etapas tempranas del desarrollo empresarial y así conformar y consolidar un nuevo tejido empresarial sobre el que se sienten las bases de crecimiento económico del país.

6.1 Los Fondos de Capital Privado y el Financiamiento de Compañías en el Sector de Comidas y Bebidas.

Tal como lo reporta ColCapital, ya son varias las empresas que han recibido capital de los fondos de capital privado en Colombia, entre las que se encuentran compañías de diferentes tamaños y niveles de desarrollo de diversos sectores. Se destaca entre estos el sector de Comidas y Bebidas – en particular el de cadenas de comidas y restaurantes: compañías del sector como Andrés Carne de Res, Burger King o Kokoriko, han apostado a esta alternativa de financiamiento para soportar el crecimiento de sus operaciones en el país (Gráfico 15).

Colombia es cada vez más un mercado atractivo para los inversionistas debido a sus perspectivas de crecimiento y la consolidación de una clase media que jalonará el consumo en los próximos años. Entre el 2002 y el 2011 la clase media pasó de representar el 15 por ciento al 28 por ciento del total de la población colombiana, es decir, cerca de dos millones de nuevos hogares entraron al grupo en ese lapso.

Gráfico 12. Empresas que han recibido capital de los Fondos de Capital Privado en Colombia



Fuente: ColCapital (<http://colcapital.org/empresas-con-capital-fcp>), 2012.

También se estima que este año Colombia llegará a un PIB per cápita cercano a 7.900 dólares, cuando en el 2000 fue de aproximadamente 6.000 dólares (Angulo, Gaviria, & Morales, 2012). Adicionalmente la percepción de los inversionistas ha mejorado, ven en Colombia un país políticamente estable, un Estado de derecho que protege las inversiones de los extranjeros y que está abierto al intercambio comercial, hecho ratificado con la firma de varios tratados de libre comercio, doble tributación y protección de las inversiones en los últimos años. Los inversionistas saben que entran a un país con reglas claras y eso va ligado a un entorno jurídico seguro y fiable²⁹.

Respecto al sector de comidas y bebidas en el país, las 50 principales cadenas de comidas rápidas en Colombia mueven más de \$1,5 billones anuales, y el control del negocio aún lo mantienen los inversionistas colombianos, con cerca de 75% del mercado

²⁹ La falta de garantías e inestabilidad jurídica envía un mensaje negativo y afecta la percepción de los inversionistas en el país. Es el caso reciente de las medidas cautelares del Consejo de Estado para suspender provisionalmente la enajenación de títulos de Isagen – el cambio en las reglas de juego, además de ampliar el tiempo de venta de la electrificadora, generó un limbo jurídico que puso en riesgo los recursos para ejecutar las vías de Cuarta Generación en el país.

(Diario El Tiempo, 2012). Los consumidores colombianos gastan millones de pesos en comidas por fuera del hogar según estudios de mercadeo. Un ranking consolidado por el grupo Mall & Retail refleja que, en efecto, las cadenas de restaurantes que más venden son las de comidas rápidas. En ese cálculo, y con una gran participación, las joyas de la corona del segmento son las hamburgueserías (Delgado, 2013). El principal jugador es el tradicional restaurante El Corral, una compañía que comenzó operaciones en 1983 y que después de 30 años tiene presencia en 38 ciudades a través de más de 196 puntos. También ha llegado a países como Estados Unidos, Panamá, Ecuador y Chile a través del modelo de franquicias. Le sigue de cerca la multinacional McDonald's con más de 7 décadas de historia pero con apenas 15 años de presencia en el país.

Dentro del top 15 de las cadenas de comidas rápidas que más vendieron en 2012 también se encuentran Presto y Burger King en el 8º octavo y 13º lugar, respectivamente. La segunda de ellas, de origen estadounidense, no se quedó atrás en manifestar su interés en invertir el país. Para José Tomás, presidente para América Latina y el Caribe de la firma, "Colombia es un mercado muy valioso en nuestra misión estratégica para expandir nuestra presencia en la región" y celebró que su economía esté creciendo. Burger King opera en el mercado nacional desde 2008 y actualmente cuenta con 28 puntos de venta en todo el país (Delgado, 2013). Las ventas de comidas rápidas han sido también positivas para los restaurantes de pollo como la cadena Frisby, que clasifica como 4ª en el ranking de los que más venden en este segmento y que se planteó el reto de abrir 20 nuevos locales por toda la geografía nacional en 2013. La Brasa Roja también le apostó a una inversión de \$520 millones en su red de restaurantes tanto para apertura como para ampliación. Del mismo modo, Avesco, dueña de la cadena Kokoriko, destinó \$18.000 millones para su programa de expansión que incluía la apertura de cuatro nuevos puntos (Raigoso, 2012).

Uno de los sectores más dinámicos dentro del sector ha sido el de cafés. Solo las ventas de Juan Valdez han sido tales (\$119.566 millones) que el gremio Más Franquicias calificó a la compañía como el negocio más solicitado. Finalmente, las cadenas de pizza

también han consolidado ventas importantes a través de firmas de gran trayectoria como Jenó's Pizza o Archie's. Dentro del conteo del top 15 de las cadenas de comidas rápidas que más venden en el país también ha sido definitiva la participación de Crepes & Waffles, que con 33 años de trayectoria, son el 3er actor en el sector, con ventas consolidadas de más de \$189.000 y presencia a través de 83 puntos en Bogotá, en ciudades como Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cartagena, Medellín o Pereira y, en países como Brasil, Chile, Ecuador, España, México, Panamá, Perú y Venezuela.

Del mismo modo, cada vez más marcas extranjeras incursionan en el mercado adquiriendo acciones de cadenas locales. El fenómeno de nuevos jugadores en el sector de comidas rápidas del país se debe igualmente a que los competidores locales requieren recursos frescos para acelerar sus procesos de expansión. En entrevista para el Diario El Tiempo, el presidente de Conboca (holding de Kokoriko y Mimo's), Eduardo Robayo Perdomo, explica que el auge de llegada de más marcas y operadores extranjeros de comidas, se origina en parte en los tratados de Libre Comercio, como los de Estados Unidos y Europa. Robayo considera que alianzas como la de Kokoriko-Mimo's permiten enfrentar con una propuesta de valor clara y una mejor posición la competencia extranjera presente y futura. También estima que el ingreso per cápita y la clase media colombiana tanto en ciudades grandes como intermedias está creciendo, lo que hace atractivo el negocio y al mercado colombiano dentro de la misión estratégica de las empresas (Diario El Tiempo, 2012).

En esta medida, son cada vez más los recursos de los fondos de este tipo de inversionistas de capital privado en el sector de venta de comidas y bebidas en el país (Diario Portafolio, 2012). En octubre de 2012, Promotora a través de su fondo Escala, compra de la mayoría accionaria de la firma Kinco S.A.S (franquicia de Burger King); ese mismo mes el fondo de capital privado SEAF entra como socio de Conboca, la holding creada para operar entre otras, las cadenas Kokoriko y Mimo's, y que planea adquirir la Cervecería Colón y los pub Palos de Moguer. En agosto de 2012 la firma gestora de fondos

de capital privado Mesoamérica (Costa Rica) anuncia el inicio de gestiones ante la SIC³⁰ para adquirir Frayco, operadora de los restaurantes Presto, Tacos & Bar-BQ, y BBQ. Durante el primer mes de ese mismo año, Mesoamérica adquiere la Cadena Oma, compañía que a través de sus negocios de barras de café, restaurantes, y oferta de café empacado y molido, suma ventas por \$82,000 millones al año.

Dentro de otras transacciones representativas, en 2011 Café Britt (Costa Rica) abre dos tiendas en el Aeropuerto El Dorado, para lo cual invierte US\$ 4 millones. Durante 2008 el fondo de capital privado SEAF, adquiere cerca del 16,7 por ciento de Andrés Carne de Res; la española Telepizza compra Jenos Pizza, Alsea (México) entra a operar Domino's Pizza y Burger King en Bogotá. Cocensa (Costa Rica) compra la franquicia de Pizza Hut, International Meal Company (Brasil), controlada por el fondo de capital Advent International, se hace al control de los restaurantes J&C Delicias, Traversata y Three Amigos. IMC entra en 2011 al comprar la empresa Aeroservicios de la Costa, que opera catering, restaurantes y algunas franquicias de Presto. Taco Bell y Papa John's llegan de la mano de los socios de El Corral y Sarku Japan, entra al mercado a través de Frisby (Diario Portafolio, 2012).

Es así como el fenómeno de financiamiento a través de fondos de capital por parte de jugadores en el sector de restaurantes y cadenas de comida rápida del país se deriva de la necesidad de recursos frescos para ampliar y consolidar su presencia en el mercado local: los operadores y cadenas necesitan fondos frescos - que pueden ser suministrados por los fondos de capital - para la apertura de locales y para acelerar el crecimiento y el cumplimiento de los contratos de cobertura con los dueños de las franquicias. El creciente interés de los fondos de capital en el negocio de comidas rápidas en el país puede también deberse a que algunas de las marcas más importantes en el mundo son controladas por ese tipo de entidades³¹. Las marcas globales quieren entrar a mercados grandes, y sus expectativas coinciden en muchas ocasiones con los intereses de los fondos de capital,

³⁰ Superintendencia de Industria y Comercio de Colombia.

³¹ Francisco Mira - Presidente del Fondo Promotora, en entrevista al Diario El Tiempo (Diario El Tiempo, 2012).

que además de inyectar recursos, aportan capacidad de administración y gestión a las compañías (Diario El Tiempo, 2012).

6.2 ¿Por qué lo Fondos de Capital invierten en el sector?

Recientemente se ha despertado un inusitado interés por parte de los fondos de capital en el negocio de comidas rápidas en el país. De acuerdo con Francisco Mira, presidente de Promotora – firma gestora del fondo Escala Capital- existen fondos de capital que se especializan en negocios medianos y pequeños que prometen crecimientos exponenciales; el sector de comidas y bebidas casualmente es uno de ellos. El fenómeno de nuevos jugadores en el sector de comidas rápidas del país se debe igualmente a que los competidores locales requieren recursos frescos (Diario El Tiempo, 2012).

Marcas globales como Burger King quieren entrar a mercados grandes y con perspectivas de crecimiento, y sus expectativas encajan en este sentido con los intereses de los fondos de capital. También, el hecho de que el negocio de comidas rápidas sea un negocio de alto flujo de caja lo hace muy atractivo³², a pesar de que no es en términos generales un negocio de altos márgenes de rentabilidad debido a la fuerte competencia que existe, tal y como afirma Luis Naranjo, de ww.losdatos.com: "Las comidas rápidas, además de un negocio de restaurantes es inmobiliario, lo que implica tener un brazo financiero fuerte" (Diario Portafolio, 2012).

Es el caso de la llegada de operadores de franquicias mexicanos y centroamericanos a Colombia como Pizza Hut y Domino's Pizza - la alta emigración de ciudadanos de estos países a Estados Unidos, la influencia de la cultura americana y su cercanía geográfica, han hecho que interioricen rasgos particulares de la cultura

³² Una alta proporción de las compras en el negocio de comidas rápidas se hace en dinero en efectivo.

americana y los introduzcan hacia un mercado aún no tan permeados como es el caso de Colombia, tal como lo afirma en entrevista para el Diario El Tiempo, Édgard Llanos - gerente de la operadora de Franquicias de Colombia - firma de capital colombo-salvadoreño que gestiona la marca Buffalo Wings en el país (Diario El Tiempo, 2012). El rezago de 15 a 20 años, en los que varias marcas foráneas se marginaron de llegar a Colombia por cuestiones de riesgo e inseguridad, es otro de los factores que explican el boom de nuevas cadenas y operadores extranjeros de comidas rápidas, tal y como lo afirmó también al Diario El Tiempo el gerente de la firma de capital ecuatoriano Inversiones INT Colombia, Jaime Gómez Reyes, firma que controla una de las dos franquicias en el país de la cadena de comidas KFC: "Ahora ven a Colombia como un mercado potencial de la región por el tamaño de su población, el PIB per cápita y la seguridad para la inversión extranjera".

Dentro de los casos de éxito a destacar, de fondos de capital invirtiendo en compañías del sector en Colombia, se encuentra la firma **Promotora** (ver Anexo B.). Tras 25 años de experiencia como gestora de fondos capital privado y banca de inversión del segmento medio del mercado, Promotora ha diversificado sus inversiones en diversos sectores a través de los dos fondos que actualmente gestiona. Con el fondo de crecimiento (Escala) se concentran en pequeñas y medianas empresas de ingeniería especializada, seguridad de información, servicios ambientales y de consumo. En el fondo de capital emprendedor (Progresía), tienen tres vertientes: tecnologías de la información y la comunicación (TIC); ciencias de la vida (biotecnología, salud); y también en compañías de alta ingeniería asociadas a tecnologías verdes³³. Para finales de 2012, Promotora mantenía un portafolio de inversiones en 11 compañías y tenía previsto invertir en tres más. De acuerdo con Francisco Mira - presidente de Promotora, la decisión de invertir en una Pyme para la firma gestora radica en que la compañía tenga un modelo de negocio diferenciado que le genere un potencial alto de crecimiento en un mercado importante. Otro punto relevante en el momento de toma de decisión es mantener un equipo de alta

³³ En el primer semestre de 2013 finalizó el período de inversión de los dos fondos.

capacidad de gestión que se adapte y responda a los nuevos lineamientos que traerá el fondo (Rojas, 2012).

De esta manera, el 23 de octubre de 2012 *Burger King Worldwide* anunció la firma de un contrato exclusivo con Fondo Escala Capital y Promotora para el mayor desarrollo de restaurantes de la marca en Colombia resultando en 100 puntos de venta en un plazo de cinco años. Como parte de la transacción, el Fondo Escala Capital capitalizó la transacción obteniendo la mayoría accionaria de Kinco S.A.S, que a la fecha era una franquicia de *Burger King Worldwide* (Reuters, 2012).

"La economía en Colombia prospera y creemos que este mercado es valioso dentro de nuestra misión estratégica para expandir nuestra huella en la región de Latinoamérica y el Caribe[...]. Creemos que hay una tremenda oportunidad de crecimiento para la marca *Burger King* en Colombia y este trato es un paso importante para realizar esta oportunidad." José Tomás - Presidente, Latinoamérica y el Caribe, para Burger King (Industria Alimenticia, 2012). En 2008, *Burger King Worldwide* entró en Colombia y actualmente la marca disfruta de un consumidor sólido a través de Latinoamérica y el Caribe presenciándose en 29 países a través de la región con aproximadamente 1,250 restaurantes en Latinoamérica y el Caribe.

Promotora se hizo a la mayoría accionaria de Kinco, la franquicia de la estadounidense *Burger King*, la segunda cadena más grande de comidas rápidas del mundo. Con la transacción que está tasada entre los \$10-15 mil millones, también se proyecta abrir entre 60 y 80 puntos de venta en el país en los próximos 5 años. Promotora, cuyos principales accionistas son los grupos empresariales Sura, Argos y Nutresa, canalizó de esta forma y por primera vez, los recursos de sus inversionistas en el sector de consumo (Rojas, 2012)³⁴. En los últimos tres años y administrando recursos por \$ 120.000 millones, Promotora ha hecho exitosas inyecciones de capital en empresas de alto crecimiento con su Fondo Escala, o en otras nacientes con el Fondo Progres, el

³⁴ La información presentada se deriva de la entrevista realizada en octubre de 2012 por el Diario El Colombiano a Francisco Mira – Presidente del Fondo de Capital Promotora.

primero y único de capital de riesgo en el país y dirigido a emprendimientos de alto diferencial. En entrevista al Diario El Colombiano en octubre de 2012, Francisco Mira - presidente de Promotora - relató detalles sobre la transacción en la empresa Kinco, en la cual invirtieron ambos fondos:

Frente al crecimiento sostenido del consumo de los colombianos, la categoría de comidas rápidas tiene un alto potencial de penetración de mercado respecto a otros países de la región. Por eso desde hace un año comenzamos a explorar opciones y fue cuando apareció Kinco. La inversión se perfeccionó en seis meses, no solo con sus socios fundadores, sino directamente con Burger King para que Kinco tenga exclusividad en el mercado y a partir de ahora cualquier local que se abra en Colombia sea nuestro (Rojas, 2012).

De acuerdo con Mira, lo que llevó al fondo Promotora a invertir en Kinco fue el posicionamiento de la marca - *Burger King* es una marca poderosa con baja penetración en Colombia, la franquicia reporta los mejores indicadores de gestión en Suramérica y cuenta con un equipo idóneo y capaz, que conoce el negocio de las comidas rápidas en el país. Tras la firma del contrato exclusivo, agrega Mira, se comenzó a hacer la inyección de capital y la implementación de un plan de desarrollo agresivo para reforzar la capacidad de gestión de la compañía, como acostumbra a hacer en las empresas en que han invertido. El plan de expansión para la compañía contempla la expansión en Medellín y mayor crecimiento será en ciudades intermedias o en aquellas donde solo hay uno o dos puntos de venta. La expansión también incluye traer a Colombia otros formatos (Rojas, 2012).

Otro caso de gran trascendencia es el de la firma gestora centroamericana – **Mesoamérica**. Con dos áreas de negocios principales: la primera enfocada en asesoría en adquisiciones de empresas y banca de inversión y a través de la cual han realizado más de 60 transacciones y asesorado más de US\$11.000 millones en montos acumulados en

transacciones³⁵. La segunda división hace inversiones de manera directa. Mantienen un grupo de familias de la región que invierte en oportunidades que les presentan, cuando invierten se crea una empresa donde estas familias se vuelven accionistas. No poseen un fondo como tal, sino que al momento de surgir oportunidades las estructuran caso por caso. La oficina de Bogotá opera desde septiembre del 2008 y en estos años ha ayudado a estructurar importantes negocios en el país³⁶.

En febrero de 2012 Mesoamérica anunció la adquisición del 85% de la cadena de café y restaurantes OMA; la empresa costarricense estructuró el negocio para que la compañía MesoFoods adquiriera la participación accionaria de la compañía colombiana. Reynaldo González director de la oficina de Mesoamérica en Bogotá explica que desde Colombia la Firma busca oportunidades para estructurar proyectos y convencer a inversionistas para que se vinculen a los mismos - están atentos a opciones de negocio en los países andinos con prioridad en Colombia y Perú. “Tratamos de ser inversionistas pacientes. Además de la industria de restaurantes, estamos evaluando sectores como el petrolero, el de educación, el de salud, y hay varias cosas que están avanzando” afirma González (Gómez, 2012)³⁷. La operación con Oma, su primera incursión en la administración de negocios en el sector de alimentos, incluyó 159 barras de café, 11 restaurantes y una tostadora. La meta de la Firma es hacer crecer los ingresos de Oma y rentabilizar a la compañía en un periodo no mayor a 7 años.

La compra del 85% por ciento de OMA, fue realizada a través de la sociedad mayoritaria MesoFoods, vehículo donde invirtieron los inversionistas que la Firma maneja y que está abierto a explorar otras oportunidades de crecimiento orgánico o vía adquisiciones. Lo que les llamó la atención de Oma para estructurar un negocio de esta categoría fue la marca: para Mesoamérica Oma es una marca muy interesante, con mucho

³⁵ Incluye el apoyo al Grupo Aval – conglomerado financiero colombiano - en la compra de BAC Credomatic en el año 2010.

³⁶ Facilitaron también la entrada a Centroamérica de Seguros Bolívar y han apoyado otras empresas locales en asesoría de adquisiciones.

³⁷ La información presentada se deriva de la entrevista realizada en marzo de 2012 por el Diario Portafolio a Reynaldo González – Director de la oficina regional del Fondo Mesoamérica en Colombia.

reconocimiento en Colombia, que abarca todo el tema del café y los restaurantes. Adicional a su alto potencial de crecimiento, la compañía constituye una plataforma de entrada al negocio de comidas en el país. A partir de este movimiento, la Firma ha considerado incluso manejar franquicias de la marca Juan Valdez y evalúan también explorar oportunidades en el sector de comidas, en cadenas de pollo ya que consideran que esta es una categoría muy importante en el mercado local, su consumo per cápita es alto y tiene una escala interesante.

En relación a la expansión internacional de la marca Oma, consideran que ya la compañía exporta a más de 20 países y la marca se encuentra registrada en varios países, incluyendo la mayor parte de Latinoamérica y Canadá, por lo que la expansión internacional ya se está realizando con café empacado. El enfoque principal son las barras y los restaurantes en Colombia. En café empacado por otro lado sí están proactivamente buscando oportunidades de exportación.

Más adelante, durante el mes de agosto de 2012, Mesoamérica se hace al control de Frayco, compañía propietaria de los restaurantes Presto, Tacos & Bar-BQ y BBQ. Con la adquisición el fondo costarricense consolida su operación en el país y pasa del séptimo al cuarto puesto en el negocio de comidas rápidas en Colombia. La adquisición incluyó las tres marcas de restaurantes de Frayco representadas en 152 puntos de venta, ubicados en las principales ciudades del país. Presto es la tercera cadena de hamburguesas de Colombia, con 30 años en el mercado y 121 puntos de venta, ubicados en 22 ciudades. Tacos & Bar-BQ, especializado en comida mexicana y carnes a la parrilla, se incorporó al portafolio de Frayco en 2011 y tiene con 26 puntos de venta en ocho ciudades. Por su lado, BBQ se especializa en carnes a la parrilla y cuenta con cinco puntos de venta en la capital del país. Luego de esta transacción con Frayco, a través de Oma, Presto, Tacos & Bar-BQ y BBQ, Mesoamérica alcanza un total de 330 puntos de venta a nivel nacional y una planta de 2.400 empleados.

Las comidas rápidas, además de un negocio de restaurantes es inmobiliario, lo que implica tener un brazo financiero fuerte; es decir que para que una cadena de

comidas rápidas crezca y alcance cobertura nacional debe tener nuevos puntos de venta, proceso que implica elevar su operación inmobiliaria vía arriendo o compra, y por tanto, requiere de una posición financiera sólida para garantizar dicha operación (Diario Portafolio, 2012).

La exploración de oportunidades para la firma se hace en distintos sectores y Mesoamérica continua en la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión en Colombia y otros países de la región. No obstante, por la escala del país y el ambiente macroeconómico y político, muchas de las oportunidades que vislumbran son internas. Analistas del mercado dicen que la notoriedad que han ganado en los últimos años los inversionistas centroamericanos en el negocio de comidas rápidas de Colombia se debe a que varios operadores tienen vasta experiencia en el manejo de franquicias maestras locales y norteamericanas, dada por la alta migración de sus ciudadanos a Estados Unidos en sus países. Además, lo aducen a la influencia cultural estadounidense en la subregión, y a que suelen integrar verticalmente negocios como la producción avícola (Diario Portafolio, 2012).

Los casos de Promotora – su adquisición de una de las franquicias de comida rápida de mayor crecimiento del país, y Mesoamérica – con su entrada al competitivo negocio del café a través de una de las marcas más representativa (Oma) – dan cuenta de la importancia de fondos de capital de riesgo, como el que gestionan estas dos entidades, como base para el desarrollo y promoción del emprendimiento en el país y para que empresas, en etapas de maduración y posicionamiento en el mercado local, puedan superar uno de los mayores obstáculos iniciales para su crecimiento: financiación. La importancia de contar con inversionistas de este tipo, permite a las compañías fondear proyectos de innovación y les facilita enfocarse en aspectos clave como el desarrollo tecnológico, base para el crecimiento de la compañía. Cabe de nuevo resaltar, que para una empresa del segmento Pyme, otro de los mayores aportes en la inversión de un fondo de capital está dado por el aporte de conocimiento y experiencia que, en términos de

gestión y administración, brinda el fondo a la compañía y que le permiten de manera efectiva hacer uso de los recursos obtenidos y materializarlos en crecimiento y desarrollo.

7. Conclusiones

- Las Pymes en Colombia han tenido la posibilidad de acceso a crédito a través de esquemas de primero y segundo piso desde hace varios años. Se ha desarrollado recientemente un portafolio de nuevos productos para este segmento que incluye productos financieros (*leasing, factoring*, fondos de capital privado o capital de riesgo), seguros (microseguros) y el acceso al mercado de capitales. Las instituciones financieras de política pública concentran por su parte las líneas de crédito de segundo piso para las Pymes (Bancoldex, el Fondo para el Financiamiento Agropecuario y el Fondo Nacional de Garantías). Muchos de los servicios financieros dirigidos a este segmento empresarial son prestados por entidades financieras privadas, no obstante, existe una interacción muy importante entre los instrumentos públicos y los agentes privados, que ha contribuido y favorecido el acceso al crédito para las Pyme en el país.
- La evolución de los recursos canalizados por el sistema financiero en los últimos 15 años por fuentes de financiamiento, da una perspectiva de la evolución del acceso al financiamiento por parte de las Pymes. Es clara la diferencia de disponibilidad de fuentes en relación a grandes empresas. La utilización de diferentes fuentes por parte de las Pyme está afectada por el ciclo económico y muestra que la participación del endeudamiento bancario ha sido relativamente estable, así como su participación en el total de financiamiento, tendiendo a sustituirse deuda por recursos propios y proveedores. Destaca también, la baja participación del mercado de capitales en las fuentes de financiamiento para las MiPyme. En relación al costo de los recursos, comparando las tasas de interés de las entidades financieras especializadas en pymes y aquellas con mayor énfasis en empresas grandes, se encuentran mayores niveles para las Pyme.

- Pese a la importancia de las Pymes en la generación de empleo y su contribución al PIB en Colombia, y aún para compañías formales del segmento, la financiación de sus proyectos de expansión y desarrollo depende en gran medida de recursos propios y del crédito bancario al que puedan tener acceso. Tal y como señala la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), las Micro, Medianas y Pequeñas empresas (MiPymes) que representan 96% de los establecimientos del país, cuentan con una participación del 80% de la generación de empleo y contribuyen con un 40% del PIB, deben buscar recursos a través del crédito bancario y cerca de un 60% no acceden a otras fuentes de financiamiento disponibles.
- Ciertos fondos de capital privado orientan sus inversiones principalmente a pequeñas y medianas empresas con una fuerte necesidad de recursos y que no necesariamente tienen acceso fácil a las fuentes tradicionales de financiamiento. Estos fondos buscan respaldar a los pequeños empresarios en diversos sectores con el objetivo de impulsar el empleo y el crecimiento de la economía. Además, los expertos resaltan que los fondos tienen las condiciones para apoyar a las pequeñas empresas desde su estructuración hasta lograr el éxito y posicionamiento en el mercado local. Los Fondos de capital privado constituyen en esta medida un instrumento directo de capitalización de las empresas mediante recursos y, por tanto, representan una alternativa de financiamiento de proyectos productivos para las Pymes. Además de capital fresco, ofrecen a estas empresas mejores herramientas de gobierno corporativo y gestión profesional.
- La industria colombiana de capital riesgo tiene una posición estratégica en la cadena de financiación de las Pymes de alto crecimiento, ya que ha venido desarrollado las habilidades necesarias para fomentar la innovación y la competencia en este tipo de compañías. Teniendo en cuenta el número de firmas de capital privado que operan en el país, su calidad, el nivel de educación y

experiencia de sus gerentes, el escenario actual de instituciones orientadas hacia el mercado, y la evolución del sistema regulatorio, la industria de capital privado se constituye como eje fundamental en el desarrollo, expansión y crecimiento de empresas pertenecientes al segmento Pyme en el país.

- Actualmente los fondos de capital privado cuentan con recursos por US\$2.226 millones los cuales serán destinados a inversión en sectores como energía e hidrocarburos, hotelería y turismo, infraestructura, salud y educación, manufacturas, finca raíz. Estos fondos, son manejados por especialistas los cuáles buscan inversión en empresas que no coticen en bolsa, y aunque está claro que el capital riesgo es una de las mejores alternativas a la financiación tradicional, este mercado no está muy desarrollado en el país.
- Respecto al sector de comidas y bebidas en el país, las 50 principales cadenas de comidas rápidas en Colombia mueven más de \$1,5 billones anuales, y el control del negocio aún lo mantienen los inversionistas colombianos. No obstante, cada vez más marcas extranjeras incursionan en el mercado adquiriendo acciones de cadenas locales. El fenómeno de nuevos jugadores en el sector de comidas rápidas del país se debe igualmente a que los competidores locales requieren recursos frescos para acelerar sus procesos de expansión. También, el ingreso per cápita y la clase colombiana tanto en ciudades grandes como intermedias está creciendo, lo que hace atractivo el negocio y al mercado colombiano dentro de la misión estratégica de las empresas. En esta medida, son cada vez más los recursos de los fondos de este tipo de inversionistas de capital privado en el sector de venta de comidas y bebidas en Colombia.
- En esta medida, el fenómeno de financiamiento a través de fondos de capital por parte de jugadores en el sector de restaurantes y cadenas de comida rápida del país se deriva de la necesidad de recursos frescos para ampliar y consolidar su presencia en el mercado local: los operadores y cadenas necesitan fondos frescos -

que pueden ser suministrados por los fondos de capital - para la apertura de locales y para acelerar el crecimiento y el cumplimiento de los contratos de cobertura con los dueños de las franquicias. Las marcas globales quieren entrar a mercados grandes, y sus expectativas coinciden en muchas ocasiones con los intereses de los fondos de capital, que además de inyectar recursos, aportan capacidad de administración y gestión a las compañías.

- Los casos de Promotora – su adquisición de una de las franquicias de comida rápida de mayor crecimiento del país, y Mesoamérica – con su entrada al competido negocio del café a través de una de las marcas más representativas – dan cuenta de la importancia de fondos de capital de riesgo, como el que gestionan estas dos entidades, como base para el desarrollo y promoción del emprendimiento en el país y para que empresas, en este caso del sector de restaurantes y cadenas de comidas, y en etapa de maduración y posicionamiento en el mercado local, puedan superar uno de los mayores obstáculos iniciales para su crecimiento: la financiación.

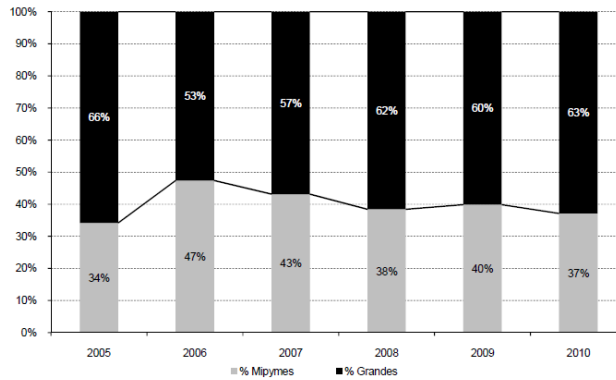
Anexos

Anexo A. Principales instrumentos de política pública de financiamiento a Pymes

Dentro de las principales estrategias para facilitar el acceso al crédito a Pymes, así como las instituciones que las ejecutan y los instrumentos utilizados, debe destacarse el papel que cumplen el Banco de Comercio Exterior de Colombia (BANCOLDEX), el Fondo Nacional de Garantías y la Banca de las Oportunidades, a través de los cuales se ha logrado una mejor focalización en el acceso a recursos por parte de estas empresas resultando en el crecimiento del valor y número de operaciones, como en la cantidad de beneficiarios.

Bancoldex: opera como un banco de segundo piso con el mecanismo de redescuento para el otorgamiento de crédito y celebración de operaciones de leasing. Ofrece sus servicios a exportadores de todos los tamaños, pero tiene una atención particular para las pequeñas y medianas empresas de todos los sectores económicos, sean o no exportadoras. En el caso de las Pymes cuenta con dos cupos especiales: un “Mecanismo de Liquidez Contracíclico”, con un plazo de tres años, y “aProgresar”, que otorga recursos de crédito hasta 12 años y período de gracia de hasta de tres años para modernizar y ampliar la capacidad productiva. Esta última línea de crédito está destinada específicamente a la modernización de MiPymes y ha registrado un crecimiento significativo, tanto en lo que se refiere al valor de los desembolsos como al número de éstos y de empresarios beneficiados. En la evolución de los desembolsos totales de Bancoldex puede observarse que cerca de 40% de los recursos de crédito de la institución va dirigido a las empresas de menor tamaño.

Gráfico 13. Evolución de la participación de los desembolsos de crédito de Bancoldex según tamaño de empresas. 2005-2010



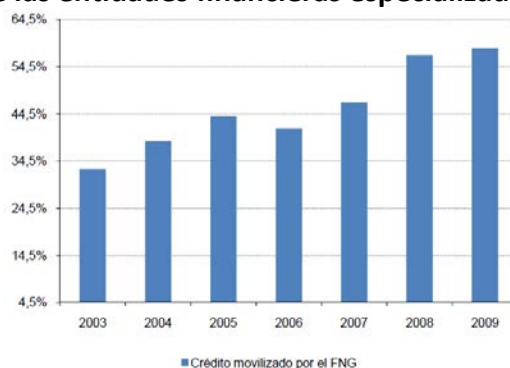
Fuente: “Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia”, Zuleta, L., 2011, p. 15-17.

La participación de la cartera de Bancoldex como proporción de la cartera comercial de las entidades financieras que otorgan prioritariamente crédito a este tipo de empresas da una idea de la importancia de la entidad en el financiamiento de las Pymes. En el período 2005-2010 el crédito otorgado a las Pymes con recursos de Bancoldex corresponde a un rango de entre 10 y 15% del total del crédito desembolsado para estas empresas. Los recursos colocados a través de BANCOLDEX son a tasas de mercado, sin subsidios. La institución ofrece sus líneas de redescuento a plazos normalmente más largos que los del mercado, dado que opera como banco de segundo piso y el riesgo de crédito lo asumen las entidades financieras que desembolsan el crédito a las Pymes. Las políticas de reorientación del crédito de Bancoldex hacia las pymes han mostrado sus resultados: entre 2002 y 2007 se eleva el número de operaciones desembolsadas a las MiPyme, se reducen los desembolsos de corto plazo, aumentando los de mediano y largo plazo, y se incrementa el número de municipios atendidos (Salazar, 2007).

Fondo Nacional de Garantías – FNG: sociedad de economía mixta vinculada al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Su objeto principal consiste en facilitar el

acceso al crédito para las MiPyme mediante el otorgamiento de garantías³⁸. El único sector que no cubre es el agropecuario, debido a que éste cuenta con el Fondo Agropecuario de Garantías. Entre los años 2005 y 2009 se observa el crecimiento de los recursos movilizados³⁹, con una reducción en 2009 que refleja el efecto de la crisis. Se aprecia un comportamiento similar en el número de beneficiarios, que alcanzó un máximo superando los 200.000, en el año 2007. En el período 2003-2009 la participación de las garantías del FNG en el sistema financiero oscila entre 33% y 59% de los recursos desembolsados a las Pymes, lo cual denota la relevancia del instrumento para este tipo de empresas.

Gráfico 14. Participación de las garantías vigentes otorgadas por el FNG como proporción del crédito comercial de las entidades financieras especializadas en Pymes. 2003-2009.



Fuente: “Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia”, por Zuleta, L., 2011, p. 15-17.

El Fondo Nacional de Garantías, en su plan estratégico 2007-2010, se planteó como meta movilizar 16 billones de pesos para las MiPyme en ese período, equivalentes a cerca

³⁸ La solicitud de garantías se efectúa a través del intermediario financiero ante el cual la empresa pide el crédito. Se pueden solicitar garantías para créditos vinculados con: capital de trabajo, inversiones fijas o capitalización, operaciones de leasing, cupos rotativos de crédito, créditos de Bancoldex y de Colciencias, y créditos para creación de empresas.

³⁹ En promedio, el Fondo otorga como garantía 50% del valor de los créditos. Las garantías con recursos de Bancoldex llegan hasta 50% y los créditos para capital e inversiones fijas, hasta 60%. La capacidad máxima de garantías del Fondo está limitada por su solvencia regulatoria de 11%, lo cual le permite apalancar hasta nueve veces su patrimonio técnico (Fondo Nacional de Garantías, 2009).

de 8,8 billones de dólares (Fondo Nacional de Garantías, 2009). Esta meta estuvo cercana a su cumplimiento desde 2009: \$5 billones en 2007; \$5,2 billones en 2008 y \$5 billones en 2009. Salazar (2007) destaca la evolución positiva del Fondo en lo que se refiere a garantizar crédito para las MiPyme y la diversificación del portafolio con la opción de una garantía para *leasing*. En 2011 el estudio de evaluación de impacto de este instrumento, evaluó el desempeño de las empresas que fueron beneficiarias de garantías del FNG. Los resultados principales arrojan un impacto positivo. Las firmas beneficiarias tienen un crecimiento en producción superior en 5,8% respecto a las firmas no beneficiarias de las garantías. En cuanto al empleo, la diferencia es de 4,6% entre las firmas beneficiarias y las no beneficiarias (Arráiz, Meléndez, & Stucchi, 2011).

Banca de las Oportunidades: El gobierno colombiano crea en 2006 el Programa de Inversión Banca de las Oportunidades, con el objeto de promover el acceso al crédito y los demás servicios financieros a las familias de menores ingresos, micro, pequeñas y medianas empresas y emprendedores, mediante convenio entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Bancoldex, para la administración de un fondo cuenta destinado a este propósito. Como instrumentos se plantearon los corresponsales no bancarios, el impulso a una cuenta de ahorro de bajo monto, la reforma al régimen de garantías, el fortalecimiento de las centrales de riesgo y régimen de tasas de interés y comisiones de administración (DNP, 2006).

Siguiendo la experiencia brasileña, se promovió el esquema de corresponsales no bancarios con el fin de incentivar la presencia de servicios financieros en localidades sin sucursales bancarias, buscando un mayor acceso para personas naturales y MiPyme. La Banca de las Oportunidades impulsó el programa subsidiando algunos costos de transacción de manera transitoria y decreciente. Su objetivo se ha concentrado en la ampliación de la cobertura de los servicios financieros para estos segmentos, el estímulo al ahorro y el acceso al crédito.

De acuerdo con Asobancaria entre los cambios ocurridos en el proceso de bancarización entre los años 2006 y 2010, la población cubierta por al menos un servicio financiero pasó de 47,1% a 60,2% en dicho período.

Tabla 2. Bancarización en Colombia. Julio de 2006 - Junio de 2010

Producto	Cédulas		Tarjetas de identidad		Total personas		Diferencia		Porcentaje población mayor de edad	
	jul-06	jun-10	jul-06	jun-10	jul-06	jun-10	Absoluta	Porcentual	Junio-06 ^a	Junio-10 ^b
Cuenta de ahorro	12 211 904	16 680 975	84 837	714 376	12 296 741	17 395 351	4 469 071	137%	44,7	56,5
Cuenta corriente	1 339 387	1 397 672	-	-	1 339 387	1 397 672	58 285	104%	4,9	4,7
Cartera total ^c	3 230 567	5 135 710	-	-	3 230 567	5 135 710	1 905 143	159%	11,8	17,4
Cartera comercial	290 284	430 431	-	-	290 284	430 431	140 147	148%	1,1	1,5
Cartera Consumo	2 335 215	3 705 262	-	-	2 335 215	3 705 262	1 370 047	159%	8,6	12,5
Cartera Vivienda	543 531	693 397	-	-	543 531	693 397	149 866	128%	2,0	2,3
Microcrédito	482 637	1 091 088	-	-	482 637	1 091 088	608 451	226%	1,8	3,7
Tarjeta de crédito	2 759 049	4 671 124	-	-	2 759 049	4 671 124	1 912 075	169%	10,1	15,8
Al menos un producto financiero	12 842 325	17 787 962	84 837	709 120	12 927 162	18 502 338	4 945 637	139%	47,1	60,2

Fuente: "Informe de Bancarización 2012", Asobancaria, 2012.

Aunque en la red de corresponsales no bancarios el crédito es un producto en desarrollo, inicialmente el número de adultos bancarizados con microcrédito ha crecido considerablemente, llegando a más de 953.000 microempresarios en mayo de 2010 (ASOBANCARIA, 2010). La estrategia de largo plazo es transformar gradualmente en pymes a los microempresarios con potencial. Entre 2009 y 2010 el número de corresponsales no bancarios pasó de 5.617 a 9.698. Adicionalmente, se han venido impulsando las cuentas de ahorro de bajo monto para avanzar en la bancarización para cuentas de menos de \$1 millón. Según información de la Banca de las Oportunidades, en agosto de 2010 se habían abierto 2,7 millones de cuentas, de las cuales 84% estaban activas. A futuro se espera profundizar los servicios financieros para personas naturales y MiPyme a través de la banca móvil (Zuleta, 2011).

Bibliografía

- Agundu, P., & Dagogo, D. (22 de Marzo de 2010). *Driving Nigerian SMEs Venture Capital Transformational Financing Super-Highway: Focus on the Nigerian Economy*. Recuperado el Noviembre de 2013, de Social Science Research Network:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1576668
- Angulo, R., Gaviria, A., & Morales, L. (2012). *Clase Media y Condiciones de Vida en Colombia: el Balance de la Última Década 2002-2011*. Bogotá.
- ANIF. (2013). *La Gran Encuesta Pyme*. Recuperado el Agosto de 2013, de Centro de Estudios Económicos ANIF: <http://anif.co/>
- Arráiz, I., Meléndez, M., & Stucchi, R. (2011, Febrero 1). *Noticias: Econestudio*. Retrieved Marzo 2014, from sitio web Econestudio:
http://www.econestudio.com/anexo/noticia/878_FNG_FEB2011.pdf
- Autoregulador del Mercado de Valores. (2013). *Programa Educación Financiera Para Todos AMV: Credicorp Capital*. Recuperado el 2014, de sitio web Credicorp Capital:
<https://www.correval.com/userfiles/file/amv/Todo%20lo%20que%20un%20inversionista%20debe%20saber%20sobre%20los%20fondos%20de%20inversi%C3%B3n%20colectiva.pdf>
- Banco Mundial. (5 de Junio de 2011). *Colombia - Enterprise Survey 2010*. Recuperado el 29 de Marzo de 2014, de Banco Mundial - Microdatos: <http://microdata.worldbank.org/>
- Bancoldex; Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (2012). *Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia*. Bogotá: Grupo Salmántica S.A.S.
- Bancoldex; Ministerio de Comercio, Industria y Turismo;. (2012). *Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia*. Bogotá: Grupo Salmántica S.A.S.

Barboza, R. (Noviembre de 2012). *Los fondos de capital privado apoyan a las pyme frente al TLC* .

Recuperado el Noviembre de 2013, de La República:

http://www.larepublica.co/finanzas/los-fondos-de-capital-privado-apoyan-las-pyme-frente-al-tlc_58991

Barboza, R. (11 de Septiembre de 2013). *Los fondos de capital privado apoyan a las pyme frente al*

TLC. Recuperado el Septiembre de 2013, de Diario La República:

http://www.larepublica.co/finanzas/los-fondos-de-capital-privado-apoyan-las-pyme-frente-al-tlc_58991

Beck, T., & Demircuc-Kunt, A. (Noviembre de 11 de 2006). *Small and medium-size enterprises:*

Access to finance as a growth constraint. Recuperado el Octubre de 2013, de Science

Direct: [http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VCY-4K9C5BP-](http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VCY-4K9C5BP-1/2/647a4b227ece2ff3086425055d3e0a7b)

[1/2/647a4b227ece2ff3086425055d3e0a7b](http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VCY-4K9C5BP-1/2/647a4b227ece2ff3086425055d3e0a7b)

Berger, A., & Udell, G. (1998). The Economics of the Small Business Finance: The. *Journal of*

Banking Finance, special issue on the economics of the small business finance .

Berlin, M. (Enero de 1998). That Thing Venture Capitalists Do. *Business Review* , 15-27.

Boscolo, R., Shephard, B., & Williams, W. (Enero de 2013). *El panorama del capital riesgo en*

Colombia. Recuperado el Mayo de 2013, de Universia Knowledge@Wharton:

<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=2302>

Boscolo, R., Shephard, B., & Williams, W. (2 de Enero de 2013). *Knowledge@Wharton*. Obtenido

de The Private Equity Landscape in Colombia:

<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=3154>

Brettel, M., Breuer, W., Espel, P., & Abedin, A. (17 de Julio de 2009). *Private Equity for SME: A*

Behavioural Model of the Demand-Side Perspective. Recuperado el Octubre de 2013, de

Social Science Research Network:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141068

Celedón, N. (11 de Noviembre de 2012). *En Colombia florece la industria de Fondos de Capital*

Privado. Recuperado el Octubre de 2013, de Vanguardia Liberal:

<http://www.vanguardia.com/economia/nacional/182742-en-colombia-florece-la-industria-de-fondos-de-capital-privado>

Clavijo, S. (10 de Febrero de 2014). *Evolución Reciente del Financiamiento Pyme en Colombia*.

Recuperado el Mayo de 2014, de sitio web ANIF:

<http://anif.co/sites/default/files/uploads/Feb10-14.pdf>

ColCapital. (Junio de 2012). *ColCapital - Asociación privada de Fondos de Capital Privado*.

Recuperado el Septiembre de 2013, de <http://colcapital.org/>

Cuellar, M. M. (Marzo de 2011). *Discursos: Asobancaria*. Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web Asobancaria:

<http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/documentos/discursos/2014>

De Carvalho, A., Gallucci Netto, H., & Sampaio, J. (31 de Diciembre de 2012). *De Carvalho, Antonio Gledson and Gallucci NePrivate Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Recent Evolution*. Recuperado el Septiembre de 2013, de Social Science Research Network:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1996729

Delgado, P. (9 de Septiembre de 2013). *El Corral y McDonald's lideran en comidas rápidas con \$476.000 millones vendidos*. Recuperado el Septiembre de 2013, de Diario La República:

http://www.larepublica.co/empresas/el-corral-y-mcdonald%E2%80%99s-lideran-en-comidas-r%C3%A1pidas-con-476000-millones-vendidos_58191

Diario Expansión. (2014). *Diccionario económico: Expansión.com*. Recuperado el 2014, de sitio web

Expansión.com: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/family-office.html>

Diario El Tiempo. (5 de Noviembre de 2012). *Crece el apetito de los extranjeros en comidas. Diario El Tiempo*.

Diario Portafolio. (24 de Octubre de 2012). *Fondos privados sacuden el menú del negocio de comida*. Recuperado el Julio de 2013, de Diario Portafolio:

<http://www.portafolio.co/negocios/fondos-privados-sacuden-el-menu-del-negocio-comida>

Diario Portafolio. (31 de Agosto de 2012). *Nuevo dueño de Oma compró cadena de restaurantes Presto*. Recuperado el Octubre de 2013, de Diario Portafolio:
<http://www.portafolio.co/negocios/nuevo-dueno-oma-compro-cadena-restaurantes-presto>

Esquivel, V. (2 de Mayo de 2013). Presentación estudio: 'El impacto del capital privado para las empresas en México' - KPMG. (C. Expansión, Entrevistador)

Ezra, S. (1963). *Theory of Financial Management*. Nueva York: Columbia University Press.

Fondo Nacional de Garantías. (2009). *Informes de Gestión*. Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web Fondo Nacional de Garantías:
http://www.fng.gov.co/fng/portal/resources/files/archivos/Informe_Gestion_2009.pdf

Global Entrepreneurship Monitor (GEM). (2011). *Reporte GEM Colombia 2010*. Bogotá: Editorial Universidad del Norte.

Gómez, C. (6 de Marzo de 2012). *Colombia es nicho de negocios para Mesoamérica*. Recuperado el Agosto de 2013, de Diario Portafolio:
<http://www.portafolio.co/negocios/%25E2%2580%2598colombia-es-un-nicho-negocios-mesoamerica%25E2%2580%2599>

Harris, J., Schiantarelli, F., & Siregar, M. (31 de Octubre de 1992). *How financial liberalization in Indonesia affected firms' capital structure and investment decisions*. Recuperado el Noviembre de 2013, de World Bank: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1992/10/01/000009265_3961003100502/Rendered/PDF/multi_page.pdf

Industria Alimenticia. (5 de Diciembre de 2012). *Burger King invierte en Paraguay y Colombia*. Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web de Industria Alimenticia:
<http://www.industriaalimenticia.com/articles/print/86265-burger-king-invierte-en-paraguay-y-colombia>

KPMG - AMEXCAP. (2013). *El impacto del Capital Privado para las empresas en México: 17 casos de éxito*. Recuperado el Septiembre de 2013, de KPMG México :

<http://www.kpmg.com/MX/es/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Estudios/2013/Capital-Privado-Mexico.pdf>

Latin American Private Equity and Venture Capital Association. (2013). *2012 LAVCA Scorecard*.

Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web LAVCA: <http://lavca.org/2012/05/09/2012-lavca-scorecard/>

Longenecker, J., Moore, C., Petty, W., & Palich, L. (1997). *Small Business Management: An Entrepreneurial Emphasis*. Cincinnati: SouthWestern College Publishing.

Meléndez, M., & Perry, G. (2009). La política industrial en Colombia. En F. (. Jaramillo, *Desafíos del crecimiento en Colombia : ¿políticas deficientes o insuficientes?* (págs. 105-225).

Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

Ministerio de Comercio Industria y Turismo. (2013). *MyPimes: Ministerio de Comercio Industria y Turismo*. Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web Ministerio de Comercio Industria y Turismo: <http://www.mipymes.gov.co/>

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (Septiembre de 2013). *Definición Tamaño Empresarial Micro, Pequeña, Mediana o Grande*. Recuperado el Julio de 2013, de Mypimes – Portal Empresarial Colombiano.:

<http://www.mipymes.gov.co/publicaciones.php?id=2761#>

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (Marzo de 2013). *Fondos de Capital*. Recuperado el Septiembre de 2013, de Ministerio de Comercio, Industria y Turismo:

<http://www.mipymes.gov.co/publicaciones.php?id=4387>

Mira, F. (2013). Lo que hay es plata. *Revista Dinero* .

Ollor, w., & Dagogo, D. (31 de Diciembre de 2009). *The Effect of Venture Capital Financing on the Economic Value Added Profile of Nigerian SMEs*. Recuperado el 15 de Octubre de 2013, de sitio web Social Science Research Network (SSRN):

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1534211

Raigoso, A. (24 de Mayo de 2012). Avesco, dueña de la cadena Kokoriko, invertirá \$18.000 millones en expansión. *Diarío La República* .

- Ramalho, C. (20 de Junio de 2010). *Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil Through Private Equity and Venture Capital* . Recuperado el Octubre de 2013, de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1607223
- Ramírez, C. (22 de Noviembre de 2012). *Fondos de capital privado manejan recursos por más de US\$2.000 millones*. Recuperado el Junio de 2013, de Diario La República: http://www.larepublica.co/finanzas/fondos-de-capital-privado-manejan-recursos-por-m%C3%A1s-de-us2000-millones_21361
- Reuters. (23 de Octubre de 2012). *Burger King Worldwide continúa sus planes agresivos globales en Colombia con un nuevo contrato de desarrollo de franquicia*. Recuperado el Agosto de 2013, de Reuters: <http://www.reuters.com/article/2012/10/23/idUS203828+23-Oct-2012+BW20121023>
- Revista Dinero. (8 de Agosto de 2013). *Carril expreso del mercado de valores*. Recuperado el Agosto de 2013, de Revista Dinero: <http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/carril-expreso-del-mercado-valores/181172>
- Ribeiro, L. (2008). High-Growth SMEs and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil. En B. I. Desarrollo, & C. Crabbe (Ed.), *Small business access to finance in Latin America and the Caribbean* (pág. 37). Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Ribeiro, L. L. (1 de Mayo de 2007). *High-Growth SMEs and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil* . Recuperado el Octubre de 2013, de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1082438
- Ribeiro, L., De Carvalho, A., & Furtado, C. (Junio de 2006). *Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Brazil*. Recuperado el Mayo de 2013, de Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=912523
- Rojas, J. (28 de Octubre de 2012). *Comidas rápidas, nuevo negocio de Promotora*. Recuperado el Junio de 2013, de Diario El Colombiano: http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/C/comidas_rapidas_nuevo_negocio_de_promotora/comidas_rapidas_nuevo_negocio_de_promotora.asp

Salamanca, D. (17 de Septiembre de 2012). *El reto de financiación de las Pymes*. Recuperado el Julio de 2013, de Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores:
<http://www.iimv.org/actividades2/Cartagena2012/lunes/IIMV%202012%20PYMES.pdf>

Salazar, N. (Septiembre de 2007). Recuperado el Octubre de 2013, de sitio web Fedesarrollo:
<http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/El-acceso-al-financiamiento-de-las-mipymes-en-Colombia-2007.pdf>

Sharpe, W., Alexander, G., & Bailey, J. (1995). *Investments*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.

Ugarte, J. (2 de Mayo de 2013). *Fondos invierten 15,000 mdd en Pymes*. Recuperado el Junio de 2013, de CNN Expansión: <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2013/05/02/fondos-invierten-15000-mdd-en-pymes>

Zamora, S. (2012). Pequeñas y medianas empresas: diferencias en su desempeño general, perspectivas y financiamiento. *Coyuntura Pyme* , 5-12.

Zuleta, L. A. (Julio de 2011). *Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia*. Recuperado el Agosto de 2013, de Comisión Económica para América Latina y el Caribe - CEPAL: http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/9/44409/LCW_420.pdf