

**CREACIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGO PARA APALANCAR
PROYECTOS PRESENTADOS POR ESTUDIANTES, PROFESORES Y
EGRESADOS DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE**

**MARÍA CAROLINA BOLÍVAR
ARGELIO JAVIER CARDONA
ADRIANA MILENA MALDONADO GALÁN**

**UNIVERSIDAD DEL NORTE
PROGRAMA DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS
BARRANQUILLA
OCTUBRE DE 2007**

**CREACIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGO PARA APALANCAR
PROYECTOS PRESENTADOS POR ESTUDIANTES, PROFESORES Y
EGRESADOS DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE**

**MARÍA CAROLINA BOLÍVAR
ARGELIO JAVIER CARDONA
ADRIANA MILENA MALDONADO GALÁN**

**Trabajo de grado presentado como
requisito para optar el título de
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE
EMPRESAS.**

**Director Trabajo de Grado:
Admora. LIYIS GÓMEZ NÚÑEZ
Universidad del Norte**

**UNIVERSIDAD DEL NORTE
PROGRAMA DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS
BARRANQUILLA
OCTUBRE DE 2007**

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCION.	1
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.	3
1.1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA.	4
1.2. SISTEMATIZACION DEL PROBLEMA.	4
2. JUSTIFICACIÓN.	5
2.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA.	5
3. OBJETIVOS.	7
3.1. OBJETIVO GENERAL.	7
3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.	7
4. MARCO REFERENCIAL.	8
4.1. MARCO TEÓRICO.	8
4.1.1. Fondo de Capital de Riesgo.	8
4.1.2. Sistema de capital de riesgo.	9
4.2. POLÍTICAS PARA LA CREACIÓN DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO.	9
4.3. TIPOS DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO.	11
4.3.1. Administración de los fondos de capital de riesgo.	13
4.3.2. Los fondos de capital de riesgo como alternativa de financiamiento para Pymes y empresas nacientes.	14
4.3.3. Principales características de los proyectos sujetos de inversión de un FCR.	14
4.3.4. Papel de los diferentes actores en la estructuración de proyectos financiados con recursos de un FCR.	16
4.3.5. Fuentes de recursos de los FCR.	16

4.3.6. Ventajas de los FCR como mecanismos para financiar empresas y para diversificar los portafolios de inversión.	17
4.3.7. Contribución de los FCR para mejorar la competitividad del país.	18
4.4. CONTRATOS DE CAPITAL DE RIESGO.	18
4.5. RENTABILIDADES DE CAPITAL DE RIESGO.	19
4.5.1. Reformas estructurales.	20
4.5.2. Principales problemas.	21
4.6. MARCO LEGAL DE COLOMBIA.	22
4.7. MARCO CONCEPTUAL.	28
5. DELIMITACIÓN.	40
5.1. DELIMITACIÓN TEMÁTICA.	40
5.2. DELIMITACIÓN TEMPORAL.	40
5.2.1. Tiempo real.	40
5.3. DELIMITACIÓN ESPACIAL.	40
6. DISEÑO METODOLÓGICO.	41
6.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN.	41
6.2. TIPO DE ESTUDIO.	41
6.3. FUENTES Y TÉCNICAS DE INFORMACIÓN.	41
6.3.1. Fuentes Primarias.	41
6.3.2. Fuentes Secundarias.	42
7. FONDOS Y FUENTES DE FINANCIACIÓN DE CAPITAL DE RIESGO Y CREACION DE EMPRESAS EN COLOMBIA.	43
7.1. FONDO EMPRENDER SENA SECCIONAL BARRANQUILLA.	43
7.2. FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA.	43
7.3. FUENTES DE FINANCIACION.	44
7.4. ENTIDADES GUBERNAMENTALES DE SEGUNDO PISO.	44
7.4.1. Quiénes pueden acceder a los servicios del FNG?.	45
8. ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES TÉCNICAS DE DESARROLLAR UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGO OPERADO POR EL CENTRO DE CREACIÓN EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	46

8.1. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE A QUE ESTÁN SUJETOS LOS PROYECTOS DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO DE CREACIÓN EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	46
8.2. CUÁLES SERÍAN LOS ESQUEMAS DE GARANTÍAS ADECUADOS PARA LOS PROYECTOS DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	52
8.3. FORMA DE CONSTITUCIÓN, DEFINICIÓN LEGAL Y MODELOS ORGANIZACIONALES DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO.	54
8.4. POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y CRÉDITOS DEL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	57
8.4.1. Políticas de Crédito.	57
8.4.2. Políticas Financieras y Comerciales.	58
8.4.3. Políticas operacionales y legales.	58
8.5. MODELO PLANTEADO PARA LA EVALUACIÓN FINANCIERA DE LOS PROYECTOS O IDEAS DE NEGOCIOS.	59
8.6. ANÁLISIS DE LA VALORACIÓN DE LAS IDEAS DE NEGOCIOS POR EL MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO.	64
8.7. ASPECTOS LEGALES DE LOS NEGOCIOS QUE SURJAN DEL PROCESO DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO DE EMPRENDIMIENTO DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	69
8.8. ASPECTOS DE MERCADO.	69
8.8.1. Criterios para la selección de la muestra.	69
8.8.2. Características generales de los encuestados.	71
8.8.3. Perspectivas de emprendimiento.	73
8.8.3.1. <i>La actividad emprendedora como alternativa de corto plazo.</i>	74
8.8.3.2. <i>Ventajas y desventajas del emprendimiento.</i>	75
8.8.3.3. <i>Perfil emprendedor.</i>	77
8.8.3.3.1. <i>Cualidades o características del emprendedor (Autocalificación).</i>	78
8.8.4. Alternativas de financiamiento.	80

8.8.5. Experiencia e Iniciativa emprendedora.	82
9. EVALUAR LAS DIFERENTES OPCIONES DE FINANCIACIÓN Y EL CAPITAL NECESARIO PARA LA INICIACIÓN DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO.	84
9.1. PROCESO DE INVERSIÓN O DE APALANCAMIENTO DE RECURSOS POR PARTE DEL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE A LAS EMPRESAS PREINCUBADAS Y DEFINICIÓN DEL PORCENTAJE MÁXIMO DE INVERSIÓN O APALANCAMIENTO.	84
9.2. PROCESOS DE RETORNO DE LOS RECURSOS APALANCADOS POR EL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE A LAS EMPRESAS PREINCUBADAS EN EL CENTRO DE EMPRENDIMIENTO.	86
9.2.1. Proceso de descapitalización de los recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte.	87
9.2.2. Esquema de venta de la participación de FCR a un Inversionista Estratégico para la empresa.	89
9.2.3. Esquema de la venta del Proyecto preincubado a través del programa Colombia Capital o de ruedas de negocios.	90
9.3. ESTRUCTURA DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO.	93
9.3.1. Determinar la rentabilidad para un nivel de riesgo dado.	93
9.3.2. Administración y Gerencia del Portafolio.	94
9.3.3. Estructuración y definición del esquema de portafolio.	95
9.4. FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE Y UTILIZACIÓN DE LAS UTILIDADES QUE LLEGASE A GENERAR EL FCR.	95
10. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.	98
BIBLIOGRAFÍA.	102
ANEXOS.	104

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
FIGURA 1. ETAPAS DE UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGOS	12
FIGURA 2. ACTORES QUE INTERVIENEN EN UN CONTRATO DE CAPITAL DE RIESGO.	19

LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
GRÁFICO 1. DATOS GENERALES. PROGRAMAS CURSADOS POR LOS ESTUDIANTES ENCUESTADOS.	71
GRÁFICO 2. DATOS GENERALES. SEMESTRES CURSADOS POR LOS ENCUESTADOS.	71
GRÁFICO 3. DATOS GENERALES. SEXO DE LOS ENCUESTADOS.	72
GRÁFICO 4. DATOS GENERALES. SITUACIÓN LABORAL DE LOS ENCUESTADOS.	72
GRÁFICO 5. DATOS GENERALES. ESTADO CIVIL DE LOS ENCUESTADOS.	72
GRÁFICO 6. DATOS GENERALES. EDAD DE LOS ENCUESTADOS.	73
GRÁFICO 7. DATOS GENERALES. ESTRATO DE LOS ENCUESTADOS.	73
GRÁFICO 8. PLANES AL TERMINAR LA CARRERA QUE CURSAN.	74
GRÁFICO 9. IMPORTANCIA DE LA INDEPENDENCIA LABORAL PARA LOS ENCUESTADOS.	74
GRÁFICO 10. POSIBILIDAD DE CREAR EMPRESA EN COLOMBIA.	75
GRÁFICO 11. PRINCIPAL VENTAJA DE POSEER EMPRESA PROPIA.	76
GRÁFICO 12. PRINCIPAL DESVENTAJA DE POSEER EMPRESA PROPIA.	76
GRÁFICO 13. PROYECCIÓN PROFESIONAL ANTE LA SOCIEDAD.	77
GRÁFICO 14. AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR (RESPONSABILIDAD, HONESTIDAD, COMUNICACIÓN).	79
GRÁFICO 15. AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR (CAPACIDAD DE ARRIESGARSE, NEGOCIACIÓN, TENACIDAD).	79
GRÁFICO 16. AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR (ALTRUISMO, LIDERAZGO, AUTOCONFIANZA).	80
GRÁFICO 17. ALTERNATIVAS PARA FINANCIAR SU NEGOCIO.	81
GRÁFICO 18. CONOCIMIENTO DE ENTIDADES QUE APOYAN LA CREACIÓN DE EMPRESAS.	81
GRÁFICO 19. CAPITAL NECESARIO PARA CREAR EMPRESA.	82

LISTA DE TABLAS

	Pág.
TABLA 1. FACTORES QUE CONSIDERAN IMPORTANTES LOS ENCUESTADOS PARA EMPRENDER UN NEGOCIO. (ESCALA DE 1 A 5).	78
TABLA 2. EXPERIENCIA EMPRENDEDORA DE LOS ENCUESTADOS.	82
TABLA 3. INICIATIVA EMPRENDEDORA DE LOS ENCUESTADOS.	83

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
ANEXO 1. VALORACIÓN EMPRESAS DE SERVICIO.	105
ANEXO 2. FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE.	120
ANEXO 3. ENCUESTA.	124

INTRODUCCIÓN

Las empresas de alto crecimiento y en especial las tecnologías, son las locomotoras de los países desarrollados y la que otros países usan para desarrollarse, pues son la mayor fuente de nuevos empleos y riqueza, y contribuyen a una parte importante del crecimiento de los países.

Uno de los inconvenientes más importantes que enfrentan estos tipos de empresas es la obtención de recursos financieros. Una vez desarrollado el producto o servicio el emprendedor pretende sacarle provecho, para lo cual debe crecer a gran velocidad y en general necesita recursos mayores que los producidos por las primeras ventas, con lo cual necesita acceder a otras fuentes de financiamiento. Los bancos no respaldan este tipo de empresas por no tener colaterales como garantía para poder pagar el crédito si el emprendimiento fracasa, lo cual produce una brecha de financiamiento. Este financiamiento es cubierto por el mercado de capital de riesgo. Las inversiones de Capital de Riesgo (CR) se realizan en las fases iniciales del ciclo de vida de las empresas y son de largo plazo. Luego de agregarle valor durante un período de tiempo, los capitalistas de riesgo realizan las ganancias a través de algún mecanismo de salida de la inversión. La obtención de estos recursos sirve de palanca para que la empresa de alto potencial de crecimiento sume valor más aceleradamente que en caso de no obtenerlos (*Bhide, 2000*).

Existe una relación directa entre desarrollo del mercado de capital de riesgo con el aprovechamiento del potencial emprendedor y el desarrollo de un país. Estudios realizados en Europa y en EE.UU. muestran como las empresas financiadas por capital de riesgo son generadoras de mayor empleo y de mejor

calidad y mejores salarios que otros tipos de empresas (*Lawton*, 2002). En consecuencia, "el mercado de capital de riesgo no es un fin en si mismo, sino un medio para obtener beneficios sociales y económicos, incremento notable de la competitividad, un más vigoroso sector de PyMEs, mayor crecimiento económico y aumentar las oportunidades de empleo" (*McGlue* 2002: 50).

En países donde el mercado de capital de riesgo está desarrollado, el estado interviene en las regiones donde las fallas en el mercado son mayores. En otros países queda por desarrollarse el mercado y el estado debe intervenir para hacer el primer movimiento en pos de una activación del mercado.

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Uno de los problemas más comunes a la hora de constituir una pequeña y mediana empresa o de iniciar un proyecto, es la consecución de recursos frescos tanto para la iniciación como para la puesta en marcha de la empresa o del proyecto, además de los recursos necesarios para capital de trabajo, adquisición de activos fijos, entre otros... Estas PYMES¹, ven en su mayoría frustradas sus ilusiones debido a que la consecución de los recursos, en algunos casos, se vuelve un obstáculo importante a la hora de iniciar o colocar en marcha el proyecto, y por lo tanto existe una alta probabilidad que muchos proyectos con un alto potencial de crecimiento, se pierdan por este punto tan importante que es “la Financiación”.

La Universidad del Norte, como centro de educación y fuente de desarrollo de la ciudad de Barranquilla y la región Caribe, tiene que estar acorde con las circunstancias actuales, es por esto que con el presente trabajo se busca analizar y evaluar la viabilidad de crear un Fondo de Capital de Riesgo enfocado a la comunidad de Estudiantes, Egresados y Profesores de la Universidad.

El por qué de la propuesta de la creación del fondo de capital de riesgo para la Universidad del Norte, es debido a que uno de los objetivos de la Universidad como un ente académico, está encaminado a la formación de profesionales exitosos y va más allá de ello, que es brindar a la comunidad en general profesionales con espíritu empresarial, los cuales desarrollen su potencial en la

¹ Colombia, Departamento de Investigaciones de la Escuela de Negocios y Ciencias Empresariales. (2004). Proyecto de investigación sobre un modelo de banca de inversión para Pymes se encuentra en desarrollo por parte de docentes-investigadores de la escuela. Bogotá.

creación de empresas y así de esta manera, sean fuentes de creación de empleo y contribuyan a los objetivos trazados por la Universidad. Por lo tanto, la Propuesta de Creación de un Fondo de Capital de Riesgo en la Universidad, es vital para el desarrollo de las empresas que surjan de un proceso de emprendimiento dentro de este centro de educación.

Como es vital, el emprendimiento debe estar acompañado por una financiación, la Universidad ve pertinente la creación de un fondo de Capital de Riesgo acompañada por otras entidades de capital público o privado que sirvan de fuentes de financiación principal de emprendimientos de estudiantes y en un segundo grado de Pymes de estudiantes de un alto potencial.

1.1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿Es viable la creación de un Fondo de Capital de Riesgo para proyectos de Estudiantes, Egresados y Profesores de la Universidad del Norte que hayan surgido de un proceso en el centro de creación empresarial de esta Universidad?.

1.2. SISTEMATIZACION DEL PROBLEMA

- ¿Cómo favorece la creación de un fondo de capital de riesgo operado por el centro de creación empresarial de la Universidad del Norte?
- ¿Cuáles son las diferentes opciones de financiación y el capital necesario para la iniciación del fondo de capital de riesgo?
- ¿Cuáles son los diferentes Fondos de Capital de Riesgo que operan actualmente en la Costa Atlántica?

2. JUSTIFICACIÓN

2.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA

La creación de una empresa implica no solo el desarrollar una idea o un concepto de negocio, la creación de un negocio es el emprendimiento de una o varias personas que ven la opción de crear empresas, como una forma de salir adelante de una forma muy diferente a la consecución de un empleo.

Los emprendedores son personas con características muy especiales, personas diferentes que observan el riesgo no como un obstáculo en la vida que trunca el desarrollo sino que observan el riesgo y buscan sacar partida de las oportunidades que se presentan y que pueden convertirse en oportunidades de negocios o en ideas que en un futuro muy cercano pueden convertirse en empresas muy fructíferas, y que, éstas a su vez, pueden traer progreso y desarrollo a nuestro país².

Es por eso que es muy importante fomentar el desarrollo del emprendimiento dentro de nuestra región, porque ante la falta de empleos productivos, la creación de empresas se vuelve una buena alternativa de crearse o de labrar un futuro promisorio no como empleado sino como empresario de un sector económico, y por lo tanto, un motor no solo de desarrollo económico sino social dentro de una sociedad necesitada de progreso como la nuestra.

² *Ibíd*, p. 27.

Pero es básico, para comenzar a impulsar este espíritu de emprendimiento dentro de nuestra comunidad, crear los mecanismos financieros para la financiación de éstos proyectos, que enfocan un grado de riesgo al inversionista.

Es por eso, que el objetivo de este trabajo es proponer a la Universidad del Norte, la creación de un Fondo de Capital de Riesgo que sea operado por el centro de creación empresarial de esta Universidad.

Dentro de este trabajo, se busca evaluar técnica y financieramente la creación de un Fondo de Capital de Riesgo, cuáles serían las políticas, quienes serían los que aportarían el capital inicial, entre otras situaciones.

Para ello se acudirá a la literatura que se encuentre en libros, revistas especializadas, trabajos similares, Internet y toda aquella información que nos pueda servir de soporte para este trabajo.

3. OBJETIVOS

3.1. OBJETIVO GENERAL

Determinar la viabilidad comercial y financiera para la creación de un Fondo de Capital de Riesgo para proyectos de Estudiantes, Egresados y Profesores de la Universidad del Norte que hayan surgido de un proceso en el centro de creación empresarial de esta Universidad.

3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Conocer los diferentes Fondos y Fuentes de Financiación de Capital de Riesgo y creación de empresas en Colombia.
- Analizar las condiciones técnicas de desarrollar un fondo de capital de riesgo operado por el Centro de Creación Empresarial de la Universidad del Norte.
- Evaluar las diferentes opciones de financiación y el capital necesario para la iniciación del fondo de capital de riesgo.

4. MARCO REFERENCIAL

4.1. MARCO TEÓRICO

4.1.1. Fondo de Capital de Riesgo³

Es una técnica, modalidad o forma de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional; quien realiza inversiones en compañías con un potencial de crecimiento muy alto; instrumentadas a través de la compra, en un porcentaje minoritario, de participaciones accionarias que no cotizan en el mercado, con la expectativa de obtener dentro de un horizonte temporal que va de los 2 a los 7 años, una rentabilidad superior al 30%. Este tipo de inversión conlleva un elevado nivel de riesgo, que significa, en muchos casos, la pérdida total del capital invertido.

Sintetizando, el capitalista de riesgo es un inversor profesional y especializado, que realiza inversiones en acciones de sociedades que no cotizan en las bolsas de valores, en empresas con un alto potencial de crecimiento, con un horizonte temporal de participación limitado (2/7 años), una rentabilidad esperada muy elevada (superior al 30% anual) y un riesgo muy importante. Estos inversores utilizan tres vías de salida de la inversión: la oferta pública inicial; la venta a un inversor estratégico o una fusión, y la recompra por el emprendedor. Hay otras dos alternativas: fracaso total del proyecto que obligue a liquidar la inversión, con pérdida casi total de lo invertido y las empresas que no fracasaron, pero tampoco crecen en la medida esperada y son muy difíciles de vender.

³ PEREZ, Manolo & ENRIQUE, Francisco. (2005). La Innovación Tecnología en las Organizaciones.

La mayoría de los fondos de capital de riesgo se constituyen como "*Limited Partnerships*"⁴ (el equivalente anglosajón de una Sociedad en Comandita para el derecho continental europeo) en algún paraíso fiscal. Tienen una duración limitada, que marca el plazo de las inversiones, a cuyo vencimiento serán liquidadas y repartidas las utilidades en la forma convenida (su plazo de duración oscila en los 10 años).

4.1.2. Sistema de capital de riesgo

Un mercado de capital de riesgo pujante es muy importante para promover el espíritu empresarial en un país. Para que éste se de, es necesario contemplar dos grupos de elementos que lo favorecen o perjudican según sus características. Por un lado, está el contexto local que genera un cierto nivel de costos y riesgos que incentivan o desincentivan la inversión. Por el otro, existen actores que mediante sus acciones pueden favorecer el desarrollo del mercado.

4.2. POLÍTICAS PARA LA CREACIÓN DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO

Numerosos programas de Estados Unidos, países de la UE y de nuestro contexto más próximo, Brasil y Chile, fomentan la creación de fondos capaces de invertir CR para el desarrollo de nuevas empresas de crecimiento rápido. Las características comunes de estos programas son: complementación entre la inversión estatal y la inversión privada y apelación al *management* profesional. En la misma dirección se orientan los programas de entidades internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y de la UE.

La forma de involucrarse en la promoción de estos fondos puede ser directamente creando sus propios fondos de capital de riesgo, algo que solo es recomendable para financiar proyectos que no están en condiciones de obtener fondos por otros

⁴ *Ibíd*, p. 124.

medios. Otra forma de activar este mercado es mediante actitudes de respaldo a la formación de fondos privados. En ello hay una cantidad de instrumentos de posible aplicación pensados para invertir en la creación de:

Fondos de fondos: Fondos que invierten en otros fondos más que directamente en empresas, para cofinanciar fondos de inversión del sector privado.

Subvenciones: Pueden tomar la forma de asistencia técnica a los gerentes de fondos de *venture capital* ayudando a financiar algunos costos como los de constitución, costos extras de *due diligence* y monitoreo de algunos tipos de inversiones que se intenta promover (por ej. Muy técnicas que requieran contactos muy especializados y/o en el extranjero). (McGlue et al., 2002).

Garantías: Una fórmula utilizada para incorporar a nuevos inversores institucionales en el mercado de capital de riesgo u otro tipo de inversores a fondos pequeños sin exponerlos a todo el riesgo. Las garantías cubren entre el 30% y el 70% de las pérdidas incurridas en inversiones de fondos de capital de riesgo. Toman también otras formas, como absorción de créditos otorgados u opciones donde el estado toma la empresa con pérdidas a un precio determinado. Este tipo de esquemas deben atenuar el riesgo moral al que está expuesto, al permitir que inversores se incorporen al mercado sin tomar los recaudos propios de este tipo de inversiones.

Créditos: Las tasas subsidiadas para reemplazar o complementar la participación accionaria en fondos. Esta fórmula tuvo efectos importantes en los inicios del capital de riesgo en EE.UU. Las ventajas para los fondos es que les da dinero para apalancar la inversión sin diluir la participación en las empresas. Pero al implementar ese mecanismo en empresas nuevas hay que considerar el período de gracia necesario para que se generen nuevos ingresos.

Existen varios ejemplos de políticas públicas para adecuar las regulaciones de los inversores institucionales, para facilitar la inversión de parte de sus recursos en CR. Las políticas en este aspecto deben balancear el interés en fomentar nuevas formas de inversión por parte de fondos de jubilaciones y pensiones, compañías de seguros y otros inversores, con las seguridades que requieren las personas que contribuyen a la formación de estos fondos institucionales.

Un punto crítico radica en las figuras jurídicas para el funcionamiento de las empresas de CR. Estas empresas son una innovación organizacional de origen estadounidense cuyas raíces se remontan a la década del 30', que evolucionaron hasta su actual forma de sociedad limitada (LPs). Muchos países han advertido la falta de un marco legal adecuado para la organización de empresas dedicadas a las inversiones de CR. Es posible citar los ejemplos de Brasil, Chile, Venezuela y España, que introdujeron leyes o normas para la creación de unidades empresariales con capacidad legal para desempeñarse como inversores profesionales de CR.

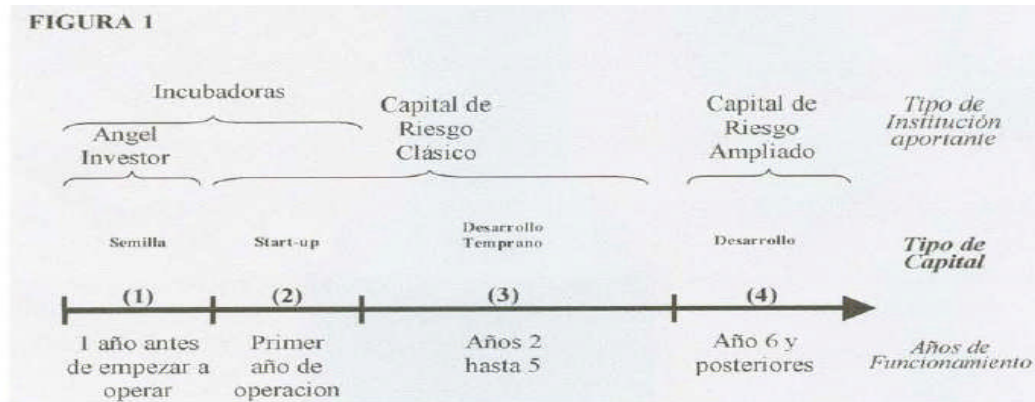
Otra iniciativa que se puede respaldar es la formación de fondos de capital de riesgo corporativo por parte de empresas locales o internacionales.

4.3. TIPOS DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO

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

Según operen con "*private equity*" o "*venture capital*", dos formas de financiación con elementos comunes entre sí: la intervención de un inversor profesional y la inversión en acciones de compañías que no cotizan. Pero el *venture capital* es una inversión en una empresa que recién se inicia, o que se encuentra en una etapa de desarrollo temprana.

a) *Private equity* es una inversión en empresas consolidadas, con historia y trayectoria.



ETAPAS DE UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGOS

Autor: Raúl Aee G. Del programa Doctoral de la Universidad de Lleida

b) Según el Capital de Desarrollo Temprano o *Early Stage Capital*, aportado a empresas que ya han comenzado su introducción en el mercado, pero aún se encuentran en etapas tempranas de desarrollo.

c) Según el estado de desarrollo de la empresa en que invierten: fondos que sólo aportan capital para fases tempranas, como semilla, *start-up*, fondos para financiar etapas de desarrollo, y fondos que aportan para expansión de compañías ya consolidadas.

d) Según el Capital de Desarrollo o *Development Capital*, aportado a empresas con historia que se encuentran en un punto de inflexión en su desarrollo-crecimiento, ya sea por requerir ampliar plantas productivas o explorar nuevos mercados, o incluso para financiar un cambio en la estructura propietaria (*Management Buy Out-MBO-*, *Management Buy In-MBI*, *Leverage Buy Out-LBO*, etc).

En la etapa, son los llamados Ángeles o *Angel Investors* los que apadrinan a emprendedores para que transformen sus ideas en negocios. Básicamente les

aportan el dinero necesario para explorar el mercado potencial o desarrollar prototipos.

En las etapas 1 y 2, suelen existir instituciones que cobijan a las empresas en lo que se llama incubadoras y que dan no solo capital sino también apoyo logístico en aspectos administrativos y asesorías en la gestión.

En la etapa 3, es lo que de manera clásica se ha ligado a la labor de instituciones de Capital de Riesgo o *Venture Capital*. Sin embargo, en algunos países con mercados poco desarrollados, estas instituciones basan su accionar en empresas más duras aportando sólo Capital de Desarrollo. Etapa 4. A esta versión de Capital de Riesgo la llamaremos Capital de Riesgo ampliado. En este documento, se entenderá que las instituciones de Capital de Riesgo intervienen desde la etapa 1 hasta la 4.

4.3.1. Administración de los fondos de capital de riesgo⁵

La administración de fondos de capital de riesgo puede realizarse a través de la estructura interna del general *partners*, o a través de la asociación con una entidad distinta, especializada, con la que se establece un acuerdo similar al antes mencionado, en términos de objetivos, política de inversión, *feed*, participación en beneficios finales, etc.

En la mayor parte de los casos, estos acuerdos incluyen, en el marco del contrato societario establecido, amplia autonomía de decisión por parte de la sociedad de administración de capital de riesgo. En algunos casos, los acuerdos incluyen la figura de un Comité de Inversiones, integrado por miembros de ambas sociedades, que adopta la decisión final sobre la inversión en cada proyecto concreto.

⁵ SUGEL, Eric. (2003). El Plan Empresarial, la guía de *Ernst and Young*.

4.3.2. Los fondos de capital de riesgo como alternativa de financiamiento para Pymes y empresas nacientes

Los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) son una alternativa de financiamiento para el sector real, al tiempo que constituyen un mecanismo de diversificación del riesgo en portafolios de inversión. Los FCR actúan como inversionistas en empresas por lo general nacientes, y con un alto potencial de crecimiento. Su objetivo es suplir las necesidades de capital que estas empresas no logran obtener del sistema financiero por falta de historia crediticia o por la percepción de riesgo que se tiene de ellas, aunque se espere a cambio una alta rentabilidad.

Sin embargo, los FCR no sólo aportan capital financiero, sino que también se involucran en la toma de decisiones, en el manejo interno y, en la mayoría de los casos, llegan a convertirse en socios de las empresas (por sus aportes de capital), permitiendo con su experiencia acortar el tiempo de salida de los productos al mercado y acelerar el tiempo de recuperación del capital invertido.

La estrategia de salida se lleva a cabo en promedio entre los primeros tres y siete años de la inversión, y contempla ya sea la venta de participación accionaria, una oferta pública de acciones ó en caso de fracaso del proyecto, la pérdida del capital invertido.

4.3.3. Principales características de los proyectos sujetos de inversión de un FCR

Un FCR busca ciertas características especiales en las inversiones, lo cual determina un perfil particular de proyectos. En este sentido, tan sólo un pequeño porcentaje de todos los proyectos a financiar pueden llegar a tener recursos de capital de riesgo. En general un FCR financia proyectos que cumplan con tres requerimientos básicos: 1) que tengan un alto potencial de crecimiento, 2) que sean receptivos a asesorías en capital humano y 3) que no presenten

restricciones de tipo legal para que un FCR participe en el capital de la empresa que está financiando.

Adicionalmente a lo anterior, una empresa sujeta de capitalización de un FCR debe contar con características, como las que se enumeran a continuación:

- Requieren de la influencia externa.
- Cuentan con transparencia en su operación y contabilidad.
- Están enfocados en el futuro.
- Remuneran las inversiones a través de la valorización del patrimonio.
- El equipo administrador de cada proyecto cuenta con capacidad gerencial, medida por la integridad, buen record de desempeño, compromiso, alto conocimiento del negocio, disposición a recibir consejo externo.

En cuanto a las condiciones propias del entorno para invertir, los FCR buscan:

- Un entorno legal que les permita materializar el retorno de su inversión. Los FCR están dispuestos a asumir altos riesgos financieros, técnicos y comerciales, más no jurídicos. En este sentido, existe una clara diferencia entre los FCR y los Fondos especulativos (*hedge funds, risk specific funds, etc*).
- Existencia de una legislación clara en cuanto a:
 - Protección de los derechos de accionistas minoritarios, para garantizar su inversión.
 - Capacidad de inversión sin aprobaciones anteriores.
 - Sociedades de responsabilidad limitada.
 - El tema de la seguridad legal no sólo abarca la protección a la propiedad privada sino también los mecanismos que garanticen la

protección del capital de riesgo (i.e. seguridad jurídica sobre los contratos, capacidad de manejo de la estructura de financiamiento, solidez de los mecanismos de salida, estabilidad jurídica y tributaria).

4.3.4. Papel de los diferentes actores en la estructuración de proyectos financiados con recursos de un FCR

De la conceptualización anterior, es necesario identificar a los tres actores que hacen parte de la estructuración de un proyecto que accede a recursos de estos Fondos. Ellos son el sector empresarial, los encargados de manejar el fondo y los inversionistas. Para que exista una relación comercial sólida y estable, la cual provea de beneficios económicos a los participantes, es indispensable diseñar adecuadamente el “contrato” en el cual queden claramente salvaguardados los intereses de los involucrados. Sobre este punto, vale la pena mencionar que la asistencia técnica de la banca multilateral en algunos países, ha permitido el adecuado diseño de contratos en los cuales se especifican los incentivos económicos para trabajar por el éxito del proyecto.

4.3.5. Fuentes de recursos de los FCR

Los recursos para nutrir un FCR pueden provenir de tres fuentes: de capital privado, del sector público, o del exterior. El capital privado puede ser de dos tipos: los excedentes de liquidez de inversionistas individuales que buscan altos rendimientos a largo plazo, y/o recursos colectivos de inversionistas institucionales o portafolios de inversión que buscan rendimientos de largo plazo a través de la diversificación.

El sector público puede ser fuente de recursos para avalar proyectos de gran impacto social o de fomento a determinados sectores económicos.

Finalmente el capital extranjero al invertir en un FCR, busca altas rentabilidades. Por lo general los inversionistas extranjeros requieren de especialistas locales que atraigan estos recursos. La experiencia de los FCR en países en desarrollo muestra que algunas entidades multilaterales se han vinculado como cofinanciadores de los primeros FCR, aportando no sólo recursos de capital sino también asesoría técnica.

4.3.6. Ventajas de los FCR como mecanismos para financiar empresas y para diversificar los portafolios de inversión

Los FCR han sido utilizados mundialmente como instrumentos de canalización de recursos al desarrollo de la economía, ya sea mediante el aporte de capital o de financiamiento a empresas que impulsan proyectos de inversión de riesgo, con elevadas rentabilidades esperadas a largo plazo.

Igualmente, los FCR se califican como el vehículo financiero adecuado para el aprovechamiento de las economías de escala, logrando la conexión entre inversionistas potenciales que buscan altas ganancias de capital en inversiones de largo plazo y empresarios con proyectos de alto riesgo que buscan financiación, mejorando así la asignación de recursos en la economía.

De esta forma, el capital de riesgo proporciona recursos a mediano y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. Así, los FCR además de su objeto social tradicional de participación temporal en el capital de empresas no financieras y no cotizadas, tienen dos importantes funciones. De una parte, el otorgamiento de préstamos participativos (y, con ciertas limitaciones, cualquier otra forma de financiación), y de otra, el asesoramiento profesional respecto de las empresas participadas.

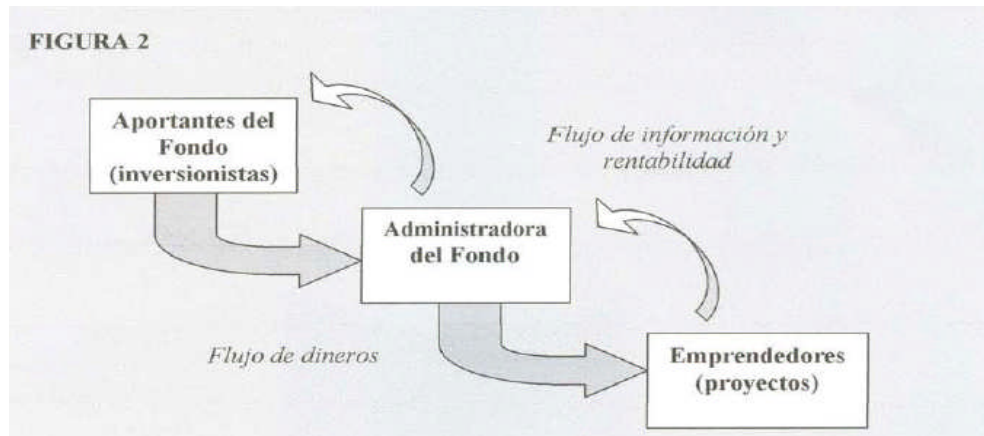
4.3.7. Contribución de los FCR para mejorar la competitividad del país

La experiencia de los FCR en otros países ha permitido generar mejoras en términos de competitividad, ya que éstos afectan tanto el sector real como el financiero. La vinculación entre los FCR y el sector real logra que empresas locales con un perfil exportador, puedan salir al mercado internacional en el mediano plazo, generar ganancias en términos de eficiencia o abarcar un mayor mercado interno.

Los FCR pueden conllevar a una mayor profundización del mercado bancario y de capitales a través de la entrada de nuevos sujetos de crédito al sector financiero tradicional. Los FCR en la medida que recogen durante un tiempo el historial crediticio y los estados financieros de las empresas que financian, les permite a éstas, una vez salen al mercado, ser sujetos de crédito del sector financiero. En estos dos sentidos los FCR serán considerados promotores de competitividad y desarrollo.

4.4. CONTRATOS DE CAPITAL DE RIESGO

En un contrato de Capital de Riesgo intervienen 3 actores (figura 2). Primero, la Administradora de los fondos, quien tiene la función de colocar los fondos en proyectos, evaluándolos, asesorándolos en la gestión y haciendo un seguimiento del uso de los dineros aportados y de los resultados de cada proyecto. Por esta labor, normalmente cobran una comisión fija (usualmente un 2,5% anual sobre el monto del fondo), más una renta variable que es función de la rentabilidad del fondo.



ACTORES QUE INTERVIENEN EN UN CONTRATO DE CAPITAL DE RIESGO

Autor: Raúl Aee G. Del programa Doctoral de la Universidad de Lleida

Segundo, los Aportantes del fondo, que pueden ser inversionistas individuales o institucionales, quienes aportan recursos al fondo a cambio de una rentabilidad variable obtenida una vez que las inversiones en empresas son líquidas.

Y tercero, los Emprendedores, que son los que proponen los proyectos y son, a su vez, socios fundadores y gestores. Normalmente la relación de los Emprendedores es con la Administración y casi nunca tienen contacto con los aportantes.

En un contrato típico se consideran para establecer los derechos de los inversionistas (Administradora) por sobre los emprendedores, como también la forma de repartir utilidades y particiones en caso de enajenación de acciones o liquidación de la sociedad.

4.5. RENTABILIDADES DE CAPITAL DE RIESGO

La rentabilidad que obtiene una institución de Capital de Riesgo es en esencia variable, pues resulta de la rentabilidad obtenida en los proyectos en que haya decidido participar. En Estados Unidos esta rentabilidad promedio anual, según algunos, es mayor al 20% (*Stevenson & Morse, 1998*) y, según otros, del orden del 25%. Entre un 20% y un 30% de los proyectos terminan en pérdida, un 30% a

un 40% apenas recuperan la inversión, y el resto genera ganancias que están entre 2 y 10 veces el monto invertido.

Por esta razón, para alcanzar estas rentabilidades en promedio, es usual que las instituciones de Capital de Riesgo les exija a los proyectos presentados una TIR esperada de entre un 40% y un 70% de manera que los éxitos compensen a los fracasos (*Aernoudt, 2002*). Es importante destacar que de esta rentabilidad entre un 20% y un 30% va a pagar la renta variable de la administradora, y el resto va a rentar a los inversionistas del fondo de inversión.

4.5.1. Reformas estructurales

En términos generales, las reformas han tenido por objeto el flexibilizar el mercado de capital de Riesgo y elevar los incentivos para invertir en esta industria. Las formas que han tomado estas reformas han ido hacia reducir la tasa efectiva de impuesto a la ganancia de capital, reducir el período que se deben mantener las inversiones en activos subyacentes para acogerse a franquicias tributarias e incentivar la reinversión de las ganancias de capital dentro de la industria de capital de riesgo.

En 1993, es aprobada una reforma, la cual redujo la tasa de impuestos a la ganancia de capitales en un 50% (desde un 28% a un 14%). Esta reducción se hace efectiva a los primeros accionistas de los fondos que mantengan el activo por más de 5 años. Importante de señalar es que en Estados Unidos el impuesto a la ganancia de capital recae sobre el accionista y no sobre el fondo en si mismo.

En 1997 se aprueba una nueva reforma "*The Taxpayer Relief Act*". En ésta reduce a 18 meses el período mínimo de tenencia de los activos. En 1998, se aprueba la "*Internal Revenue Service (IRS) Restructuring and Reform Act*", en la que se permite a los accionistas de los fondos a diferir el pago de los impuestos si reinvierten los fondos liquidados en nuevos títulos considerados de Capital de

Riesgo. Esto es, para títulos mantenidos al menos 6 meses, pueden reinvertirse hasta en 60 días después de la liquidación para acogerse a este beneficio (Aernoudt, et al., 2002).

Se puede concluir, que las reformas han ido en la dirección de hacer más atractiva para los inversionistas finales de reducir los impuestos efectivos que se deben pagar por las ganancias de capital obtenidas. Además, se han reducido los plazos necesarios de mantener las inversiones y premiado la reinversión en la misma como una manera de darle mayor dinamismo a la industria.

4.5.2. Principales problemas

Según los casos estudiados, para la existencia y desarrollo de una industria de capital de riesgo sólida, es necesario:

a. Que exista una cultura emprendedora. Esto es esencial para lograr un portafolio diversificado de inversiones por parte de los fondos. En Colombia la capacidad emprendedora del sector privado ha sido el motor del crecimiento económico observado en las últimas décadas. Sin embargo, la falta de fuentes de financiamiento formales, diferentes a las bancarias, es un impedimento a que muchas iniciativas de emprendimiento se materialicen. La industria de capital de riesgo es incipiente y no apoya empresas en sus etapas iniciales de creación. Los cambios de financiamiento existentes son informales como el recurrir a los familiares, amigos y conocidos.

b. Qué exista un mercado secundario bien desarrollado para liquidar las inversiones en empresas emergentes. Esta característica es esencial para que las administradoras puedan salir de sus posiciones en empresas en que han invertido y poder liquidar los fondos. En Colombia se creó en Noviembre de 2001 una bolsa de valores para empresas emergentes, en la que rigen las mismas formativas de control que exige la Superintendencia de Valores a las grandes

corporaciones. La evolución que ha tenido esta bolsa a la fecha es muy pobre. Junto con la creación de esta bolsa se permitió la exención de pago de impuesto a los inversionistas que obtengan ganancias de capital durante los 3 años siguientes a que se abren las acciones a esta bolsa y hasta el año 2006.

Sin embargo, esta exención sería útil para el fondo que haya invertido en estas empresas, pero no es traspasable a los inversionistas del fondo. Primero, el beneficio tributario debería ser útil para los inversionistas en el fondo, y luego, el período de exención es muy limitado. Además, aún persiste la carga impositiva por la ganancia de capital desde que se forma una empresa hasta que se abre a esta bolsa.

c. Que existan incentivos a las ganancias de capital en empresas nacientes.

En Colombia el incentivo es nulo, toda vez que los fondos de capital de riesgo deben tributar por las ganancias de capital que se obtengan y luego los accionistas individuales que han invertido en el fondo están sujetos a tributar en segunda categoría una vez liquidado el fondo con tasas marginales relevantes que van desde el 33% a un 43%. Estas tasas son ridículas comparadas con lo que ocurre en Estados Unidos y Europa. Por ejemplo, *Bill Gates* obtuvo una ganancia de capital personal de US \$ 204 millones al abrir Microsoft a la bolsa en 1986. Por esta ganancia de capital habría tenido que pagar una tasa marginal del 43%, mientras que con la normativa imperante en Estados Unidos estaría exento. (*Aernoudt, et al., 2002*).

4.6. MARCO LEGAL DE COLOMBIA

En la Ley 101 de 1993, fue creado un fondo de inversiones de capital de riesgo para apoyar a empresas comercializadoras y de transformación primaria de productos agropecuarios y pesqueros. El fondo se financiaría con recursos del Estado ejecutados a través del IDEMA, con aportes por donaciones o

transferencias de entidades públicas o privadas; y trabajaría en asocio con los productores de distintas zonas del país. Su principal labor era la de garantizar adecuados canales de comercialización de productos agropecuarios y pesqueros, mediante aportes de capital inicial o el financiamiento de la preinversión para la creación o el fortalecimiento de este tipo de empresas. Una vez las empresas contaban con niveles aceptables de competitividad y solidez patrimonial, la participación del IDEMA terminaría.

El 15 de Marzo de 1994, la Junta Directiva del IDEMA reglamentó la funcionalidad y operatividad del fondo, y lo denominó "EMPRENDER". Este fondo sin personería jurídica era manejado en forma independiente de los demás recursos del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, de acuerdo con lo dispuesto en la Resolución No. 00459 de 1997.

Entre 1994 y 1997, el Fondo Emprender dispuso de recursos que ascendieron a \$11,970 millones, de los cuales fueron ejecutados \$11,860 millones, es decir, el 99% de lo apropiado. El 7% de estos recursos fue destinado a gastos de funcionamiento y el resto para estudios de preinversión e inversión en proyectos del sector agropecuario. En este período, la acción del Fondo cubrió 19 departamentos del país, aumentando la presencia institucional del Gobierno a través de la inversión en empresas en funcionamiento, asesoría empresarial y jurídica, estudios de prefactibilidad para productores con proyectos y conformación de mesas de trabajo regionales.

El 39.5% de los recursos fueron destinados al fortalecimiento y constitución de 12 empresas agropecuarias, con una inversión promedio de \$ 394 millones en cada una. De ellas, según información del Fondo, únicamente cinco cuentan con un funcionamiento económico y financiero aceptable a la fecha, lo que indica que el Fondo acertó al invertir sólo el 52% de sus recursos para capital semilla.

Según el seguimiento a las labores del Fondo Emprender realizado por el DNP, se pudo establecer lo siguiente:

(a) La inversión del Fondo se concentró en el subsector agrícola con 61.6% de las inversiones, mientras que el subsector pecuario participó con el 37.2% y el subsector pesquero con el 1.2%.

(b) Un alto porcentaje de las empresas financiadas presentó luego pérdidas, lo cual refleja la deficiente evaluación de los proyectos. Además, la participación del Gobierno Nacional siempre fue del 49%, porcentaje fijado como tope máximo en la reglamentación.

(c) El Fondo no contaba con un equipo para realizar un análisis financiero objetivo y confiable de cada proyecto, que permitiera evidenciar el año a partir del cual el Fondo podía recuperar su inversión. Muchos de los recursos asignados fueron de difícil recuperación.

En junio de 1997, tras la liquidación del Instituto de Mercadeo Agropecuario "IDEMA", el Fondo EMPRENDER continuó operando como un programa adscrito al Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural a través del Viceministerio de Desarrollo Rural Campesino, con un presupuesto de inversión establecido por el Gobierno Nacional.

Hasta hace dos años, con la aprobación de la Ley 590 de 2000 o Ley de Mipymes, se ha tratado de enfrentar el problema del desarrollo empresarial de una manera integral. Esta Ley fijó los mecanismos para apoyar y facilitar el acceso a la tecnología, la ampliación de la oferta de mano de obra calificada, la penetración de mercados internos e internacionales, la financiación, las fuentes de información y la capacitación. Adicionalmente creó una institucionalidad que velará por el diseño e implementación de planes de desarrollo para las Mipymes, así como el seguimiento y la medición del impacto de las políticas adoptadas. Sin duda, la Ley de Mipymes es un hito en la política de desarrollo del país y es imperioso el apoyo de toda la sociedad para garantizar su aplicación global, afinar

continuamente sus instrumentos y superar los inconvenientes que vayan surgiendo.

En esta Ley además, se reglamentó el *Fondo de Inversiones de Capital de Riesgo de las Mipymes Rurales (Emprender)*. Los recursos de este fondo estarán orientados al apoyo de productores micro, pequeños y medianos empresarios que trabajen en áreas campesinas (preferiblemente zonas marginales), para estimular la creación y el fortalecimiento de Mipymes rurales, mediante aportes de capital social o financiamiento de la preinversión, en asocio con los productores y las entidades territoriales. Actualmente se está a la espera de los resultados de viabilidad de la gestión del Fondo, de acuerdo con lo ordenado por la Ley 590 de 2000.

Experiencia del Fondo de Financiamiento de Comercio Exterior: causas de su inoperancia

El gobierno colombiano diseñó junto con el BID, a principios del año 2000, un proyecto para la creación del *Fondo de Financiamiento de Comercio Exterior*. Partiendo del problema tradicional de financiamiento que enfrenta el sector agropecuario, varios factores contribuyeron a agudizarlo a partir de 1997, dentro de los cuales cabe anotar: percepción de la actividad agropecuaria de alto riesgo (por inseguridad y características propias del negocio), incidencia de la crisis del sector financiero sobre entidades financieras del sector, la alta volatilidad de las tasas de interés dificultó el pago de deudas de los productores agropecuarios afectando su historial crediticio y los altos costos de transacción desmotivaron la inversión en el sector.

La principal meta perseguida con la constitución de este fondo era la de activar la inversión privada dirigida a promover y financiar proyectos con vocación exportadora y con capacidad de competir en un entorno de economía abierta. Se daría prelación al sector rural, especialmente a aquellos proyectos que tienen un

largo período improductivo y requieren de significativas inversiones iniciales, como es el caso de los cultivos de tardío rendimiento (acuicultura, palma, cacao, bosques, etc.).

La razón para enfocarse en este tipo de proyectos y los de desarrollo industrial, es que éstos amplían la competitividad de los sectores agropecuario e industrial en los mercados internacionales, mejoran las oportunidades de trabajo, permiten la superación de la pobreza en el campo y, finalmente, constituyen una alternativa atractiva para la sustitución de cultivos ilícitos y de ocupación de territorio en el marco de los esfuerzos por conseguir la paz.

El fondo se diseñó como un patrimonio autónomo de Bancoldex, con aportes de capital de la firma administradora, recursos de entidades públicas nacionales, extranjeras y de organismos multilaterales, y con la posibilidad de vincular recursos privados nacionales y/o extranjeros, emisiones de bonos y/o títulos de cartera o de proyectos financiados colocados en el mercado de capitales. Con este dinero se realizarían inversiones de capital en proyectos a través de deudas subordinadas. Existiría un *esquema de seguro* para delegarle a una compañía privada no sólo la administración del esquema sino también buena parte del riesgo. Además un *esquema de soporte de mercado*, para promocionar nuevos proyectos y permitirles acceso a un financiamiento complementario.

El BID, para el otorgamiento del crédito, sugirió que el domicilio del fondo se radicara fuera del país, en una localidad eficiente desde el punto de vista de impuestos a los inversionistas y que su denominación sea en dólares, tanto su constitución como todas sus operaciones crediticias y de inversión, para cubrir los riesgos derivados de la tasa de cambio y la devaluación.

La operación así planteada enfrentó las dificultades desde el punto de vista del régimen de cambios internacionales que opera en Colombia. En su calidad de intermediario del mercado cambiario, Bancoldex no cuenta con autorización para obtener financiación en moneda extranjera y destinarla a operaciones activas en divisas distintas de las operaciones de crédito. Los beneficiarios de los recursos en Colombia tampoco pueden recibir préstamos en moneda extranjera ni inversiones de capital en dólares por parte del fondo.

Estas restricciones legales sólo podrían subsanarse mediante un régimen cambiario de excepción que Bancoldex ha solicitado al Banco de la República desde agosto del año 2001, o la radicación del Fondo desde su primera etapa en el exterior.

Dentro del marco general del régimen monetario y cambiario, conforme al cual el país tiene como unidad monetaria el peso colombiano, se presentaron restricciones adicionales como las siguientes: si se domicilia en Colombia el fondo debe obtener autorización para recibir inversiones de extranjeros; ni el fondo ni los residentes en Colombia tienen su contabilidad en moneda extranjera, y, por ende, no podrían registrar en ella activos ni pasivos en moneda extranjera. Por último, no es claro cuál sería el esquema de supervisión a que estaría sometido el fondo de capital de riesgo.

Dadas las características particulares establecidas por el BID para el diseño del fondo de inversiones y la inexistencia de un esquema legal aplicable, Bancoldex propuso crear el Fondo como un patrimonio autónomo, administrado por Fiducoldex.

4.7. MARCO CONCEPTUAL⁶

El contexto en el que se desenvuelven las empresas es como el ambiente donde crece una plantación. Si no hay buenas condiciones en términos de clima, características de la tierra, riego, etc., no existe la posibilidad de tener buenas cosechas. La existencia de un buen clima para el mercado de capital de riesgo está dada por factores tales como: la macroeconomía, el marco legal, el sistema impositivo, el acceso a la información y la informalidad.

Acceso a la información. El carácter imperfecto del mercado de capital de riesgo y los altos costos de la búsqueda de información, hacen que la disponibilidad de la misma respecto a los mercados, las empresas y las personas sea importante, porque disminuye los costos de la "*due diligence*". Este factor afecta mucho más al inversor ángel que a los fondos de capital de riesgo, pues estas últimas tienen fondos para contratar consultoras a tal efecto. En países como EE.UU., los institutos nacionales de estadísticas brindan muy variada información y accesible universalmente. Argentina tiene una debilidad al respecto, en términos de la información generada en forma oficial, y en los controles que podrían obligar a las empresas a llevar estados contables fiables.

Administradores de FCR. Deben saber evaluar proyectos de inversión e identificar los mejores, de acuerdo con el escenario macroeconómico esperado. Además, deben tener cualidades gerenciales que les permitan incrementar las probabilidades de éxito del proyecto. Para asegurar que los administradores actúen bajo los incentivos correctos, los inversionistas en FCR, por lo general, remuneran a los administradores por resultados.

Análisis. Estudio, mediante técnicas informáticas, de los límites, características y posibles soluciones de un problema al que se aplica un tratamiento por ordenador.

⁶ PALACIO, Sánchis & SANCHIS, Juan R. (2003). Diccionario Estrategia Bancaria. (4° ed, Vol 8).

Bolsa de Comercio. La existencia de bolsas de valores con liquidez y gran número de transacciones es muy importante para la existencia de un mercado de capital de riesgo. Eso se pudo ver en los EE.UU. y el Reino Unido con el desarrollo de la bolsa de Nueva York y Londres, y después en Europa, con el advenimiento de nuevos mercados de valores a lo largo de toda la unión. En Israel no existe un mercado fuerte, por ello las empresas más interesantes lanzan acciones en los EE.UU., favorecidos por poseer inversores norteamericanos (OCDE, 2003).

Capacidad Empresarial. Idoneidad de las personas para reconocer una oportunidad de lograr ganancias por medio de un nuevo producto, un nuevo proceso o una materia prima no explotada, tomando el riesgo organizativo de promover tal oportunidad combinando los insumos disponibles: tierra, mano de obra y capital para producir el bien o servicio.

Costos. Desembolso o su equivalente que reportará un beneficio futuro, por consiguiente es capitalizable.

Costo de Capital. Es la tasa de descuento con la cual se traen a valor presente neto los flujos de caja libre generados de una proyección financiera; el costo de capital se puede obtener con el costo de capital promedio ponderado o definido por la empresa.

Costo de Oportunidad. Son los rendimientos que se sacrifican por aplicar los recursos económicos en una inversión, operación o pago de deuda.

Cultura emprendedora. La existencia de una cultura emprendedora en un país favorece y a la vez es favorecida por un mercado de capital de riesgo. Si la cultura emprendedora es movida por la oportunidad, es factible que las nuevas empresas creadas sean generadoras de crecimiento y empleo; en cambio si son creadas por necesidad, su crecimiento es el necesario para la subsistencia. El informe

Global Entrepreneurship Monitor (Reynolds, 2002) muestra a la Argentina como 9° país en el índice de emprendedores, por delante de todos los países europeos y de Canadá. Pero también muestra que la población emprendedora argentina tiene una diferencia fundamental respecto a los países antes nombrados: es líder en materia de emprendedores basados en la necesidad.

Un estudio realizado por la Universidad Nacional de General Sarmiento (*Angelelli, Gatto & Kantis 2002*) sostiene que las barreras al nacimiento de empresas tiene un fuerte componente cultural, dado que la gente no ha sido formada con mentalidad emprendedora, y predomina una educación y una aspiración social orientadas al trabajo en grandes empresas. La sociedad valora poco la carrera empresarial y el sistema educativo no genera vocaciones ni capacidades para emprender. Aspectos como la condena social y las limitaciones legales que producen los fracasos empresariales, también influyen de forma negativa.

Según la *European Commission (2002)*, uno de los componentes que distinguen una cultura de capital de riesgo está relacionado con la existencia de la voluntad y los medios para aceptar el riesgo y las recompensas de las inversiones de riesgo de parte de los inversores individuales e institucionales, algo que en Argentina todavía está en etapa incipiente por el gran desconocimiento de las herramientas de manejo de las inversiones de riesgo. Además existe una resistencia a la cultura de inversión por el temor de los emprendedores a aceptar inversiones que amenacen potencialmente el control de sus empresas.

Diseñadores de políticas. El surgimiento y sostén de los mercados de capital de riesgo requiere del soporte de las políticas públicas. La influencia del Estado en esta industria puede incluir diversas acciones, que van desde el Estado como un proveedor del marco legal y económico, hasta un Estado que invierte directamente en las empresas por medio de fondos destinados para tal efecto. En Argentina no existen políticas amplias para favorecer el desarrollo de este

mercado, y el organismo responsable de la política económica no tiene actividades de apoyo en este tema.

La iniciativa más importante está en el contexto de la Secretaría de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva (SECTIP), cuyo programa de capital de riesgo (Programa CREAR-CIT) tiene funciones de estudio, diseño de propuesta y desarrollo de acciones de sensibilización. La SECTIP concentra su interés en el segmento de empresas intensivas en conocimientos y tecnologías, al que también apoya a través de su “Programa Especial de Incubadoras, Parques y Polos Tecnológicos”. Entre las iniciativas que actualmente se encuentran en desarrollo están la creación de líneas de capital semilla, fomento a Start-up y apoyo a la creación de Fondos de Capital de Riesgo en el sector privado, a través de recursos monetarios y de crédito fiscal.

EBITDA. Es la sumatoria de la Utilidad operativa más la Depreciación más Amortizaciones más Provisiones. (Diccionario de términos financieros y bursátiles, Diario la República).

Economía. Ciencia que estudia los métodos más eficaces para satisfacer las necesidades humanas materiales, mediante el empleo de bienes escasos.

Empresarios. Son personas o empresas (medianas o pequeñas) que cuentan con un proyecto, o con un negocio en marcha y requieren una mayor capitalización, ya sea para sacar un nuevo producto al mercado o para ampliar la planta o la escala en la producción de uno ya existente. Éstos deben estar abiertos a recibir orientación y participación de los administradores del fondo en el manejo de su compañía, y deben estar comprometidos con trabajar para darles un retorno positivo a los inversionistas que confiaron en su proyecto.

Estados Financieros. Un Estado Financiero es una relación de cifras monetarias vinculadas con uno o varios aspectos específicos del negocio y presentadas con

un ordenamiento determinado. Su objetivo fundamental es presentar información que permita, a quienes la utilizan, tomar decisiones que de alguna manera afectarán a la empresa.

EVA. El EVA o Valor Económico Agregado representa el valor agregado para los propietarios y se calcula restándole a la utilidad operativa después de impuestos, el costo financiero que implica la posición de los activos por parte de la empresa (Diccionario de términos financieros y bursátiles, Diario la República).

Flujos de caja libre (FCL). Es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: Acreedores y Socios. A los acreedores se les atiende con servicio a la deuda (Capital más intereses), y a los socios o propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de éstas es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos. (Valoración de empresas Oscar León García).

Grandes Empresas. En el mundo las grandes empresas son muy importantes en la constitución de mercados de capitales de riesgo fuertes y el fomento de la empresarialidad. Cumplen habitualmente tres roles fundamentales: Primero son fuentes de nuevas oportunidades, al permitir *spin-offs* de proyectos que surgen en su interior. También son generadoras de fondos de capital de riesgo, pues es común que estas empresas financien a las empresas que de ellas surgen o que tienen algunas sinergias con sus negocios, para que luego se orienten a aportar fondos a FCR o formar sus propios FCR. Por último, un rol importante es reducir los riesgos de iliquidez, por ser compradora de empresas, permitiendo la salida de la inversión.

En Colombia prácticamente no existen grandes empresas que fomenten la creación de otras nuevas, ni Fondos de Capital de Riesgo Corporativos, por lo que existe un gran campo por desarrollar al respecto.

Incubadoras, Parques y Polos Tecnológicos. Estas organizaciones que se desarrollan en las universidades o en forma independiente, buscan disminuir el riesgo de muerte que tiene el negocio durante los primeros años de vida, brindando servicios que permiten disminuir los costos de las empresas recién creadas, haciéndolas más rentables. Las incubadoras pueden, con su accionar, disminuir el costo de "*due diligence*", al brindarle a los inversores la información obtenida para admitir a la empresa en ese ámbito, y también pueden reducir los costos de monitoreo.

Las incubadoras de empresas en otros países, son un fenómeno que nace en la década del '90, básicamente por iniciativas universitarias, y se expanden luego por efectos de políticas públicas. La encuesta realizada en el 2003 por la Asociación Incubadora de Empresas, Parques y Polos (AIP y PT), identificó 282 empresas incubadas/radicadas en un conjunto integrado por 23 incubadoras y 12 parques y polos tecnológicos. Las empresas graduadas detectadas eran 25. El universo de las incubadas incluye empresas de áreas de tecnologías avanzadas en el 50% de las instituciones, cuya lista está encabezada por la Biotecnología, seguida por las Tecnologías de la Información y Telecomunicaciones, Robótica y Automación, y por empresas de Materiales Avanzados, Instrumentos Científicos, de Medición y Control y Geología (Carullo, et al, 2003). Un estudio previo (JICA-UNGS, 2003) señala que el alcance del conjunto de incubadoras es aún muy limitado y el impacto en términos de número de empresas egresadas es bajo, debido a los pocos años del sector, la baja escala con la que se ha estado trabajado y la crisis económica que ha afectado directamente el desarrollo de los proyectos.

Las incubadoras existen como instrumentos pero por el momento no son una fuente interesante de negocios para el capital de riesgo, probablemente su función está más centrada en el cuidado de empresas, que en el apoyo para el desarrollo de negocios de alto crecimiento.

Indicadores Financieros. Un indicador financiero es una relación de las cifras extractadas de los estados financieros y demás informes de la empresa, con el propósito de formarse una idea acerca del comportamiento de la empresa; se entienden como la expresión cuantitativa del comportamiento o el desempeño de toda una organización o una de sus partes, cuya magnitud al ser comparada con algún nivel de referencia, puede estar señalando una desviación sobre la cual se tomarán acciones correctivas o preventivas según el caso.

Informalidad. Un aspecto que incide en mayor medida en algunos países, es la denominada informalidad, una de cuyas consecuencias, la evasión impositiva, permite que algunos actores económicos participen en el mercado con reglas diferentes, situación que al impactar sobre las estructuras de costos generan desventajas competitivas. El inversor de riesgo argentino tiene aversión a invertir en empresas con historia de informalidad, y prefiere evitar futuros problemas que afecten su imagen y la rentabilidad de la empresa donde invierten, además de la dificultad para controlar la rentabilidad real de la misma. Pese a ello, algunos inversores aceptarían invertir si los empresarios regularizan la situación de sus empresas a partir de la inversión y asumen la responsabilidad sobre las acciones pasadas.

Inversionistas: Son personas o empresas con excedentes de liquidez, la banca multilateral, recursos públicos para darle aval a proyectos de gran impacto social y los inversionistas institucionales (como los Fondos de pensiones y las aseguradoras).

Inversores Institucionales. El mercado formal de capital de riesgo solo puede funcionar si existen inversores que coloquen su dinero en FCR. En el mundo los grandes contribuyentes de capital a los FCR son los fondos de pensión. En los EE.UU. la cantidad de fondos destinados al capital de riesgo creció vertiginosamente a partir de la reforma que, en 1979, permitió a los fondos de pensión invertir un pequeño porcentaje en fondos de capital de riesgo. Esta

estrategia fue seguida en diversos países del mundo con los mismos resultados. Israel, el país de mayor desarrollo del capital de riesgo en los últimos años, fomentó la formación de FCR mediante el ingreso de capital de los fondos de pensión de EE.UU., lo que originó una industria pujante. En Colombia se crea el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, que permite a los fondos (AFJPs) realizar colocaciones financieras que combinen rentabilidad con seguridad. Para ello plantean un menú de inversiones posibles, dentro de ese menú no existe la posibilidad de invertir en fondos de capital de riesgo (Carullo, et al, 2003).

En su momento los fondos de capital de riesgo argentinos, suplieron la falta de fondos fondeándose en el exterior pero actualmente la entrada de capital extranjero está limitada por los efectos de la crisis de 2002 y condiciones macroeconómicas inciertas. La posibilidad de que un porcentaje reducido de la cartera de inversiones de estos fondos se destine a invertir en FCR no significa un gran riesgo y el impacto sobre la economía sería muy fuerte.

Intermediarios. Los intermediarios son organizaciones o personas físicas cuya función es la de conectar la demanda de financiamiento con la oferta. Ellos disminuyen los costos de búsqueda, permiten distribuir o disminuir los costos de *due diligence* y con ello reducen los riesgos de mercado y de agencia, ya que facilitan la sistematización del proceso de selección (*Jacobsohn & Cochello*, 2004). Los principales son los grupos de inversores ángeles (*angel syndicates*), las redes de inversores ángeles (*angel networks*) o los servicios de presentación de propuestas (*matching services*). En general tienen por objeto trabajar con inversores ángeles, pero también los fondos de capital de riesgo están en contacto con ellos.

En el plano profesional, en Colombia existen consultores, abogados y contadores que prestan servicios de presentación de propuestas, sin estar especializados y sin que ésta sea su actividad principal. En el plano de organizaciones, no existen

redes de inversores ángeles y sobran los dedos de una mano para contar las organizaciones de ángeles sindicados.

En el plano de las ONG's cabe destacar la labor de la Fundación *Endeavor*, una organización que ha colaborado en los últimos años para crear una cultura emprendedora seleccionando empresas de alto crecimiento para darle apoyo y ayudarles a continuar su expansión, además ha realizado en los años 1999 y 2000 dos *Venture Forums* en el marco de la feria Comdex/Infocom (*Douglas*, 2002).

Macroeconomía. El crecimiento del país afecta el potencial de crecimiento de una empresa y las tasas de rentabilidad esperadas, lo mismo que la capacidad de ahorro que tienen los integrantes de ese país, la inestabilidad económica. Otro aspecto importante son las tasas de interés y la rentabilidad de otras oportunidades de inversión. Además hay que agregar los efectos del riesgo que introducen los aspectos no predecibles de la economía, que se refleja en la valuación de empresas, haciendo menos interesante la inversión.

Matemáticas Financieras. La matemática financiera también denominada "Ingeniería Económica", es una herramienta que utiliza como concepto de fondo la tasa de interés para proporcionar una serie de elementos que permite a quien las utiliza, hacer infinidad de análisis de tipo financiero.

Promotores. En este trabajo llamamos promotores a aquellas instituciones o personas cuya actuación favorecen la existencia y desarrollo de este mercado. Existen instituciones que promueven la formación y desarrollo de empresas tales como las universidades, el sistema nacional de ciencia y tecnología, las incubadoras de empresas y las grandes empresas. Otros actores importantes en la oferta de capital son los fondos de pensión, motores de la inversión de riesgo en el mundo. Los intermediarios crean el mercado juntando oferta y demanda. Finalmente, los diseñadores de políticas públicas generan el contexto institucional

para que la actividad se desarrolle. En los siguientes puntos veremos la situación y características de los mismos en el país.

Riesgo País. Es el riesgo adicional al cual se ve expuesto un negocio por estar ubicado o vinculado a una economía emergente o en vías de desarrollo, dicho riesgo adicional se ve expresado en un Spread adicional a la tasa libre de riesgo que en la mayoría de los casos, son los bonos del tesoro Americano.

“Por lo tanto, el riesgo país representa la repercusión potencial adversa del ambiente de un país sobre los flujos generados por una compañía. Y se usan para mejorar el análisis en tomar decisiones de inversión a largo plazo o de financiamiento (MADURA, 2001: 441)”.

Sistema impositivo. El sistema impositivo afecta de dos formas a este mercado. La primera es por medio del impuesto a las ganancias que afecta a inversores que colocan su dinero en una empresa o un fondo de CR. La segunda es mediante los impuestos que pagan las empresas o retenciones sobre impuestos durante los primeros años. Disminuir los costos impositivos y las retenciones permite a la empresa disminuir el riesgo a la desaparición durante el período crítico inicial.

Los Fondos Fiduciarios deben pagar el 33% de la ganancia neta total obtenida en el ejercicio fiscal, por concepto de impuesto a las ganancias de la propiedad fiduciaria, en base a las disposiciones de la Ley del Impuesto a las Ganancias y no son deducibles los importes por distribución de utilidades. Los incentivos fiscales a la inversión no son cuantitativamente significativos y Argentina no cuenta con incentivos fiscales específicos para fomentar la inversión de EP y CR. Los programas de incentivos fiscales para PyMEs incluyen un sistema de monotributo y exenciones para contratación de personal, y también existen sistemas de crédito fiscal para capacitación y para proyectos innovativos de

empresas establecidas. Son instrumentos generales sin líneas específicas para PyMEs de base tecnológica o "*start ups*".

Los gobiernos tienen diferentes políticas para permitir la deducción de parte del impuesto a las ganancias de este tipo de inversiones, siendo en algunos casos como en el Reino Unido que favorece las inversiones que más tiempo permanecen en la cartera de inversión o como en Portugal que favorecen la reinversión de ganancias. El sistema impositivo local sino promueve, debe prestar atención al menos en no castigar al que realiza este tipo de inversiones.

Universidades / Sistema científico tecnológico. Las universidades y otros integrantes del sistema educativo y científico-tecnológico son los formadores de nuevas ideas y deberían formar nuevos emprendedores. La formación emprendedora permite que exista un mayor flujo de oportunidades de negocios. Sólo una pequeña porción de las oportunidades son financiables, por lo cual es necesario desarrollar un gran número de oportunidades para tener un mercado de dimensiones interesantes. La existencia de espacios específicos dentro del sistema científico tecnológico, donde el inversor pueda buscar proyectos financiables, hace disminuir los costos de búsqueda y, el respaldo de estas instituciones a los proyectos, permite darles una cierta legitimidad con lo cual disminuyen los miedos (costos psíquicos) que los inversores puedan tener.

Pese al planteo de *Kantis* et al. (2002) respecto a la no existencia de una educación para fomentar emprendimientos, desde 1997 a la fecha, el tema 'empresarialidad' ganó un lugar en la sociedad. Como resultado, en un gran número de universidades se dictan materias de creación de empresas y la juventud comenzó a tomar conciencia de la importancia de seguir una carrera como empresarios.

En Colombia el capital de riesgo prácticamente no tiene contacto con proyectos provenientes del sistema científico tecnológico, aunque financian proyectos con

contenido tecnológico provenientes de estudiantes y profesionales egresados de universidades, estas son oportunidades de aplicación de tecnologías, más que de desarrollo tecnológico.

5. DELIMITACIÓN

5.1. DELIMITACIÓN TEMÁTICA

Este trabajo de investigación comprende el diseño de una propuesta de viabilidad técnica y financiera para la creación de un Fondo de Capital de Riesgo para proyectos de Estudiantes, Egresados y Profesores de la Universidad del Norte, que hayan surgido de un proceso en el centro de creación empresarial de esta Universidad.

5.2. DELIMITACIÓN TEMPORAL

La investigación consta de información obtenida por datos suministrados en Internet, Revistas y por medio del estudio que se realizará para determinar la viabilidad de la creación del fondo.

5.2.1. Tiempo real

El tiempo determinado para realizar esta investigación y en el que se desarrollan todas las actividades, corresponde al segundo semestre académico julio-diciembre de 2007.

5.3. DELIMITACIÓN ESPACIAL

El presente análisis tiene un radio de acción exclusivamente dentro de la Universidad del Norte y en la ciudad de Barranquilla, con el fin de ser veraces en el desarrollo, recolección y posterior informe para la creación de un Fondo de Capital de Riesgo en un punto específico de la geografía nacional.

6. DISEÑO METODOLÓGICO

6.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN

Partiendo del objetivo de la investigación, se inició con el método de estudio exploratorio dado que éste suministra las bases que les permitirá a los investigadores relacionarse directamente con el tema objetivo a estudiar. Además, proporciona los límites espacio-temporales en los cuales está enmarcado el proyecto.

6.2. TIPO DE ESTUDIO

Se identifica la necesidad de utilizar un estudio descriptivo a través del cual se descubrirán, establecerán y analizarán tendencias propias para la creación de fondos en la Universidad del Norte y en la ciudad de Barranquilla.

6.3. FUENTES Y TÉCNICAS DE INFORMACIÓN

Las fuentes de recolección de información utilizadas en este anteproyecto serán primarias y secundarias.

6.3.1. Fuentes Primarias

Para el desarrollo de este proyecto se dependerá de la información recogida a través de la técnica de la encuesta.

6.3.2. Fuentes Secundarias

Las fuentes secundarias serán las que suministren información básica tales como: biblioteca, revistas, Internet, fotocopias, libros, y referencias bibliográficas.

7. FONDOS Y FUENTES DE FINANCIACIÓN DE CAPITAL DE RIESGO Y CREACION DE EMPRESAS EN COLOMBIA

7.1. FONDO EMPRENDER SENA SECCIONAL BARRANQUILLA

Es un Fondo creado por el Gobierno Nacional para financiar proyectos empresariales provenientes de Aprendices, Practicantes Universitarios (que se encuentren en el último año de la carrera profesional) o Profesionales que no superen dos años de haber recibido su PRIMER título profesional.

El objetivo del fondo es apoyar proyectos productivos que integren los conocimientos adquiridos por los emprendedores en sus procesos de formación con el desarrollo de nuevas empresas. El Fondo facilita el acceso a capital al poner a disposición de los beneficiarios los recursos necesarios en la puesta en marcha de las nuevas unidades productivas.

7.2. FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE COOMEVA

El Fondo de Capital de Riesgo de COOMEVA opera como fuente de apalancamiento en la creación y fortalecimiento de empresas de los asociados. La filosofía de Fomento Empresarial es la de garantizar el acceso de los asociados a las diferentes herramientas que posee el programa de Desarrollo Empresarial, tendientes a fomentar la creación y fortalecimiento de empresas sostenibles que le den a dichos asociados la seguridad de obtener su propia renta y su propio ingreso.

7.3. FUENTES DE FINANCIACION

Así mismo en Colombia, existen entidades que a través de créditos blandos otorgan recursos para la creación de empresas; a continuación nombramos las siguientes:

- ✓ Fundación Julio Mario Santodomingo.
- ✓ Bancolombia.
- ✓ Banco Agrario.
- ✓ Fundación de la Mujer.
- ✓ Fondos de Capital Privado.
- ✓ Cooperativas Financieras de Grado Superior.
- ✓ ONG'S con vocación de financiar proyectos de emprendimiento social.

7.4. ENTIDADES GUBERNAMENTALES DE SEGUNDO PISO

Las entidades gubernamentales de segundo piso, son las que otorgan créditos y/o garantías a través de mecanismos de redescuento utilizando como base la banca tanto pública como privada, entre estas entidades se encuentran:

- ✓ Bancoldex.
- ✓ Finagro.

Adicionalmente, en Colombia existe el FONDO NACIONAL DE GARANTÍAS, es la entidad a través de la cual el Gobierno Nacional busca facilitar el acceso al crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas, mediante el otorgamiento de garantías.

El FNG no garantiza créditos destinados al sector agropecuario, por cuanto para éstos existe el respaldo del Fondo Agropecuario de Garantías, administrado por Finagro.

Para acceder a la garantía del FNG, la empresa o persona interesada debe acudir al intermediario financiero ante el cual vaya a solicitar el crédito, donde se le brindará la información requerida y se atenderán todos los trámites relacionados con la garantía. Para información adicional, puede acudir al FNG o a los Fondos Regionales de Garantías.

7.4.1. Quiénes pueden acceder a los servicios del FNG?

Personas naturales o jurídicas que pertenezcan al segmento de las micro, pequeñas y medianas empresas. A través de esta línea se pueden atender empresas con activos totales hasta 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes que corresponden a \$ 12.240 millones para el año 2006. Según la Ley 905 de agosto 2 de 2005, las empresas en Colombia se clasifican por su tamaño en activos totales así:

Micro: Empresas con activos totales hasta 500 salarios mínimos mensuales legales vigentes, que corresponden a \$ 204 millones para el año 2006.

Pequeñas: Empresas con activos totales superiores a 500 y hasta 5.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, que corresponden a activos entre \$ 204 y 2.040 millones para el año 2006.

Medianas: Empresas con activos totales superiores a 5.000 y hasta 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, que corresponden a activos entre 2.040 y 12.240 millones para el año 2006.

Deudores de la Línea Institucional: Establecimientos de crédito, Cooperativas, Cajas de compensación familiar, Fondos de empleados, Asociaciones, Corporaciones y Fundaciones, cuyo objeto social contemple otorgar créditos a mipymes, o a personas naturales que soliciten créditos destinados a la adquisición, mejoramiento o construcción en sitio propio de soluciones de VIS.

8. ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES TÉCNICAS DE DESARROLLAR UN FONDO DE CAPITAL DE RIESGO OPERADO POR EL CENTRO DE CREACIÓN EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE

Las condiciones técnicas son los análisis financieros, legales y las políticas de inversión que debe cumplir el Fondo de Capital de Riesgo para invertir en las compañías que surjan de un proceso de preincubación en el centro de creación empresarial de la Universidad del Norte.

Es claro que el FCR de la Universidad del Norte no solo va ser una fuente de financiación sino también un gestor profesional que le va a dar transparencia y seriedad al proyecto.

8.1. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE A QUE ESTÁN SUJETOS LOS PROYECTOS DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO DE CREACIÓN EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE

El objeto de la creación del FCR es realizar inversiones en empresas que hayan surtido todo un proceso en el Centro de Emprendimiento de la Universidad del Norte, con unas claras características, que sean empresas con un alto potencial de crecimiento; que todas las empresas hallan surtido todo un proceso de emprendimiento en el Centro de Preincubación de la Universidad.

Primero que todo definamos que es un riesgo, el riesgo es sinónimo de incertidumbre, en términos muy simples, existe riesgo en cualquier situación en que no sabemos con exactitud lo que ocurrirá en el futuro.

Por lo tanto, el FCR de riesgo es una entidad o unidad de negocio que tiene como objeto principal la financiación de empresas, proyectos o ideas de negocio que surjan del centro de preincubación de la Universidad del Norte.

Por lo tanto, en esa colocación de recursos a un tercero, el FCR incurre en el riesgo de no pago que puede ser de crédito o de contraparte, teniendo en cuenta que el riesgo de crédito es la probabilidad de no pago de un individuo, sea tanto una persona natural o Jurídica.

Es importante resaltar los principales factores que determinan riesgo en Instituciones que se dedican a la financiación.

Existen dos tipos de factores:

- Factores Internos o sistemáticos: que dependen directamente de la administración propia y o capacidad de los ejecutores de los negocios.
- Factores Externos o no sistemáticos: Que no dependen de la administración, tales como inflación, variación en las tasas de interés, variación en los precios de referencia, más que todo variables macroeconómicas, que comprometen la capacidad de pago de los prestatarios.

Como nuestro trabajo se fundamenta más que todo en los factores internos o sistemáticos, y son los que en mayor medida afectan la capacidad de pago de los emprendedores, antes de entrar en materia y definir las condiciones propicias, dentro del análisis interno hay que definir unas generalidades importantes a la hora de desembolsar recursos a terceros:

- Volumen de Crédito: a mayor volumen de créditos, mayores serán las pérdidas por los mismos.
- Políticas de créditos: mientras más agresiva es la política crediticia, mayor es el riesgo crediticio.

- Mezcla de créditos: Cuanto más concentración crediticia existe por empresa o proyecto, mayor es el riesgo que se está asumiendo; por ello el comité de Basilea (comité de donde se enmarcaron las condiciones generales de riesgo) ha determinado que una institución de carácter financiero puede prestar como máximo, el 20% del patrimonio a un grupo económico o persona natural o jurídica. Con el fin de mantener buena salud crediticia del FCR.

Cuando una empresa o proyecto culmina toda una etapa de preincubación, ésta va a necesitar recursos para comenzar a operar, es básico que el emprendedor tenga claro qué tipo de empresa o proyecto piensa desarrollar, qué calidad de recursos necesita, cuáles son las garantías que puede otorgar, entre otras situaciones.

Es por eso que, al momento de evaluar financieramente los proyectos indiferentes al potencial de crecimiento de éste, es básico evaluar dos cosas, el flujo de caja de dicho proyecto, cómo están sustentadas las proyecciones de crecimiento tanto para los ingresos como las proyecciones macroeconómicas que sustentan los egresos, y los riesgos de crédito y contraparte en que se incurre al financiar dichos proyectos, dicha evaluación de este riesgo tiene que verse reflejada en la tasa, en el plazo, en las garantías que ofrece el proyecto y en la calidad de pago de los emprendedores.

Primero que todo hay que tener claro con este tipo de evaluaciones, los tipos de emprendedores a que se enfrenta el Fondo como mecanismo de financiación, a la gran mayoría de los nuevos negocios y de las pequeñas empresas les suele faltar conocimiento financiero, por lo tanto, les falta conocer alternativas de financiación de existentes y cuáles son las condiciones óptimas de capital circulante para operar, es decir, conocen que necesitan para financiar los activos fijos, pero muy pocos conocen cuál es el capital de trabajo necesario para operar, cuáles son las estructuras y controles de costos, en qué dirección deben ir, también es claro que

estas empresas tienen debilidad en la organización y Marketing del proyecto; por eso es fundamental que los proyectos, aunque parezcan muy atractivos, tienen que surtir un proceso en el centro de preincubación en el centro de emprendimiento de la Universidad.

Lo primero que debe suceder es que el centro de emprendimiento debe presentar al Fondo de Capital de Riesgo, justificación del plan de negocio del proyecto, en qué sector de la economía va operar, cuáles son los clientes potenciales entre muchas situaciones; por lo tanto, lo primero que debe hacer el FCR (fondo de capital de riesgo) es seguir la regla memotécnica crediticia PARSE (manual para el análisis del riesgo de crédito – Keith Checkley – Gestión 2000.com.).

P = Investigar a fondo el cliente, que relación tendrá el fondo con el cliente.

A = Cantidad, la cantidad a prestar, ésta puede ser demasiado grande o demasiada pequeña.

R = Condiciones de pago, si son demasiado suaves o demasiado estrictas, que pongan en algún momento en peligro la liquidez del negocio.

S = Garantía, si es vendible el negocio, qué calidad de activos tiene.

E = Conveniencia, oportunidad, las condiciones del préstamo, son mejores o peores que las que ofrece el mercado.

R = Remuneración y plazo, están siendo adecuadamente recompensadas por el riesgo (TIR, VPN y maduración del proyecto).

Terminado y evaluado el análisis preliminar del proyecto bajo el esquema PARSE, se debe pretender evaluar los requerimientos esenciales y cuáles son los puntos básicos a la hora de desembolsar los recursos.

- ¿Cuánto se necesita?
- ¿Qué se va hacer con el Dinero?
- ¿Cuáles son los planes de amortización o cómo va a ser la descapitalización de los recursos dinerarios aportados?

- ¿Cuál será la posición del FCR si los planes de amortización o descapitalización no se cumplen?
- ¿Cuáles son los antecedentes del emprendedor?

Pasado este análisis, es básico estimar el Flujo de caja del proyecto, donde se modele el dinero aportado por el FCR, para mirar que se va hacer con el recurso y cuánto se va a necesitar.

Modelar en el flujo los planes de pago o los procesos de descapitalización planteados en los requerimientos esenciales, para ver si el flujo resiste.

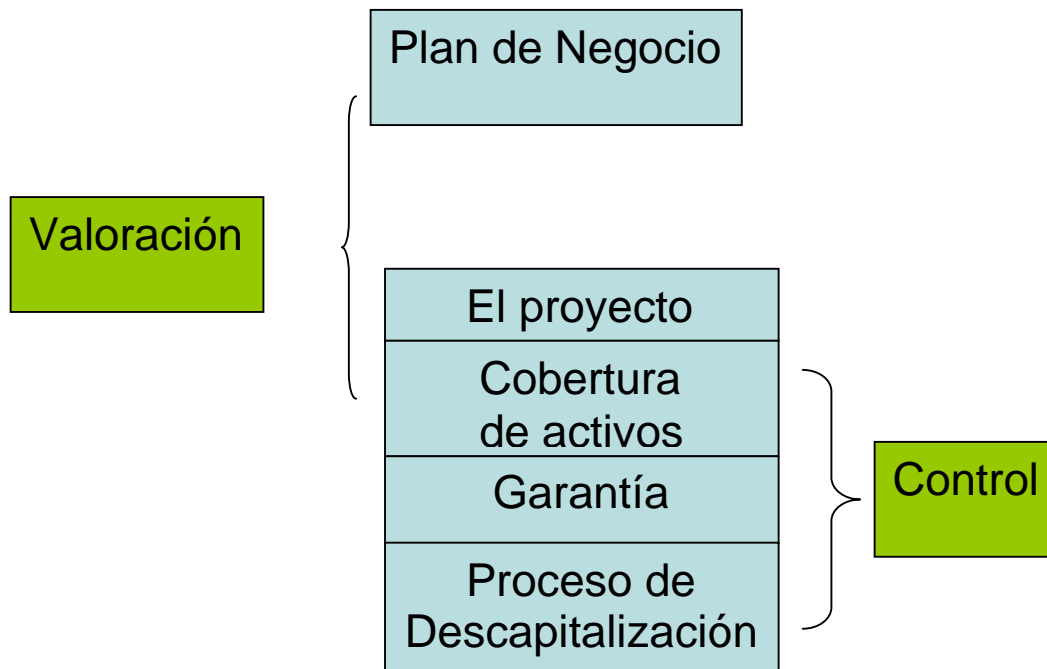
Dentro de este análisis se debe modelar el flujo bajo los siguientes supuestos, modelar el flujo en un escenario ideal, en un escenario conservador y por último, modelar el flujo en un escenario pesimista, es básico que las tres características se pueden presentar en los proyectos y como estos proyectos no tienen una historia crediticia y sus emprendedores en su gran mayoría no la tienen, esto nos va a servir para conocer hasta dónde es bueno invertir.

Definir dentro del análisis de riesgo, cuáles son los indicadores promedios del sector para hacer evaluaciones parciales del proyecto y poder hacerle seguimientos periódicos a las razones financieras de la empresa (indicadores de liquidez, rentabilidad, endeudamiento, entre otros) que arrojan los diagnósticos financieros; este análisis es fundamental y tiene que ser de carácter obligatorio como análisis de seguimiento a la inversión realizada por parte del FCR.

Para concluir, las áreas claves de la evaluación del riesgo de crédito en que incurre el FCR o las más importantes a examinar son las siguientes:

- El negocio (plan de negocios).
- Cobertura de los activos adquiridos y la garantía.

- Capacidad de amortización del capital suministrado por el Fondo (descapitalización).
- Control de los resultados (seguimiento al negocio).



Autor: Autoría propia

Por último, recomendaciones y conclusiones con referencia al tema del análisis de riesgo de crédito.

Algo importante, es dejar bien definido que las personas que confeccionan los flujos, tienen que ser diferentes a las personas que hacen los análisis, no se debe dejar pasar ningún punto por descontado, no se debe dejar la decisión en unas pocas variables claves.

8.2. CUÁLES SERÍAN LOS ESQUEMAS DE GARANTÍAS ADECUADOS PARA LOS PROYECTOS DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE

Primero que todo, qué es una Garantía? Según la definición que se puede conseguir en un libro de economía cualquiera, una Garantía, es una fianza o prenda o depósito que se constituye para asegurar la realización de un pago o el cumplimiento de una obligación, también se puede entender como el respaldo que debe ofrecer el solicitante de crédito a la entidad financiera otorgante como fuente alternativa de pago en caso de presentarse problemas en la adecuada atención del crédito por cualquier causa.

Es claro e importante resaltar que los esquemas de garantías que se tienen que plantear, tienen que estar acordes a la realidad de estos proyectos las cuales son: proyectos con un alto grado de incertidumbre, sin historial crediticio por parte de los emprendedores y falta de garantías reales para avalar los créditos.

La primera garantía que tiene el FCR, es el proceso que surge la empresa o el proyecto en el centro de preincubación del centro de desarrollo empresarial de la Universidad del Norte, el aval que pueda dar el centro sobre la idoneidad del proyecto es fundamental para comenzar a evaluar.

Entrando en materia, los esquemas de garantías acordes a estos proyectos y siguiendo la línea de las diferentes entidades dedicadas a la financiación o inversión de nuevos negocios, es la garantía que pueda ofrecer un Fondo de Garantías, el cual es una entidad que tiene como objeto social promover la competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas, facilitándoles el acceso a recursos de crédito cuando éstas presenten insuficiencias de garantías según criterio de los intermediarios financieros. Como esquema esta sería la

idónea para este Fondo, ejemplos Fundación COOMEVA y la Fundación Julio Mario Santodomingo, hacen usos de estas garantías para avalar los desembolsos necesarios para este tipo de proyectos, dentro de este esquema de garantía se pretendía avalar los desembolsos a los emprendimientos, a través del Fondo Nacional de Garantías por intermedio del Fondo Regional de Garantías de la Costa Atlántica. Dichos desembolsos estarían garantizados parcial o totalmente según criterio del FNG, siguiendo la reglamentación que éstos imponen para dichos desembolsos.

Otro esquema planteado es la garantía de los retornos a través de la constitución de una fiducia, que puede ser a través de un Encargo Fiduciario o de una Fiducia Mercantil (patrimonio Autónomo). Este esquema se basaría, en que a medida que el proyecto comience a generar un flujo de caja predecible o que esté garantizado a través de un contrato o alianza estratégica que permite explotar de forma periódica una activa mercantil, la garantía consistiría en que dicho flujo de ingresos que genere el proyecto no entre directamente a la empresa, sino que la administración de este recurso pase directamente a la Fiduciaria para que ésta pague y administre los recursos que garantice la deuda y adicionalmente haga los fondos pertinentes para garantía de éste, entregando el remanente del dinero a la empresa, para su operación.

Es claro resaltar que un crédito tiene que contener una garantía clara y confiable, es importante que el FCR como entidad dedicada en su mayoría a invertir en proyectos nuevos o financiar la creación de empresas, debe garantizar su continuidad, y por ende es básico resaltar, que un FCR no debe nunca llenarse de activos improductivos que hacen crear una carga onerosa al FCR y por ende a su desaparición antes del tiempo presupuestado. Las garantías no deben ser un obstáculo sino más bien una salida o ayuda para resolver un problema.

8.3. FORMA DE CONSTITUCIÓN, DEFINICIÓN LEGAL Y MODELOS ORGANIZACIONALES DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO

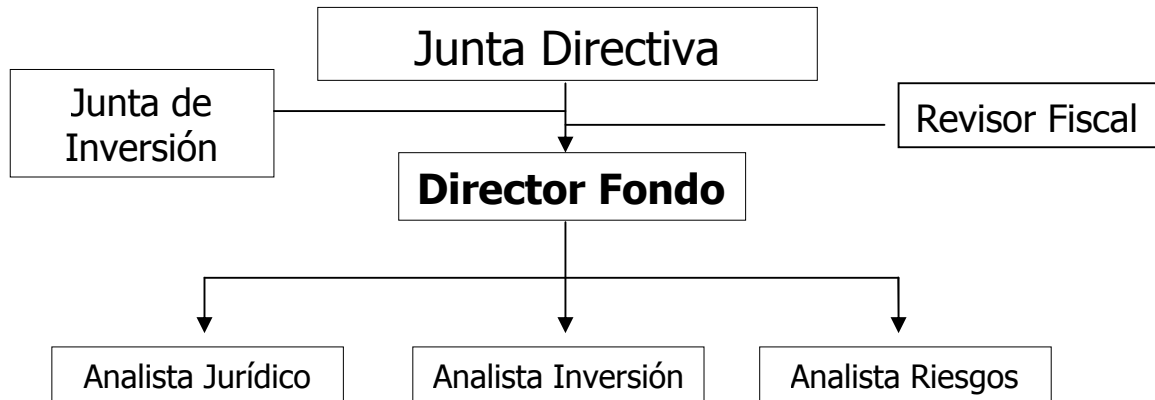
Dentro de este estudio, en las evaluaciones previas realizadas en el anteproyecto y en el marco teórico de este trabajo, podemos hacer las siguientes sugerencias a la hora de constituir el Fondo de Capital de Riesgo de la Universidad del Norte.

Planteamos dos ideas principalmente, la primera es la constitución de una fundación cuyo objeto principal sea la financiación de proyectos o nuevos negocios para fortalecer los procesos de emprendimiento de los estudiantes de la Universidad del Norte. Dicha fundación tendría que estar separada legalmente de la Universidad del Norte con Personería Jurídica independiente, representante legal, entre otras situaciones.

Existen ejemplos en este tipo de negocios, podemos encontrar a la Fundación COOMEVA, que es una de las primeras entidades en crear un Fondo de Capital de Riesgo, enfocados en la financiación de procesos de creación de empresas.

La estructura Orgánica u Organigrama del FCR de la Universidad del Norte, bajo la figura de una Fundación con personería Jurídica independiente, sería de la siguiente forma:

FUNDACION FCR UNIVERSIDAD DEL NORTE

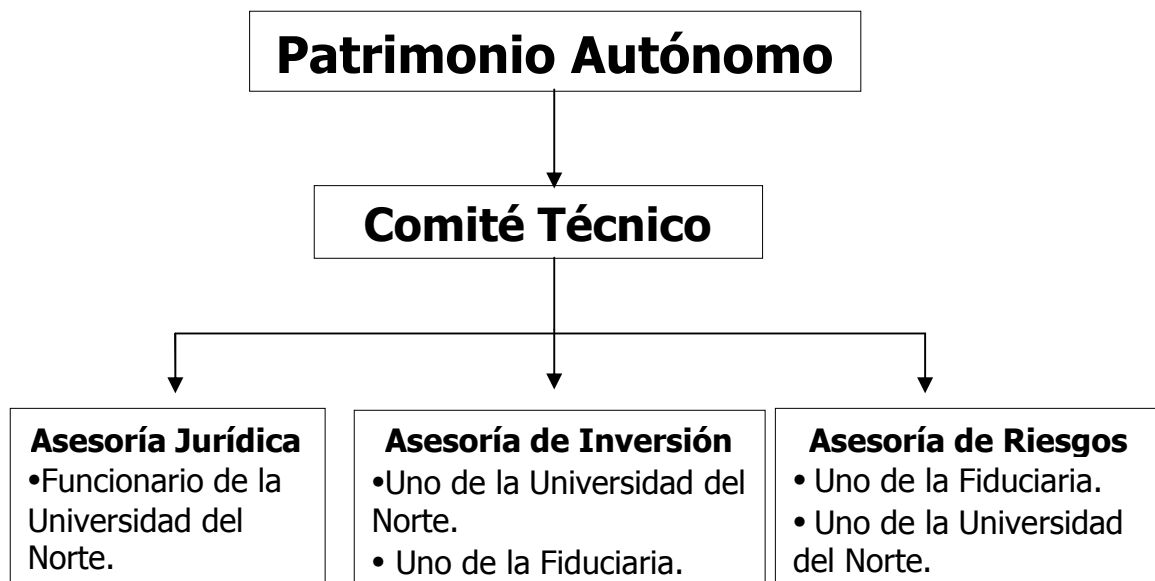


La estructura Orgánica u Organigrama del FCR de la Universidad del Norte, estaría conformada por:

- ✓ *Junta Directiva:* La cual será la encargada de definir los lineamientos macros de cómo funcionaría el FCR.
- ✓ *Junta de Inversión:* Será la encargada de revisar los proyectos que presente el Centro de Emprendimiento de la Universidad del Norte, así mismo definirá los montos y los proyectos o negocios nuevos a apalancar.
- ✓ *Revisor Fiscal:* Será el encargado de certificar los estados financieros y velar para que la administración cumpla los estatutos de la empresa.
- ✓ *Director del Fondo:* Será el representante legal de la Fundación FCR de la Universidad del Norte, tendrá a cargo la dirección general y hará parte, tanto de la junta de inversión como de la junta directiva.
- ✓ *Analista Jurídico:* Será el encargado de realizar revisión a todos los aspectos jurídicos concernientes al tema de las inversiones.
- ✓ *Analista de Inversión:* Será el encargado de evaluar financieramente y comercialmente los proyectos presentados.
- ✓ *Analista de Riesgo:* Será el encargado de analizar y auditar los riesgos en que incurra el FCR de la Universidad del Norte.

La otra postura que se puede resumir de este trabajo, es la constitución del Fondo a través de un patrimonio autónomo administrado por una Fiduciaria, en dicho patrimonio entrarían los recursos iniciales con que se iniciaría el fondo y todos los ingresos que generaría la actividad del FCR; bajo este esquema la Universidad no tendría la necesidad de crear una entidad que se dedique a dicha función, la administración de los recursos y el análisis de la inversión quedaría compuesta por un Comité Técnico que tendría que estar conformado por personal del centro de Preincubación de la Universidad y personal de la entidad Fiduciaria, dicho comité sería el que verificaría las políticas del fondo, y mantendría los parámetros adecuados. Este comité tendría una reunión mensual, en la cual se revisarían los proyectos de los emprendedores y se definirían cuáles se financiarían y cuáles no.

La estructura del comité técnico estaría compuesta de la siguiente forma:



8.4. POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y CRÉDITOS DEL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE

Las políticas de inversión son aquellas pautas con que se entraría a evaluar cada proyecto bajo criterios o valoraciones Subjetivas y Objetivas, con la finalidad de que los recursos en su gran mayoría, estén expuestos al menor riesgo Financiero.

Para esto se han definido tres grandes ramas en las políticas de inversión del FCR de la Universidad del Norte, las políticas de crédito, las financieras y comerciales, las operativas y medios de pago.

8.4.1. Políticas de Crédito

La principal política de este punto, es que solamente se podrán financiar empresas, ideas de negocios o proyectos que hayan surgido de un proceso de preincubación del centro de emprendimiento de la Universidad del Norte.

Aunque no es posible generalmente obtener toda la información, se pretende con este trabajo detallar los lineamientos a seguir en la toma de decisiones para el logro de los objetivos trazados.

- a) Condiciones del crédito o de las líneas de crédito, es decir si van para capital de trabajo, adquisición de activos fijos entre otros, los montos mínimos y máximos a financiar, formas de pago, tasas de interés y de mora.
- b) La definición de las variables cualitativas y cuantitativas, definición de los puntajes crediticios.
- c) Mercado objetivo, es decir perfil del cliente.
- d) Límites de exposición crediticia y pérdida tolerada del FCR.
- e) Políticas de garantías.
- f) Parámetros, para definir periodicidad de revisión de la cartera crediticia.

8.4.2. Políticas Financieras y Comerciales

Las políticas financieras y comerciales serían aquellas que estarían más enfocadas en los análisis internos de las ideas de negocios de los emprendedores es decir, aquellas estrategias que permiten enfocar la viabilidad de un negocio. Entre éstas tenemos:

- a) Políticas comerciales y estrategias del negocio para penetración de mercados.
- b) Políticas de provisiones por parte de los emprendedores.
- c) Políticas de seguimiento.
- d) Políticas de análisis de los indicadores financieros de la empresa.
- e) Políticas de solvencia.
- f) Políticas de dividendos.

8.4.3. Políticas operacionales y legales

Son aquellas políticas en donde la forma el cómo y el dónde y la ingerencia en los recursos del fondo.

- a) El riesgo operacional, es decir como están definidos los medios de pago y recaudo.
- b) La estructura orgánica del FCR, quién define y aprueba.
- c) El riesgo legal y jurídico de las inversiones.
- d) La administración del rating crediticio.
- e) La definición de los formularios y fichas técnicas al analizar las solicitudes.
- f) Políticas de desembolso y de pagos.

8.5. MODELO PLANTEADO PARA LA EVALUACIÓN FINANCIERA DE LOS PROYECTOS O IDEAS DE NEGOCIOS

En este punto se pretende destacar no solo las técnicas que existen para evaluar proyectos de inversión o ideas o planes de negocios, la idea de este capítulo de aspectos técnicos, es presentar o prestarle más atención al verdadero significado del diagnóstico financiero y parámetros que se calculan y se emplean con mayor frecuencia a la hora de evaluar y calcular el valor de una empresa, sin pretender identificar como ésta la mejor fórmula ni la única a la hora de evaluar proyectos, sino más bien acercarse a la que mejor se acoge a la necesidad de este trabajo, por lo tanto, el modelo que se plantea como evaluación o valoración de proyectos o ideas de negocios desde el punto de vista financiero, es el método del flujo de caja libre descontado a una tasa, esta tasa que en su mayoría debería ser el costo de capital de la empresa evaluada, teniendo el origen de los proyectos (negocios o proyectos nuevos desconocidos en su valoración).

Por qué este método, porque es un método cómodo y de fácil aceptación y divulgación a los futuros usuarios, estudiantes que pretenden hacer un Emprendimiento Empresarial.

El análisis de un proyecto o idea de negocio desde el punto de vista financiero, se puede clasificar en tres grades grupos, según lo expresa el doctor Arturo Villarreal en el libro Evaluación Financiera de Proyectos de Inversión.

- a) ¿Es conveniente financieramente emprender este proyecto de inversión?
- b) ¿En cuál o cuáles de los proyectos de inversión que se han identificado, se debe colocar la cantidad limitada de dinero que está disponible para ser invertida?
- c) Para satisfacer cierta necesidad, ¿Cuál de las alternativas que se han detectado se debe escoger desde el ángulo financiero?

La idea de este capítulo no es responder estos interrogantes pero si tenerlos en cuenta a la hora de evaluar y escoger las mejores alternativas desde el punto de vista financiero.

Primero que todo, tenemos que hablar de los elementos necesarios a la hora de estructurar la alternativa financiera de inversión, para comenzar tenemos que definir las variables macroeconómicas con el fin de describir la magnitud de los ingresos y de los egresos, porque una de las falencias a la hora de proyectar los Estados Financieros, flujos de cajas, tanto los libre como los operativos, es la delimitación de o la magnitud de estos mismos; por ejemplo, no es lo mismo proyectar una idea de negocio o nuevo proyecto que ya desde el primer año va a exportar, que una empresa que piensa exportar al finalizar el segundo año, pero para esto hemos definido las siguientes variables macroeconómicas, las proyecciones del presupuesto para los egresos, costos, gastos y precios de ventas (tienen que estar sujetos a los precios de mercado), éstos se proyectan al IPC (índice de precios al consumidor), para las unidades o los servicios se proyectarían con el PIB nominal proyectado por el país. Respecto a los créditos, éstos fueron proyectados con una tasa que equivale al DTF proyectado más un Spread que varía según el tipo de crédito (corriente o de largo plazo). Los ingresos en otras divisas, la monetización de éstas se harían a la devaluación proyectada del peso (COP) respecto al dólar (USD) teniendo en cuenta que con esta moneda se calcula la TRM (tasa representativa del mercado). Cuando una variable sea cualquiera, un ingreso, gasto costo, deuda se proyecte de otra forma, debe quedar expresada y con su respectivo cálculo y fuente de dato, tanto las primarias como las secundarias por ejemplo, que cierto crecimiento esté sujeto a un regulación.

Ya definida las variables con que se pretende proyectar un presupuesto base fundamental para las proyecciones de los Estados Financieros y los flujos de cajas, entraríamos a definir el escenario o tiempo del proyecto, para hacer una evaluación general pretendemos que como mínimo un proyecto o idea de

negocio, tenga un escenario de tres (3) años, cabe aclarar que los escenarios tienen que estar sujetos a la terminación contractual con el fondo, es decir que si la negociación con el FCR de la Universidad del Norte, se pretende llevar por lo menos 5 años, para desinvertir en el proyecto, el negocio, la empresa o proyecto, tiene que estar proyectado como mínimo a cinco (5) años.

Teniendo en cuenta la definición de variables macroeconómicas, la proyección del escenario del proyecto, todas estas variables expresadas en un presupuesto de ingresos y egresos, en este presupuesto se definen las políticas comerciales, las laborales, necesidades de efectivo, manejo de inventarios, rotación de cartera, entre otras situaciones, todos estos supuestos tienen que ser necesarios a la hora de proyectar los estados financieros, con el fin de poder llegar o calcular el flujo de caja libre del proyecto, y con este flujo descontarla a una tasa, como lo mencionamos al principio de este capítulo, cómo se expresa la generación de caja en este tipo de negocios es fundamental, debido a que, a partir de ésta, se pretenden determinar los valores de desembolso para descapitalización de los proyectos, y por ende el retorno de la inversión al FCR; también es importante resaltar en la inversión en activos fijos, la proyección adecuada de las compras necesarias a la hora de iniciar un negocio, debido a que la planeación de ésta permite en el futuro un nivel adecuado de endeudamiento y que no ponga en situación de riesgo los negocios.

Entrando en materia, éstas serían las exigencias mínimas a la hora de realizar la evaluación financiera de los proyectos, se pedirían como mínimo los siguientes estándares:

- Delimitar un presupuesto con sus proyecciones basado en supuestos ya definidos y aceptados.
- La proyección en la inversión en activos fijos con sus respectivos cálculos de depreciación, se acepta como cálculo la depresión en línea recta, teniendo en cuenta que es la más común y la más aceptada.

- Las proyecciones de los créditos desembolsados con sus respectivas tasas de interés y los plazos pactados, para éstos se pretendería utilizar la amortización del crédito más común, la cual es la amortización del crédito con la opción de cuotas fijas.
- Para los créditos corrientes o de tesorería, éstos se presentarían como desembolso que tendrían que ser pagados al final del período siguiente, es decir, a más tardar un año.
- Las inversiones de tesorería o los excedentes de capital se presentarían como máximo un año y todos a tasa fija. Igual a los créditos corrientes o tesorería, éstos redimirían al final del período.
- El primer estado financiero a presentar sería el estado de Resultados o de pérdidas y ganancias, este estado financiero se proyectaría al mismo escenario como se proyectaría el presupuesto, es decir que si planea hacer un presupuesto por 5 años, el estado de resultado tendría también los mismos 5 años.
- Se presentaría el segundo estado financiero o flujo de caja de efectivo, donde se muestren las entradas de efectivo y las salidas, dicha proyección tendría el mismo escenario.
- Como tercer estado financiero se presentaría el Balance General, al igual que el flujo de efectivo y el estado de resultados, éste también se proyectaría al escenario planteado en el presupuesto, el Balance tendría que mostrar en forma detallada los valores en el activo y cómo fueron financiados éstos, es decir, los pasivos y el patrimonio.
- También es necesario presentar el cálculo de Costo de capital promedio ponderado, debido a que esta tasa sería con la que se descontaría el flujo de caja libre del proyecto; este costo de capital se calcularía con la ponderación del costo de la deuda con su respectivo peso en balance general (pasivo de largo plazo) y el costo del patrimonio que corresponde a la inversión de los inversionistas y al fondo de capital de riesgo de la Universidad del Norte.
- Y finalizar con la proyección del flujo de caja libre.

Éstos serían los informes que tendrían que ser presentados para la valoración del proyecto o idea de negocio, pero ¿Por qué la valoración a través del flujo de caja libre? Como lo menciona el autor del libro Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y el EVA (marca registrada), el profesor Oscar León García, *“el análisis o evaluación está migrando a una más sofisticada basada en el riesgo, las expectativas de crecimiento y el retorno que representa el flujo de caja en relación con el capital invertido”*.(...)

Teniendo en cuenta este precepto y la realidad empresarial actual, podemos dar fe que el flujo de caja libre sirve como base para el cálculo de valor de una empresa, negocio o proyecto.

Qué se pretende con esta valoración por este método, poder determinar a partir de la generación futura de flujos del negocio, cual sería el valor de éste a partir de la valoración que se haga, es por eso que en este tipo de valoración el VPN (valor presente neto del negocio) sería el valor operacional a partir del cual se podría tomar una decisión acertada y como tasa de oportunidad, se tomaría el CCPP (Costo de capital promedio ponderado).

Para este trabajo hemos tomado como ejemplo, la valoración de una empresa cualquiera que vende servicios de tecnología (empresa de software). Se anexa el archivo de Excel (marca registrada) “Valoración Empresa de Servicios, que contiene las siguientes hojas:

- ❖ Datos xls. Que contiene las variables macroeconómicas y las políticas comerciales del negocio.
- ❖ PPTO xls. Que contiene el presupuesto proyectado.
- ❖ Inv. Act. Fijos xls. Que contiene la proyección de compras de activos fijos.
- ❖ Cred-tes xls. Esta hoja contiene la proyección de la deuda tanto la de largo plazo como la corriente, y las inversiones en activos financieros.
- ❖ PyG. xls. Esta hoja contiene el estado de resultados proyectado.

- ❖ Caja xls. Esta contiene la proyección del flujo de caja de efectivo.
- ❖ BG xls. Esta hoja contiene la proyección del Balance General.
- ❖ CE xls. Esta contiene el cálculo del capital empleado, tanto el operativo como el no operativo.
- ❖ CCPP xls. En esta hoja se calcula el costo de capital promedio ponderado, además del cálculo del costo del patrimonio.
- ❖ FCL xls. En esta hoja se hace el cálculo del flujo de caja libre del negocio.

Con este archivo se pretende mostrar cuál sería el esquema adecuado y de presentación para los proyectos que pretenderían obtener recursos con el FCR.

8.6. ANÁLISIS DE LA VALORACIÓN DE LAS IDEAS DE NEGOCIOS POR EL MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO

Como se mencionó al inicio del presente capítulo, el valor del análisis técnico desde el punto de vista financiero de cualquier proyecto, es determinar las variables con que se pretende dar una guía, tanto práctica como teórica del modelo financiero, en este caso los modelos de asignación de cupos, plazos y verificación financiera de los proyectos o ideas de negocios que se pretenderían financiar con recursos del Fondo de Capital de Riesgo de la Universidad Norte. Ya definidos en este capítulo los factores determinantes a la hora de desembolsar los recursos, lo que se pretende ahora es determinar, es definir el marco conceptual con que se van a valorar los proyectos o ideas de negocios, es por eso que en este inciso se hará mención de los aspectos financieros del modelo planteado para la valoración y evaluación de los proyectos o ideas de negocios.

Pero primero que todo, definamos que es valoración, la valoración como se recoge en diferentes autores, no es una ciencia exacta, es más bien una combinación de ciencia y arte que pretende determinar el valor de una empresa, no solo por su valor de los activos, sino que también pretenda determinar el valor de la prima o goodwill del negocio, como lo menciona el profesor Oscar León

García en su libro de valoración de empresas, Gerencia del valor y EVA (marca registrada) *“La valoración de empresas combina, por un lado, la observación de una serie de factores internos y externos que afectan a la entidad, el sector al que pertenece y en general el entorno macroeconómico; y, por otro lado, la utilización de una serie de técnicas cuantitativas de análisis asociadas principalmente con la estadística, la economía y las finanzas(...)* ”. Es por eso que una valoración integral tiene que verse desde el punto de vista fundamental como un análisis del todo y de un punto de vista técnico. Es claro que la base fundamental de la valoración de los negocios es que éstos tienen que tener un proceso de descapitalización o de venta a un inversor ángel o especializado en los tipos de negocios que surjan del proceso de preincubación en el centro de emprendimiento de la Universidad del Norte.

Entrando en materia, el ejercicio aritmético de valoración de los proyectos o ideas de negocios va estar definido por cuatro elementos en consideración, la determinación del Costo de Capital, las proyecciones financieras y la determinación del flujo de caja libre proyectado y el valor de continuidad.

En este trabajo no pretendemos hacer una demostración del cálculo del costo de la deuda, costo del patrimonio para determinar el costo de capital, pero son de base fundamental a la hora de valorar los negocios debido a que el costo del patrimonio es la tasa con que se pretende descontar los flujos, tanto los operativos como los de continuidad, y traer estos flujos a Valor Presente Neto (VPN), el costo del patrimonio es fundamental a la hora de tasar la amortización con que se van a descapitalizar los negocios. En lo referente al tema de las proyecciones, éstas fueron definidas en incisos anteriores, vamos a detenernos, el Flujo de caja libre del negocio y el valor de continuidad. Pero qué es el flujo de caja libre y el valor de continuidad?. Este valor es el que adquiere la empresa como consecuencia del plan de desarrollo y un crecimiento constante y perpetuo (Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA, Oscar León García).

Para determinar el flujo de caja libre del negocio se debe presentar de la siguiente forma:

Flujo de caja libre	
Concepto	
(+) Ingresos	
(-) Costo Mercancía vendida en efectivo	
(-) Gastos admón. y ventas	
(=) Evidad	
(-) Depreciación y amortizaciones	
(=) Utilidad operativa antes de impuestos	
(-) Impuestos operativos	
(=) Utilidad operativa después de impuestos	
(+) Depreciación y amortizaciones	
(=) Flujo de caja bruto	
Variación de capital de trabajo	
Inversiones en activos fijos	
(=) Flujo de caja libre	

* Modelo planteado en el archivo de Excel Valoración de Emp. Servicio Tesis MBA

Con la proyección del flujo de caja libre obtenido se pretende valorar la empresa, este flujo que menciono anteriormente, se descuenta a una tasa que en el caso de éste y de todos los ejercicios de proyecciones financieras que se pretendan evaluar en el FCR de la Universidad del Norte, se utilizará el Costo de Capital (CK), el cual se calcularía de la siguiente forma:

Tasas de descuento			
	USD	COP	REAL
Tasa libre de riesgo	5,02%	7,27%	2,96%
Riesgo País	2,07%	2,11%	2,03%
Premio de Mercado	4,84%	4,95%	4,75%
Beta apalancado	2,306	2,306	2,306
Costo del patrimonio	18,25%	20,79%	15,94%
Deuda			
Antes de impuestos	13,56%	16,00%	11,34%
Después de impuestos	8,63%	10,18%	7,21%
CCPP	16,61%	18,98%	14,45%

*Cálculo realizado en el archivo de Excel Valoración de Emp. Servicio Tesis MBA

Ya calculado el costo de capital, ésta sería la tasa con que se descontarían los resultados que arroje el flujo de caja proyectado.

Por otro lado, como lo mencionamos en este inciso, las empresas no solo se valúan por un período explícito o relevante, sino también a la hora de valorar hay que considerar la perpetuidad del negocio o el período de perpetuidad, este concepto es aceptado en todos los modelos financieros, donde se determina que el flujo de caja libre va a seguir creciendo a un ritmo constante a perpetuidad, este valor es importante calcularlo por el hecho de que la empresa o idea de negocio se piensa vender, a que entre a un proceso de venta o la descapitalización de la inversión realizada por el FCR.

Capex = (UNODI* g/RSCE + Depreciación - VKWNO), entiéndase el *CAPEX (término del anglicanismo) como la inversión en capital de trabajo y en activos fijos. Este valor se calcula como un período "N" que se trae a valor presente descontada a la tasa del costo de capital, calculado el CAPEX se podría determinar la valoración implícita del negocio, sumando el valor de la operación (es el valor de la empresa como negocio en marcha independiente de su endeudamiento) o el valor arrojado del período de relevante más el valor de continuidad del negocio.

CCPP	18,98%
Crecimiento real	0,00%
Crecimiento perpetuo	4,19%
Premio de rentabilidad	0,00%
Rentabilidad sobre capital empleado perpetua	18,98%
Valor de continuidad	197.501.226
Valor explícito	35.905.490
Valor presente del valor de continuidad	49.162.614
Valor de la operación	85.068.104
Deuda financiera	0
Valor patrimonial de la operación	85.068.104
Otras inversiones	0
Valor patrimonial	85.068.104

* Cálculo realizado en el archivo de Excel Valoración de Emp. Servicio Tesis MBA

Pero todos estos aspectos financieros qué significado tienen en el Fondo de Capital de Riesgo, pues es muy claro, la valoración de estos negocios o proyectos sirven de base para determinar dos aspectos, uno la proyección desde el punto de vista económico, qué tan rentable puede ser una idea, y la otra, es la determinación de la participación del FCR como consecuencia de la inversión que el Fondo pretendería hacer a las ideas de negocios o proyectos que surjan del proceso de preincubación del centro de emprendimiento de la Universidad del Norte.

La participación está determinada por el valor de inversión que éste realizó en el negocio o proyecto y el valor de la operación después de haber hecho la valoración.

Valor de participación (%) = Inversión del FCR (en activos fijos o capital de trabajo) / valor de la patrimonial de la operación.

En el caso de las empresas de servicios financieros, que se presenta como ejemplo en el archivo de Excel Valoración de Emp. Servicios Tesis MBA, la participación del FCR no está valorada en el porcentaje (%) de participación en el capital inicial del negocio, sino en la participación definida en este inciso. Esto debido a que el FCR no puede tomar parte en el desarrollo profesional del negocio, sino como gestor profesional de inversiones en capitales privados (equite private).

Con esta participación definida en el modelo de valoración, se llevaría la participación accionaría del FCR en la empresa y si por algún caso o circunstancia no planteada en este trabajo, el FCR tendría derechos u obligaciones derivadas de esta participación.

8.7. ASPECTOS LEGALES DE LOS NEGOCIOS QUE SURJAN DEL PROCESO DE PREINCUBACIÓN DEL CENTRO DE EMPRENDIMIENTO DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE

Ya definidos los aspectos financieros y económicos de cómo debe ser la valoración de las ideas de negocios, proyectos o empresas preincubadas, se debe llevar la constitución legal, que para ellos estarán expuestas en el Código de Comercio de la República de Colombia; para este efecto, las normas que tengan lugar en la constitución de empresas en Colombia.

La empresa que pretenda financiarse con recursos del FCR de la Universidad del Norte, tendría que constituirse como una empresa o Persona Jurídica de Sociedad Anónima (S.A.), no limitada (LTDA.), ni unipersonal (E.U.), debe ser del régimen Común, no simplificado como lo especifica la DIAN (Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales).

El por qué ser Sociedades Anónimas? Primero que todo, permite el acceso de inversionistas mucho más eficientes, y segundo, mantiene ocultos los socios inversionistas del negocio manteniendo en anonimato el nombre de la Universidad del Norte.

Estos son los aspectos técnicos con que se pretende dar forma al Fondo de Capital de Riesgo (FCR) de la Universidad del Norte.

8.8. ASPECTOS DE MERCADO

8.8.1. Criterios para la selección de la muestra

Para la selección de la muestra, se identificaron aquellas carreras que dentro de su pènsum académico tuviesen incluida la cátedra de emprendimiento, de las

cuales resultaron la Ingeniería Industrial, Economía y Administración de Empresas. La tabla muestra las poblaciones correspondientes a cada uno de estos grupos:

PROGRAMA	POBLACIÓN DE ESTUDIANTES 6-10 SEMESTRE	MUESTRA TEÓRICA	MUESTRA REAL
INGENIERÍA INDUSTRIAL	470	95	109
ECONOMÍA	106	20	19
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS	514	88	75
TOTAL	1090	203	203

***Nivel de confianza: 95%**

****Error muestral: 5%**

El total de la población representa los estudiantes que cursan entre 6to. y 10mo. Semestre, por considerar que éstos, con más del 50% de sus estudios culminados, estarían en capacidad de responder sobre su futuro a nivel laboral y podrían presentar un perfil definido.

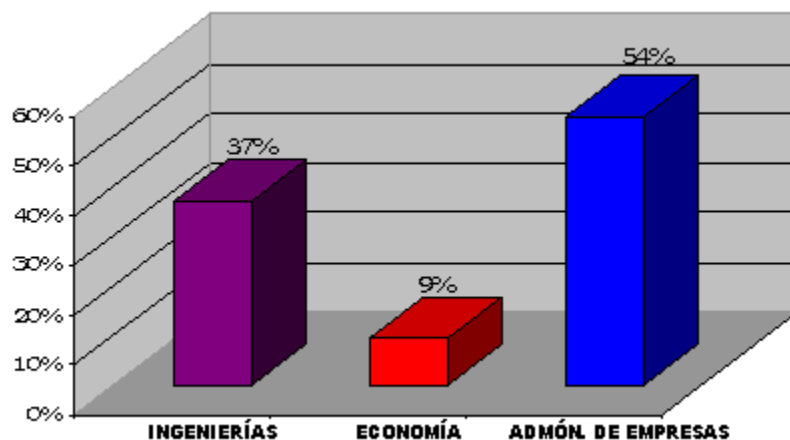
Se aplicó como técnica de muestra el Muestreo Estratificado Aleatorio Simple, donde el estrato corresponde a la carrera cursada, y se aplicó el tamaño de muestra proporcional al tamaño del estrato, es decir, de acuerdo a la población de estudiantes en cada carrera bajo las condiciones antes expuestas.

Inicialmente la distribución de la muestra en teoría, es la que se presenta en la columna tres de la tabla; sin embargo, y debido a algunas limitaciones de campo como los horarios de los estudiantes y los compromisos de los mismos, por exámenes, desarrollo de prácticas empresariales y cruce de horarios, la distribución de la muestra real quedó como se presenta en la columna cuatro, la cual corresponde a una muestra aleatoria tomada de cada estrato identificado.

8.8.2. Características generales de los encuestados

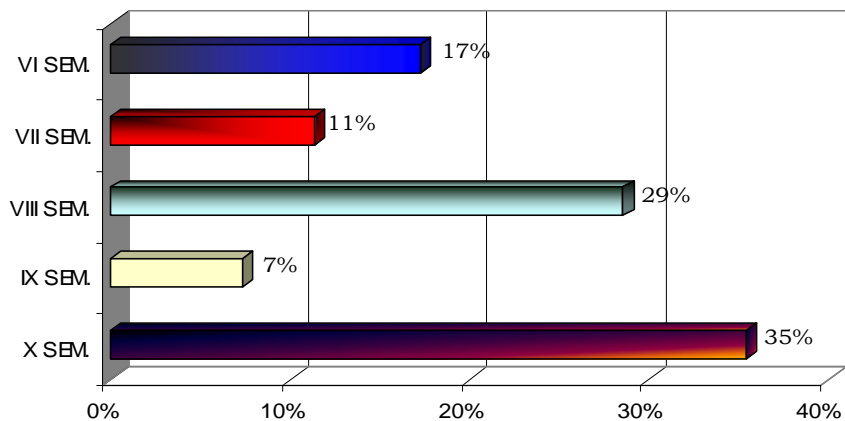
El 54% de la muestra corresponde a estudiantes de administración de empresas, el 37% a estudiantes de ingenierías y el resto a estudiantes de economía.

GRÁFICO 1.
DATOS GENERALES. PROGRAMAS CURSADOS POR LOS ESTUDIANTES ENCUESTADOS



La mayor parte de los estudiantes involucrados en la muestra cursan décimo semestre (35%), seguido de estudiantes de octavo semestre (29%).

GRÁFICO 2.
DATOS GENERALES. SEMESTRES CURSADOS POR LOS ENCUESTADOS



La muestra la componen un 51% de hombres y un 49% de mujeres, de los cuales el 75% no trabaja mientras que el resto ejerce actividades de tipo independiente (7%) o son empleados (18%).

GRÁFICO 3.
DATOS GENERALES. SEXO DE LOS ENCUESTADOS

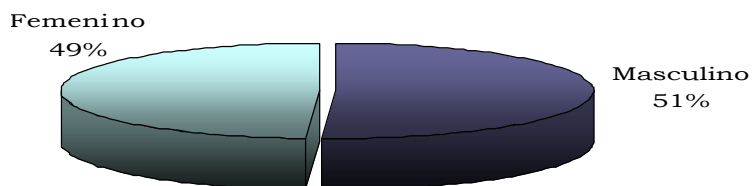
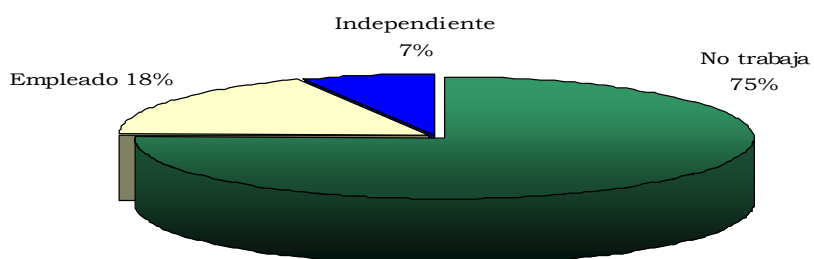
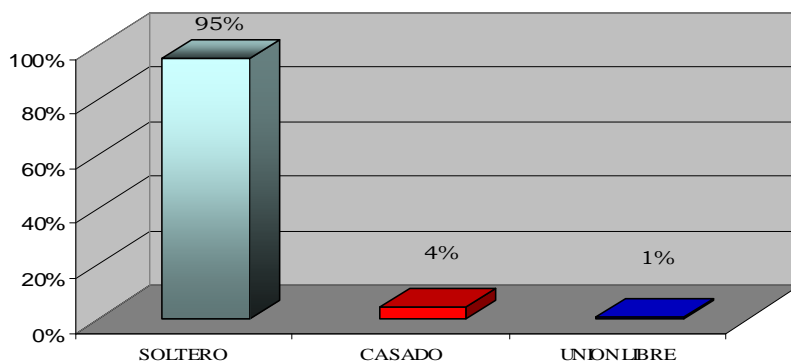


GRÁFICO 4.
DATOS GENERALES. SITUACIÓN LABORAL DE LOS ENCUESTADOS

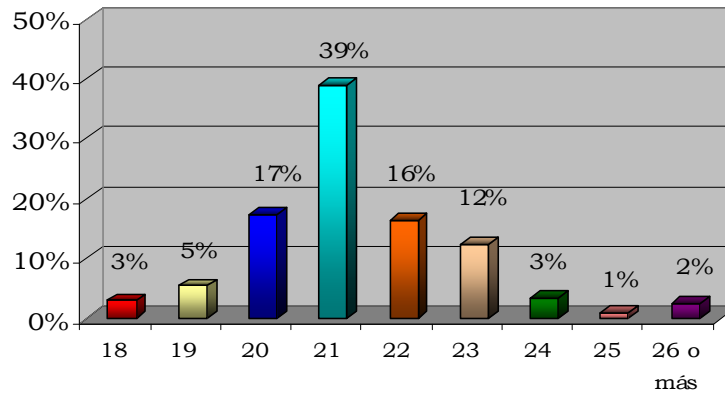


El 95% de la muestra tienen estado civil soltero, y la edad de la gran mayoría oscila entre los 21 y 23 años (84%).

GRÁFICO 5.
DATOS GENERALES. ESTADO CIVIL DE LOS ENCUESTADOS

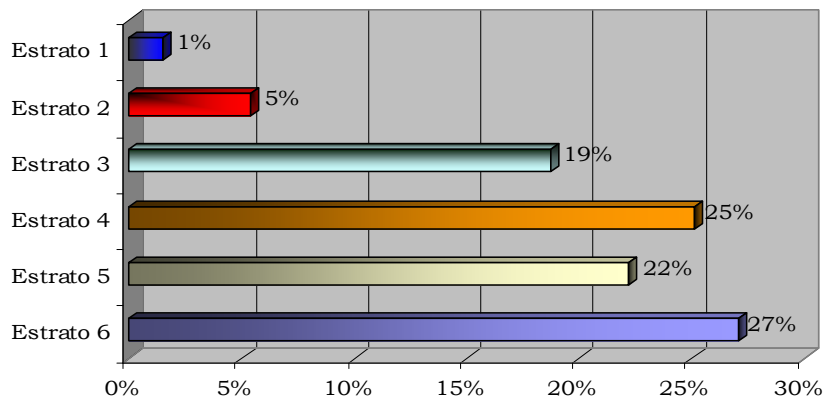


**GRÁFICO 6.
DATOS GENERALES. EDAD DE LOS ENCUESTADOS**



La mayor parte de los estudiantes, como se esperaba, proceden de estratos altos, el 27% es del estrato 6, el 22% del estrato 5 y un 25% del estrato 4. Solo un 6% corresponde a estratos 1 y 2.

**GRÁFICO 7.
DATOS GENERALES. ESTRATO DE LOS ENCUESTADOS**

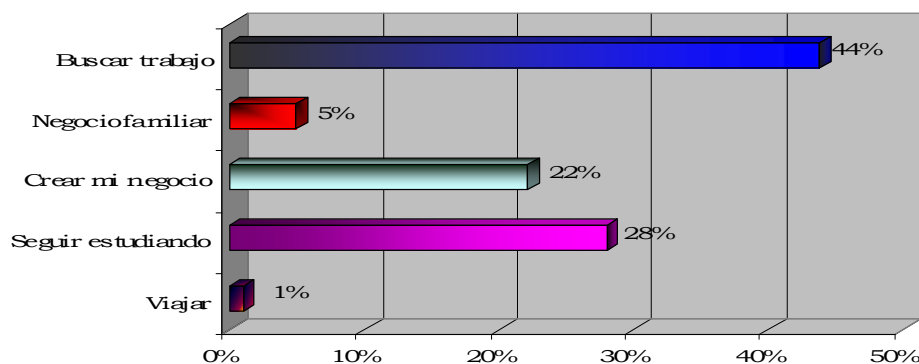


8.8.3. Perspectivas de emprendimiento

A continuación se describen los resultados más importantes, relacionados con las perspectivas de emprendimiento por parte de los estudiantes encuestados, en otras palabras, se trata de obtener conclusiones acerca de la percepción que tienen los estudiantes sobre la actividad emprendedora, como alternativa real de desarrollo profesional y como proyecto de vida.

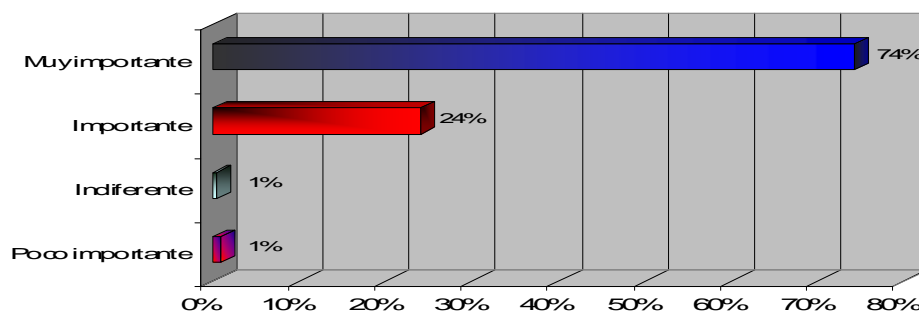
8.8.3.1. La actividad emprendedora como alternativa de corto plazo. Los resultados arrojaron dos conclusiones importantes sobre esta materia, la primera es que la gran mayoría de los estudiantes (44%) tienen como objetivo inmediato una vez culminados sus estudios, buscar trabajo en una empresa, mientras que el 28% piensa seguir estudiando. En este sentido la actividad emprendedora para la mayoría no hace parte de sus planes inmediatos. Sin embargo, y de esto se extrae la segunda conclusión, la quinta parte (22%) de la muestra piensa iniciar su propio negocio o un 5% piensa involucrarse en negocios familiares.

GRÁFICO 8.
PLANES AL TERMINAR LA CARRERA QUE CURSAN



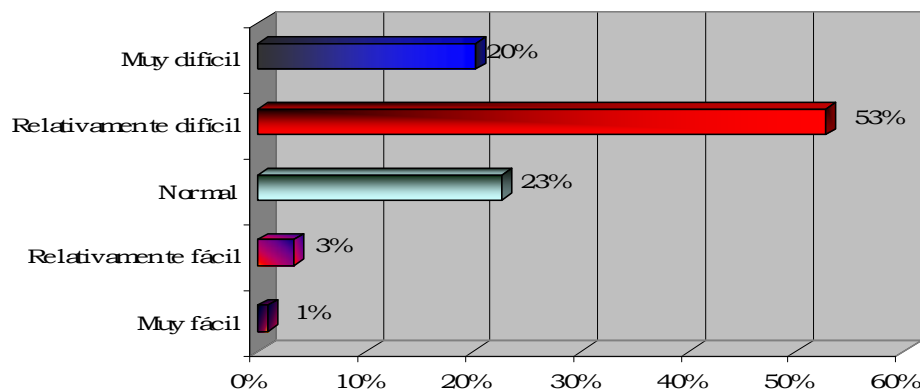
A pesar de los resultados anteriores, el 98% de los estudiantes considera como muy importante o importante la independencia laboral, lo cual puede significar que el intento de crear empresa se conciba en el mediano o largo plazo.

GRÁFICO 9.
IMPORTANCIA DE LA INDEPENDENCIA LABORAL PARA LOS ENCUESTADOS



Consideran que en Colombia no existen condiciones que faciliten la creación de una empresa o negocio, pues, uno de cada cinco, lo consideró muy difícil y otro 53% cree que es relativamente difícil.

GRÁFICO 10.
POSIBILIDAD DE CREAR EMPRESA EN COLOMBIA



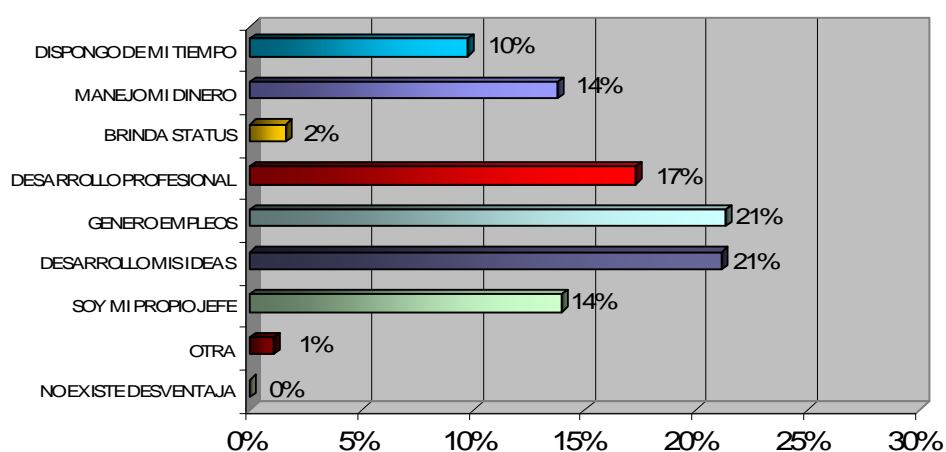
8.8.3.2. Ventajas y desventajas del emprendimiento. La principal ventaja que perciben los estudiantes encuestados de poseer empresa propia es la oportunidad de desarrollar sus ideas (21%) y a su vez la posibilidad de generar empleos (21%). Se destacan también entre las ventajas identificadas la posibilidad de libertad financiera (14%), el manejo propio del tiempo (10%) y poder tener desarrollo profesional (17%), entre otras.

La principal desventaja que identifican los encuestados de tener empresa propia, es la falta de capital disponible (24%). En este mismo sentido, llama la atención que obtienen un alto porcentaje, el alto riesgo (18%) y la incertidumbre sobre los resultados (16%) de emprender, como desventajas identificadas de poseer empresa propia, lo cual indica un porcentaje importante de aversión al riesgo en gran parte de los encuestados.

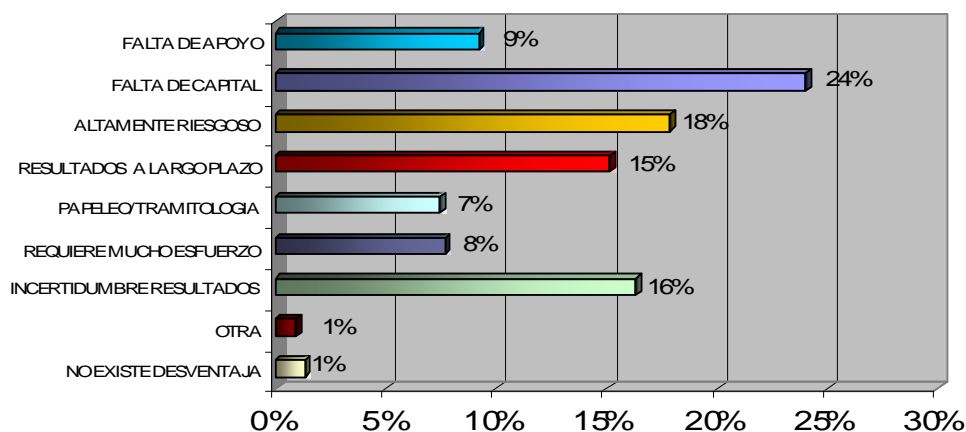
Es importante destacar que otras desventajas de tener empresa identificadas como importantes, es la de no diferenciar entre trabajo y familia, la

responsabilidad propia del fracaso, si éste se llega a dar, la competencia desleal y el costo de oportunidad, entre otras. Adicionalmente se tiene la percepción por parte de la mayoría (53%) que la posibilidad de crear empresa en Colombia es relativamente difícil, y muy difícil para el 20%, solo el 4% lo considera relativamente fácil o muy fácil.

**GRÁFICO 11.
PRINCIPAL VENTAJA DE POSEER EMPRESA PROPIA**

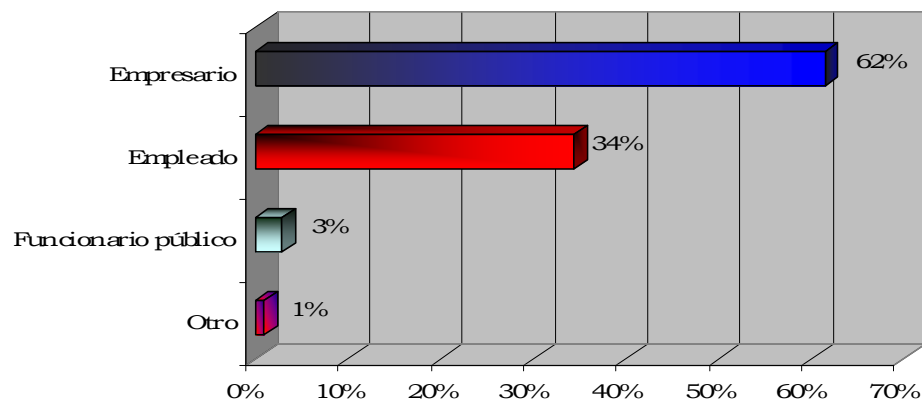


**GRÁFICO 12.
PRINCIPAL DESVENTAJA DE POSEER EMPRESA PROPIA**



En cuanto a la proyección del encuestado ante la sociedad, en el mediano plazo (2 o tres años) el 62% se proyecta como empresario independiente, mientras que el 34% se ve como empleado y un 3% como funcionario público.

GRÁFICO 13.
PROYECCIÓN PROFESIONAL ANTE LA SOCIEDAD



8.8.3.3. Perfil emprendedor. Por la frecuencia obtenida en las respuestas, ante la pregunta sobre los factores que considera importante el estudiante para ser emprendedor, existen diversidad de opiniones y demuestra que este perfil es percibido como el resultado de múltiples factores. A través de una escala de 1 a 5 se valoraron por parte de los estudiantes estos factores.

Para la presentación y análisis de los resultados se calculó un promedio simple que permite ver los factores sobresalientes. Se destacan, entre otros, factores muy subjetivos o que se pueden denominar actitudinales o de carácter no formal como son: Estar motivado (4.7), ser realista (4.2), correr riesgos (4.2), ser honesto o ético (4.3), también se destacan aspectos relacionados con el conocimiento o preparación que debe tener el emprendedor como, conocer de marketing (3.9), y saber de finanzas (3.6), entre otros. (Ver Tabla 1).

TABLA 1.

FACTORES QUE CONSIDERAN IMPORTANTES LOS ENCUESTADOS PARA EMPRENDER UN NEGOCIO (ESCALA DE 1 A 5)

	FACTOR	PROMEDIO CALIFICACIÓN
1.	Trabajar muy duro	4,6
2.	Planificar	4,7
3.	Contar con el apoyo de la familia	3,2
4.	Estar motivado, querer hacer las cosas	4,7
5.	Ser honesto, ser ético	4,3
6.	Correr el riesgo	4,2
7.	Conocer de marketing	3,9
8.	Buscar oportunidades	4,4
9.	Ser realista	4,2
10.	Conocer de finanzas	3,6
11.	Tener confianza en sí mismo	4,5
12.	Ser visionario	4,6
13.	Tener contactos	4,0
14.	Esforzarse	4,6
15.	Innovar, ser creativo	4,6
16.	Conocer el mercado	4,4
17.	Querer o gustarle lo que hace	4,5
18.	Tener suerte	3,0
19.	Contar con el capital necesario	4,4

8.8.3.3.1. Cualidades o características del emprendedor (Autocalificación).

Se autocalificaron 5 aspectos (en una escala de 1 a 5, donde uno es la calificación más baja y cinco la más alta) por parte de los encuestados, que se consideran importantes para determinar el perfil emprendedor.

GRÁFICO 14.
AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR
(RESPONSABILIDAD, HONESTIDAD, COMUNICACIÓN)

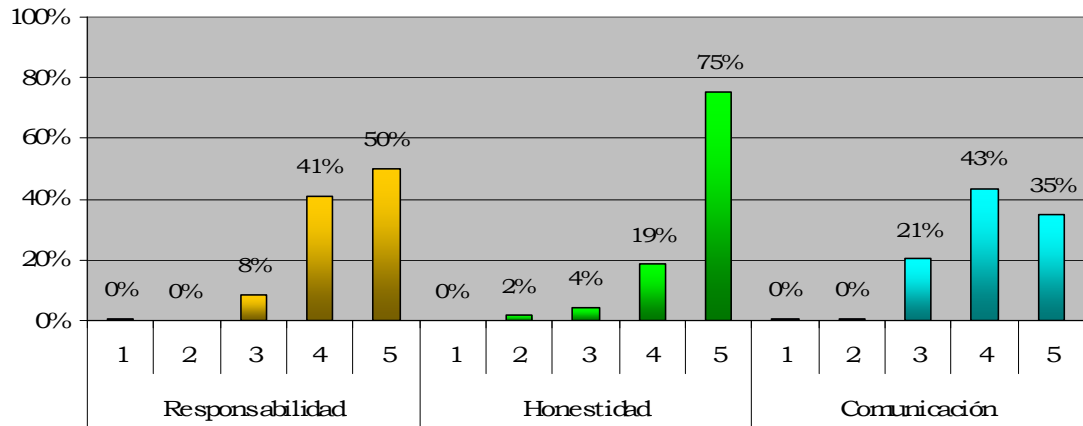


GRÁFICO 15.
AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR
(CAPACIDAD DE ARRIESGARSE, NEGOCIACIÓN, TENACIDAD)

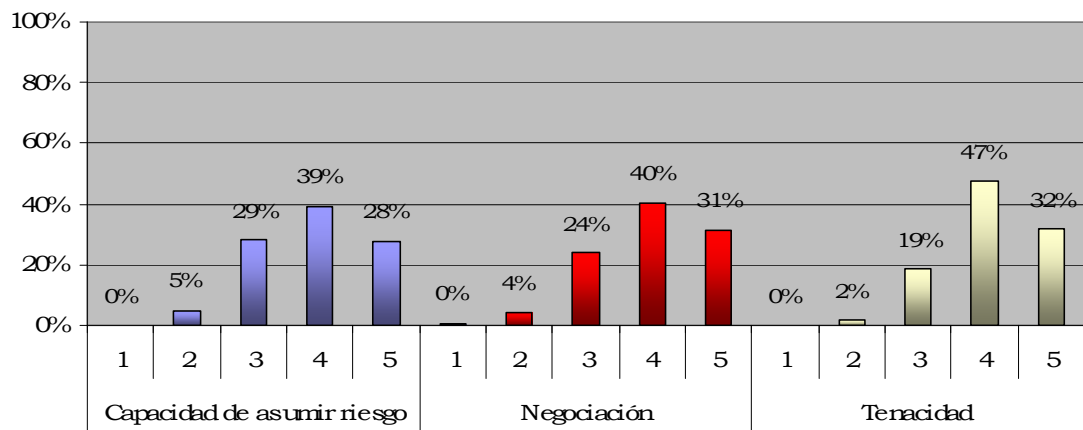
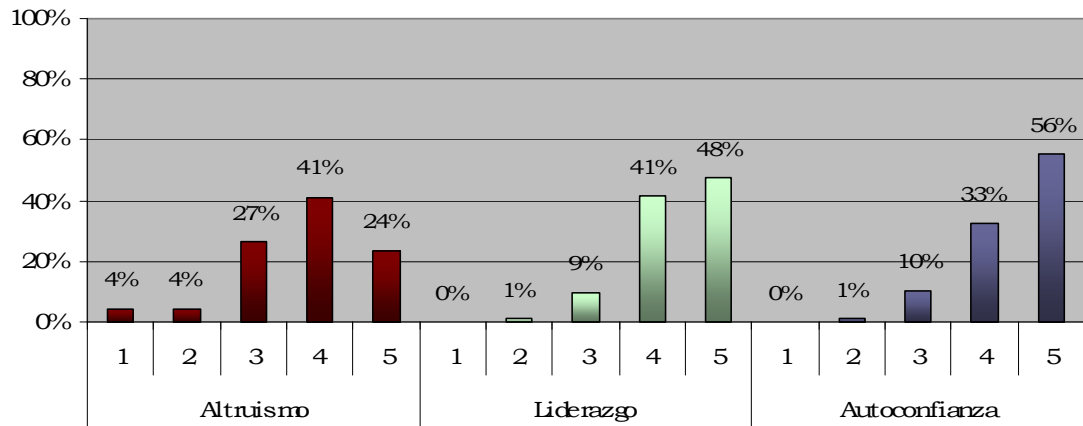


GRÁFICO 16.
AUTOCALIFICACIÓN DE CUALIDADES DE EMPRENDEDOR
(ALTRUISMO, LIDERAZGO, AUTOCONFIANZA)

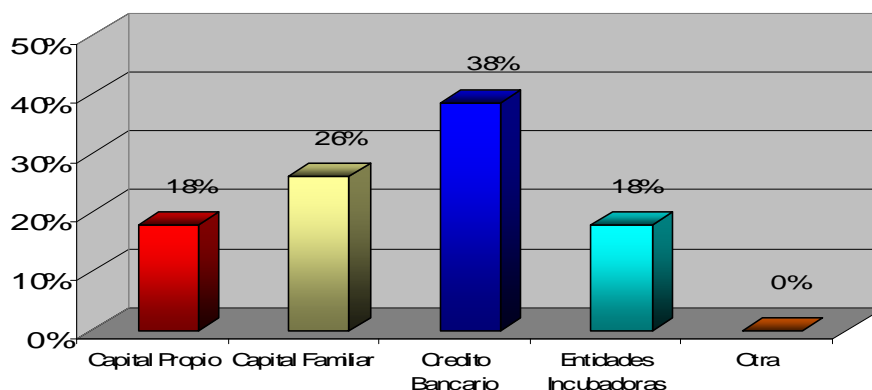


8.8.4. Alternativas de financiamiento

Con el fin conocer las alternativas de financiamiento que los encuestados identifican para emprender un futuro negocio y el grado de conocimiento que tienen sobre estas posibilidades, se efectuaron preguntas en esta dirección y que ayudan a determinar el grado de aversión al riesgo existente.

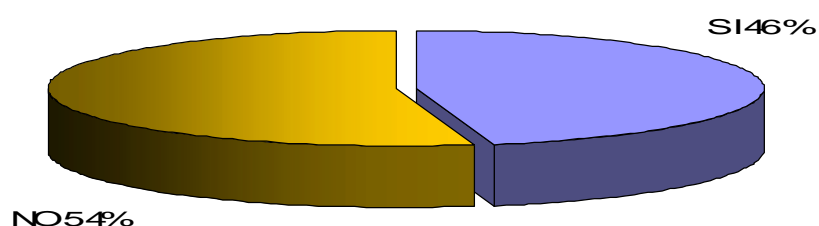
La alternativa a la cual recurriría la mayoría de los encuestados son los créditos bancarios (38%); sin embargo llama poderosamente la atención la baja importancia que se le da a las incubadoras (18%), las cuales constituyen a nivel mundial, hoy día, un mecanismo que ha dado muy buenos resultados. El capital propio y familiar con el 26% y el 18% ratifican el hecho de una importante aversión al riesgo entre los estudiantes.

**GRÁFICO 17.
ALTERNATIVAS PARA FINANCIAR SU NEGOCIO**



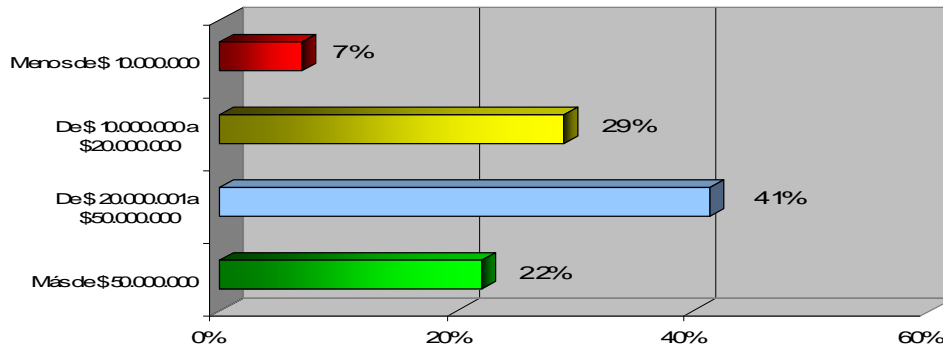
A pesar de los resultados anteriores, el 54% de los encuestados manifestó desconocer entidades que apoyen la creación de empresas. En cuanto a las entidades que manifestaron conocer el 46% restante de los entrevistados, se destacan: Incubar (23%), la Fundación Mario Santo Domingo (14%), el Fondo Emprender del SENA (13%), Fundaempresa (12%), las entidades bancarias (11%), entre otras.

**GRÁFICO 18.
CONOCIMIENTO DE ENTIDADES QUE APOYAN LA CREACIÓN DE EMPRESAS**



Por otra parte, se destaca que el 41% de los encuestados consideren que se requieren entre 20 y 50 millones de pesos para crear una empresa, mientras que el 22% considera que son más de 50 millones de pesos el capital necesario. Un 29% piensa que sólo se requiere entre 10 y 20 millones de pesos.

**GRÁFICO 19.
CAPITAL NECESARIO PARA CREAR EMPRESA**



8.8.5. Experiencia e Iniciativa emprendedora

Las tablas 2 y 3, condensan los resultados obtenidos para conocer, por un lado, la experiencia de los encuestados a nivel de emprendimiento y por el otro, para tener una percepción sobre su iniciativa en esta materia.

**TABLA 2.
EXPERIENCIA EMPRENDEDORA DE LOS ENCUESTADOS**

	SITUACIÓN	SI	NO	NS	TOTAL
1	En los últimos 3 años, ¿Ha iniciado o intentado algún tipo de negocio, incluyendo trabajo independiente?	43%	55%	2%	100%
2	¿Alguna vez Ud., sólo o con otras personas, ha sido propietario de una empresa o trabajador independiente o vende algún tipo de bien o servicio?	76%	11%	13%	100%
3	En los próximos 3 años, ¿Piensa iniciar algún tipo de negocio, incluyendo trabajo independiente?	78%	19%	3%	100%
4	¿Conoce algún tipo de persona que haya iniciado un nuevo negocio en los últimos 2 años?	61%	23%	16%	100%
5	¿Tiene Ud. el conocimiento, habilidad y experiencias necesarios para iniciar un nuevo negocio?	8%	90%	2%	100%
6	¿Alguna vez Ud., sólo o con otras personas, ha tenido que cerrar o liquidar algún negocio o empresa del cual era propietario?	43%	55%	2%	100%

Entre los resultados que se destacan en la Tabla 2, se observa un alto porcentaje (43%) de estudiantes que ha intentado algún tipo de negocio y un 76% ha sido propietario de una empresa o trabajador independiente alguna vez. En cuanto a la iniciativa emprendedora se destaca la percepción de los encuestados sobre el emprendimiento como alternativa o proyecto de vida, puesto que el 56% cree que iniciar un negocio es una alternativa de carrera deseable al igual que el estatus y respeto que se gana al materializarlo (53%) (Ver Tabla 3).

TABLA 3.
INICIATIVA EMPRENDEDORA DE LOS ENCUESTADOS

	SITUACIÓN	SI	No	NS	TOTAL
1.	¿Cree usted que en los próximos seis meses habrá buenas oportunidades para iniciar un negocio en el lugar donde vive?	40 %	30 %	30 %	100 %
2.	¿El miedo al fracaso lo detendría para iniciar un nuevo negocio?	32 %	59 %	9%	100 %
3.	¿Cree usted que en Colombia la mayoría de la gente prefiere que todas las personas tengan un nivel de vida similar?	27 %	60 %	13 %	100 %
4.	¿Cree usted que en Colombia la mayoría de la gente considera que iniciar un nuevo negocio es una alternativa de carrera deseable?	56 %	34 %	10 %	100 %
5.	¿Cree usted que en Colombia aquellas personas que son exitosas al iniciar un nuevo negocio, tienen un alto estatus y respeto?	53 %	34 %	13 %	100 %
6.	¿En los medios de comunicación de Colombia se pueden ver, con frecuencia, historias exitosas sobre nuevos negocios?	51 %	37 %	12 %	100 %

9. EVALUAR LAS DIFERENTES OPCIONES DE FINANCIACIÓN Y EL CAPITAL NECESARIO PARA LA INICIACIÓN DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO

La financiación es el proceso de otorgar capital a un tercero, ésta puede ser a través de un proceso de capitalización o a través de un préstamo, e indiferente a cualquiera de las condiciones, las financiaciones son las fuentes y el uso de ese recurso tendrá un efecto en el activo de la empresa, por lo tanto, en este capítulo vamos a hablar de las fuentes y como éstas van afectar la estructura de capital de las empresas preincubadas en el centro de emprendimiento de la Universidad del Norte, adicionalmente y como finalización de este capítulo, vamos a tocar cuáles serían los recursos necesarios para colocar en funcionamiento el Fondo de Capital de Riesgo.

9.1. PROCESO DE INVERSIÓN O DE APALANCAMIENTO DE RECURSOS POR PARTE DEL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE A LAS EMPRESAS PREINCUBADAS Y DEFINICIÓN DEL PORCENTAJE MÁXIMO DE INVERSIÓN O APALANCAMIENTO.

Como ya se mencionó en el marco teórico y se detalló de forma conceptual en el capítulo II, en lo que se define como aspectos técnicos; en este inciso del presente capítulo, trataremos de establecer los aspectos de inversión o financiación de recursos por parte del FCR a las empresas preincubadas, inicialmente se tiene que definir cuáles son los recursos en que se va invertir, porque no necesariamente todas las inversiones tienen que estar relacionadas con la entrega de recursos dinerarios, esta inversión puede estar sujeta a la entrega de activos fijos (CAPEX), activos intangibles de reconocida valoración o

aquellos recursos diferentes al dinero, pero que tenga un valor significativo dentro de la empresa preincubada, en esta parte inicial el FCR no tiene previsto otorgar recursos para capital de trabajo (es decir inventarios, cuentas por cobrar o dejar recursos en las cuentas de disponible por un tiempo superior a un año), porque se estima que pueden ser activos fijos específicos, la Universidad del Norte, poder de compra, va a tener la facilidad de adquirir ciertas clases de activos (computadores, muebles y equipos, vehículos, entre otros) con la facilidad de obtener unos descuentos significativos, o que la universidad pueda entregar equipos en obsolescencia para ésta, pero de gran impacto para la empresa preincubada.

La definición de la inversión está sujeta a la necesidad de los recursos para dar inicio al proyecto, estos recursos tienen que estar presentados en el análisis económico y financiero de los proyectos preincubados.

Aportes de capital FCR	25.000.000
Aportes Socios Emprendedores	50.000.000
Total Disponible	75.000.000
Capital de Trabajo	50.000.000
Vehiculo	15.000.000
Equipo de Oficina	10.000.000
Propiedad Planta y equipo	0
Total Activos fijos	75.000.000
Investigacion y Desarrollo	0
Total Inversión	75.000.000

* Modelo planteado en el archivo de Excel Valoración de Emp. Servicio Tesis MBA

Otro punto importante para definir cuantía de inversión, como los aportes que va a entregar el fondo no son para inversión indefinida en el tiempo como lo sería de inversores ángel o como lo sería de un inversionista estratégico para el negocio o proyecto, el FCR de la Universidad del Norte tendría que estar sujeto a las restricciones de las políticas de créditos y de inversión como si fuera más un acreedor, es decir los recursos serían tratados como un pasivo aunque hagan parte del patrimonio (en algunos casos podría darse una inversión indefinida o la

inversión tendría un efecto de crédito a largo plazo tipo Corporación Financiera), para esto se define que la inversión inicial que podría entregar el FCR de la Universidad del Norte a los proyectos preincubados sería como máximo el 30% de la inversión inicial de dicho proyecto y en algunos casos, previa autorización del comité de inversiones del FCR de la Universidad del Norte, una inversión hasta el 35% de la inversión inicial para la iniciación del proyecto, dicho tope de inversión está acorde a los otros FCR existentes y acorde a las políticas actuales de crédito, es decir, procurar que las inversiones no coloquen a los proyectos en posición de Default (cesación de pagos) y colocar en riesgo la solvencia del FCR de la Universidad del Norte; es importante aclarar que dicha inversión no va significar la participación de igual manera en la empresa, es decir por haber invertido el 30% de la inversión inicial, el FCR de la Universidad del Norte va tener el 30% de los aportes sociales de la empresa, no, la participación del FCR va a estar sujeta a la participación que resultare del proceso de valoración a través del método del flujo de caja descontado, es decir la participación del FCR de la Universidad del Norte va tener una participación de la inversión que ésta hizo sobre el valor patrimonial arrojado del proceso de Valorización, por lo tanto, dar el 30% del total de la inversión inicial no significa tener el 30% de la empresa, este valor puede significar un 20%, un 15%, eso dependería de dicha valorización, la fórmula matemática para determinar dicha razón, sería definiendo al numerador como el valor de inversión del FCR en la empresa preincubada, y el denominador sería el valor patrimonial arrojado por la valorización de dicho proyecto.

9.2. PROCESOS DE RETORNO DE LOS RECURSOS APALANCADOS POR EL FCR DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE A LAS EMPRESAS PREINCUBADAS EN EL CENTRO DE EMPRENDIMIENTO

Qué es el proceso de descapitalización, es aquel proceso donde la participación patrimonial de una empresa disminuye a causa de la compra de esta misma, de la participación accionaria de un inversionista cualquiera, con algunos fines específicos, disminuir el costo de capital debido a la disminución de la

participación patrimonial en la estructura de capital y otro motivo. es la toma de control por parte de la empresa, tomando o adquiriendo la participación de un inversionista, dicha compra se hace con recursos propios en la mayoría de los casos. Teniendo en cuenta que la participación de la Universidad del Norte en las empresas preincubadas, es de término temporal definido por el tiempo estimado de retorno, adicionalmente los recursos significarían el flujo de caja de ingresos retorno o el flujo de caja predecible en algunos casos. En este inciso se pretenderá definir los procesos de retorno del capital invertido por parte del FCR de la Universidad del Norte, los más opcionados para este tipo de proyectos, utilizando como referencia la literatura sobre este tema.

Dentro de los procesos de Retorno, este estudio pretende plantear tres esquemas: el primero, descapitalización de Recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte; el segundo, la venta a un socio estratégico de la participación total o parcial de la participación del FCR de la Universidad del Norte y; por último, la venta a inversionistas que consideren rentables la inversión en dichos proyectos, esta opción estaría muy vinculada a que la empresa entre en proceso de venta al mercado público de valores.

9.2.1. Proceso de descapitalización de los recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte

Este es el esquema más recomendado por parte de este estudio, y del cual se calcula la maduración de los recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte.

En este esquema, la salida de los recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte (aportes iniciales de los proyectos), las proyecciones financieras toman fuerte relevancia, debido a que una buena proyección permitirá reducir de manera sustancial el riesgo de no pago por parte de las empresas preincubadas, esto se basa en que el pago de las cuotas de amortización del

capital aportado por el FCR de la Universidad del Norte tendrá que ser ajustado en los flujos de caja de las empresas preincubadas y dichos flujos tendrán que tener la rigurosidad exigida como en una institución financiera.

➤ ¿Como Funcionaría el esquema?

Este esquema funcionaría de la siguiente forma, los excedentes de caja que valla generando el proyecto se ajustarían para que período tras período la empresa valla descapitalizando y de esta forma retornando los recursos al FCR, adicionalmente estos recursos es ajustarían a la tasa del Costo de patrimonio del proyecto o empresa, el cálculo del Costo del patrimonio ya debe estar calculado con rigurosidad ajustado al costo del capital de dicho proyecto.

Costo Patrimonio	19%														
Periodos	2.006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL			
Inversion en millones	10														
Saldo Inversion		12	14	17	16	13	10	6	3	1	0				
% de Descapitalizacion	0%	0%	0%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	100%				
Descapitalizacion	0	0	0	3	5	5	5	3	2	1	0	24			
Saldo Capital	10	12	14	13	11	8	5	2	1	0	0				
FLUJO DEL FONNORTE															
Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	TOTAL			
Flujo	-10	0	0	3	5	5	5	3	2	1	0	25			
TIR	19%			2	2,4	2,24	1,68	1,008	0,4704	0,16128	0,0403	10			
Maduracion del Flujo	4,96	0	0	6	9,6	11,2	10,08	7,056	3,7632	1,45152	0,4032	49,554			

El diagrama de flujo de caja muestra una línea horizontal que representa el tiempo. Una flecha vertical hacia arriba en el punto 0 indica una inversión inicial de 10. Desde el punto 0, se extiende una línea horizontal hacia la derecha. En los puntos 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 y 10, se muestran flechas verticales hacia abajo que representan flujos de caja positivos. Los valores de estos flujos son: 0 (en 2007), 0 (en 2008), 3 (en 2009), 5 (en 2010), 5 (en 2011), 5 (en 2012), 3 (en 2013), 2 (en 2014), 1 (en 2015) y 0 (en 2016). Los años correspondientes están etiquetados debajo de la línea horizontal.

Tabla de aportes a la amortización del proceso de Descapitalización de recursos.

* Modelo planteado en el Archivo de Excel Fondo de Capital de Riesgo de la Uninorte.

La Ventaja de este esquema radica en la previsión del Flujo de Caja del FCR de la Universidad del Norte, adicionalmente involucra un retorno más cierto y adicionalmente permite calcular la maduración del Flujo, entiéndase como maduración, el tiempo transcurrido entre el desembolso de los recursos y el retorno del capital invertido, sin incluir los rendimientos esperados; en términos

financieros, la determinación del tiempo de maduración de una inversión, es un indicador de medición de riesgo y volatilidad, es decir, a una mayor maduración se incurriría en un mayor riesgo del retorno de la inversión, el concepto y cálculo de la maduración en todos los proyectos evaluados o sujetos a inversión por parte del FCR, es indicador para formar el portafolio de inversión, debido a que la maduración de los proyectos tiene que estar ajustada a la política de inversión del FCR.

Otro modelo planteado en este esquema, es el retorno de la inversión, a través de un proceso de amortización, muy parecido a las amortizaciones que plantean los establecimientos de crédito, el cual es asignar una cuota fija, en un tiempo establecido y calculado con una tasa, que podría definirse con una tasa de referencia tipo de DTF más Spread adicional, dependiendo del riesgo de cada proyecto.

9.2.2. Esquema de venta de la participación de FCR a un Inversionista Estratégico para la empresa

En este esquema el fondo recuperaría su inversión a través de la venta total o parcial de la inversión que éste tiene en la empresa preincubada, a un inversionista estratégico que le agregue cierto valor al desarrollo del objeto social de la empresa preincubada, donde el inversionista no solo mira el potencial de crecimiento de la empresa preincubada como un factor de inversión, sino que la inversión le puede generar valor a él.

Tipo de empresas que puedan convertirse en proveedores de grandes compañías y que vean en este pequeño o mediano empresario una alternativa de crecer no solo vertical sino horizontal.

En este esquema la venta se haría después de un proceso de valorización de la empresa preincubada, la tasa de descuento es el costo de capital promedio

Interamericano de Desarrollo - BID, la Asociación Colombiana de Fondos de Pensiones y Cesantías – Asofondos de Colombia, la Andi, Proexport, las Cámaras de Comercio de Bogotá y Medellín para Antioquia y el gobierno nacional a través de la Superintendencia Financiera.

El objeto principal de este programa es la consecución de recursos económicos para las PYMES a través del Mercado Público de Valores, además este programa tiene un segundo componente denominado impulso a los Fondos de Capital privado y de Riesgos, los cuales son vehículos para la inversión.

La emisión primera en el mercado público de valores no solo tiene el objeto de obtener fondos para financiamiento, sino las mejoras de las estructuras de Capitales buscando una estructura óptima.

Estos son los principales componentes:

Apoyo a emisores Primera Vez

- » Entrega de bono de emisión a las empresas que emitan acciones (US \$12.000) y bonos (US \$10.000).
- » Apoyo por parte de todas las entidades para el proceso de emisión.
- » Acompañamiento a empresas que ingresan por primera vez.
- » Contacto con empresas exitosas del sector que han estado en el mercado de capitales.
- » Acercamiento a banqueros de inversión, asesores legales, firmas comisionistas y calificadoras para vincularlos al proceso.

Conformación de fondos de Capital privado

- » Acompañamiento a empresas que ingresan al programa.
- » Acompañamiento a gerentes de fondos potenciales de capital privado.
- » Realización de ruedas de negocio para acercar a empresas e inversionistas.

- » Asesoría nacional e internacional sobre fondos de capital privado y riesgo.

Capacitación y Formación

- » Contactar a un número amplio de empresas y emisores potenciales.
 - » Seminarios en diferentes ciudades del país.
 - » Elaboración de cartillas del mercado de valores.
 - » Documentación y difusión de Casos exitosos.
- Fuente de la Cámara de Comercio de Cali.

El marco regulatorio se fundamenta en la Resolución No. 470 de 2005 que reglamentó los Fondos de Capital Privado de la Superintendencia de Valores (Fusionada en la Superintendencia Financiera).

La propuesta de este esquema es que la venta se haga a través de una primera emisión en el Mercado Público de valores a través del programa en mención. El desarrollo de la venta de los recursos aportados por el FCR de la Universidad del Norte, es que las empresas que se matriculen en este programa tienen que cumplir no solo las normas y políticas desarrolladas por el FCR de la Universidad del Norte sino todas las políticas dispuestas por el programa Colombia Capital; la maduración de estas propuestas estimaría empresas que tengan por lo menos más de tres años de iniciación, es decir, la recuperación parcial o total por el FCR de la Universidad del Norte sería más o menos en dicho plazo; tienen un límite hasta de 6 años, plazo más menos definido, para la recuperación de recursos invertidos en empresas nuevas o incubadas.

Otro punto que se presenta en este esquema, es la búsqueda de financiamiento o de ventas a través de ruedas de negocios donde se obtenga la venta de los proyectos a nuevos inversionistas que paguen la participación del FCR de la Universidad del Norte; los valores o recursos que se paguen por estos proyectos serían los que resulten de las valoraciones de éstos, igual como se planteó en el esquema de venta a un inversionista estratégico.

9.3. ESTRUCTURA DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO

Lo primero es definir qué es un portafolio de inversiones, un portafolio de inversiones es un conjunto de activos que pueden ser de una persona natural o de un inversionista institucional, los activos pueden ser activos mobiliarios, tales como: acciones, comodites, bonos, títulos de deuda, productos derivados, entre otros, también pueden ser activos inmobiliarios, tales como: bienes raíces, terrenos y equivalentes de caja; el objeto de un portafolio es la diversificación del riesgo a través de la diversificación de la inversión, que puede ser la combinación de cierta cantidad de activos, con el fin de obtener la mejor rentabilidad con un menor riesgo.

El objeto de la estructuración del portafolio de inversiones del FCR es cumplir con los siguientes criterios:

- La diversificación de la inversión en los proyectos.
- La eficiencia de la inversión.
- El poder de negociación.
- Cumplir con unos objetivos de inversión.

9.3.1. Determinar la rentabilidad para un nivel de riesgo dado

La idea de determinar la rentabilidad, es definir la relación existente entre las ganancias esperadas en el valor del dinero en el tiempo, incluyendo la valoración y sus rendimientos, y el riesgo medido en la posibilidad de perder una inversión o que ésta dé la rentabilidad esperada en el tiempo, y poder medir la incertidumbre como una medida estadística, además de esto, definir las metas de rentabilidad para cierto tipo de activos o de inversiones; para este tipo de inversión se estima que la rentabilidad del FCR es la que se define en las políticas de inversión conforme a las realidades de los proyectos, se tendrá en cuenta la rentabilidad

esperada para los FCR, es decir una rentabilidad entre el 20% y el 30%, tasas expresadas en Efectivo Anual.

Las tasas de referencia serán los costos del patrimonio de los proyectos preincubados.

El nivel de riesgo estará sujeto a la maduración de los proyectos, para esto se definirá una maduración dada o suministrada por el comité de inversión, teniendo en cuenta la maduración promedio de proyectos de emprendimiento. Para este trabajo se definió una maduración objetivo de 5 a 6 años, la maduración es el indicador de riesgo representado en el plazo de las inversiones efectuadas, entendiéndose como el tiempo restante entre la fecha actual y el vencimiento del proyecto y que define que una mayor maduración o duración, se entiende como un mayor riesgo.

Estructura del Portafolio del Fondo de Capital de Riesgo de la Uninorte					
Metodo CAPM de Estructuración del Portafolio					
Inversiones	INV A	INV B	INV C	INV D	Vi
Periodos - Años	0%	65%	35%	0%	100%
1	0	1	0	0	
2	0	2	0	0	3
3	3	3	0	0	3
4	3	4	0	0	4
5	3	5	10	0	5
6	4	6	9	0	6
7	4	7	8	0	7
8	5	8	5	0	8
9	2	9	4	0	9
10	1	10	3	0	10
Maduración	5.59	6.10	6.39	5.93	
TIR de los Proyectos	18.00%	20.00%	21.00%	19.00%	
Maduración del Port.	6.20	Años			
TIR del portafolio	20.35%				
Maduración DADA	6.20	Años			

* Modelo planteado en el Archivo de Excel Fondo de Capital de Riesgo de la Uninorte.

9.3.2. Administración y Gerencia del Portafolio

Dependiendo de la estructuración orgánica del fondo, como se planteó en el capítulo II del presente trabajo, si se crea una fundación o la creación de un

patrimonio autónomo. Si se toma la opción de la fundación, la administración del fondo queda en cabeza del gerente de la fundación, que se apoyará de una cantidad ya definida de analistas; si se toma la opción del patrimonio autónomo, la gerencia del fondo quedará en cabeza del comité conformado para dicho patrimonio.

El administrador del fondo es el que define con su equipo de trabajo o su respectivo comité, las metas de riesgo y rentabilidad, la estructuración del fondo (selección de activos o proyectos), define el filtro y la selección de las inversiones, administración del riesgo y la excelencia en la selección de los proyectos.

9.3.3. Estructuración y definición del esquema de portafolio

Existe una diversidad de estructuración de portafolios los cuales pueden ser de forma aleatoria o científica, tales como portafolios escalonados entre otros, para este tipo de inversiones, tales inversiones en capital privado o capital de riesgo. La mejor forma de conformar o estructurar un portafolio es a través del método CAMP (costo de capital promedio ponderado), donde se conformaría un portafolio ponderando la maduración o duración de éste con la tasa interna de retorno, donde la sumatoria de las inversiones no pase del 100% del capital definido para invertir.

9.4. FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE LA UNIVERSIDAD DEL NORTE Y UTILIZACIÓN DE LAS UTILIDADES QUE LLEGASE A GENERAR EL FCR

El objeto de definir las fuentes de financiación del Fondo de capital de Riesgo de la Universidad del Norte, es saber de dónde es el origen de Fondo y cuál es el objeto de los orígenes de Fondos, se estima que los recursos procederán de recursos propios aportados por la Universidad del Norte o una suma de recursos

aportados por empresas domiciliadas en Barranquilla o a nivel nacional y que vean en este proyecto un potencial de desarrollo; adicionalmente se podría pensar que más adelante, dicho Fondo de Capital de Riesgo podría financiarse a través de un proceso de Titularización del flujo de caja procedente de los retornos de los procesos de amortización de las deudas de los preincubados.

Aunque esta estrategia de financiar el FCR es algo remota actualmente, es la que a futuro le podría permitir un dinamismo propio que otorga el mercado de capitales.

Para la creación del Fondo de Capital de Riesgo se estima que éste debe iniciar con un capital igual o superior a 300 millones anuales, con el capital inicial la empresa tiene la capacidad de, por lo menos, financiar unos 10 proyectos como máximo por año, ahora, definir una cuantía óptima, eso depende de las posibilidades de caja que puedan tener las empresas que aporten a este proyecto, o los recursos que tenga destinado la Universidad del Norte, para invertir.

Lo otro que hay que estimar y cuantificar en su momento, son los recursos para mantenimiento del Fondo, definir una cifra ahora, no es razonable, ya que hay que tener en cuenta muchas variables que no son sujeto de esta investigación, ahora bien, se espera que el fondo se pueda sostener con recursos propios, pero esto no va pasar por lo menos al cabo de dos o tres años de funcionamiento, hay que recordar que el desembolso o los procesos de descapitalización de los recursos aportados por el FCR a las empresas preincubadas puede demorar entre tres y cinco años, como se definió y explicó en capítulos anteriores.

Otro punto de gran relevancia e impacto dentro de la comunidad de la Universidad, son las utilidades que comience a generar el fondo por su operación a partir del retorno del capital invertido en las empresas o proyectos preincubados del Centro de emprendimiento de la Universidad del Norte. Los excedentes del

Fondo de Capital de Riesgo, procedentes de sus utilidades, siguiendo el carácter no lucrativo de la Universidad del Norte y teniendo en cuenta que un fondo de capital privado poco o nada invierte en activos fijos inmobiliarios que no implican un retorno de capital a mediano plazo tipo terrenos, edificios, entre otros, pueden destinarse para las siguientes situaciones: la primera, a destinar esos recursos como Capital Semilla no reembolsable a empresas de alto impacto social siguiendo los mismos criterios a los que están sujetos los proyectos o empresas preincubadas en el centro de Emprendimiento de la Universidad del Norte y la otra, la destinación de esos excedentes para becas Roble Amarillo.

10. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo se pudo ver que existe el potencial para crear un mercado de capital riesgo sólido en el país. Ello lo demuestran las más de 300 empresas de alto crecimiento que se crean anualmente y de las cuales al menos 30 son de muy alto crecimiento. También existen alrededor de 3000 personas con riqueza y experiencia y con capital como para crear los 5 Fondos de Capital Riesgo activos, cifras suficientes como para cubrir la brecha de financiamiento que existe en el mercado.

Lamentablemente el sistema de capital riesgo poco desarrollado hace que sea necesario el fomento por parte de políticas públicas para crear incentivos para que, tanto actores principales como promotores de este mercado se involucren activamente en su desarrollo. El trabajo presentó una serie de instrumentos de posible aplicación, clasificados entre aquellos destinados a promover un mejor contexto y los que permiten que emprendedores, inversores ángeles y fondos de capital de riesgo se involucren más activamente.

Otro punto importante en crear o crear posibilidades de desarrollo de fondos de capital privados destinados al capital de riesgo o la creación de empresas o la financiación de PYMEs en etapas tempranas de crecimiento en desarrollo, es la falta de opciones de financiación y más que todo cuando encontramos una banca de inversión o créditos de fomento en su gran mayoría concentrados en el triangulo de oro de Colombia (Bogotá, Medellín y Cali). La última empresa de ese estilo que tenía sede en una capital de la región del Caribe Colombiano, fue la

Corporación Financiera del Norte, la cual fue motor de muchas empresas que operan actualmente en la región. Teniendo en cuenta este panorama y ante la falta de alternativas de financiación que tenemos actualmente, vemos muy favorable la creación o desarrollo de dichos fondos. Por otro lado, existe en la actualidad alta liquidez en la economía colombiana, con tasas de crecimiento sostenibles, esa es otra situación que favorece tales iniciativas, sin olvidarse de los impulsos que se están dando en el mercado de capitales, como la puesta en marcha por el gobierno de democratizar ECOPETROL, ISAGEN, entre otras.

Por otro lado, Barranquilla tiene que avanzar en la creación de una cultura de mercado de capitales, tema poco profundizado. Está demostrado que un mercado de capitales eficiente y amplio, mejora las posibilidades de alcanzar grados de desarrollo superiores a los actuales, es por eso que los fondos, además de ser mecanismos adecuados a la hora de apalancar proyectos, pueden ser también alternativas altamente atractivas, ya que éstos pueden servir de plataforma a la hora de captar recursos para apalancar proyectos y posicionarse dentro de tal mercado. Esta es una labor que debemos comenzar ahora, existen los medios y las posibilidades, podemos rescatar esa pujanza que hemos dejado rezagada y la hemos entregado a otros. Necesitamos crecer sosteniblemente y por ende, la Universidad del Norte y Barranquilla, no se pueden quedar atrás.

RECOMENDACIONES

Las inmensas dificultades que los jóvenes aspirantes a emprendedores en la región encuentran a la hora de obtener financiación para proyectos de emprendimiento, es un hecho ampliamente conocido en Latinoamérica y, por ende, en Colombia. Los resultados del presente estudio muestran que los encuestados reconocen estas dificultades para encontrar financiación a una idea de negocio, lo cual justifica de manera contundente la creación de alternativas de financiación; pues 1 de cada 5 encuestados tiene como propósito la creación de

una empresa una vez culminados sus estudios, cifra bastante significativa si se tiene en cuenta este tipo de limitaciones.

Es esencial la implantación de un sistema de valores sociales universitarios, que haga la toma de riesgos una característica destacada e importante. Esto debe ir acompañado, por supuesto, del acceso a fuentes de financiación que permitan hacer de una idea de emprendimiento, una realidad.

Con relación al tema del análisis de riesgo de crédito. Algo importante es dejar bien definido que las personas que confeccionan los flujos, tienen que ser diferentes a las personas que hacen los análisis, no se debe dejar pasar ningún punto por descontado, no se debe dejar la decisión en unas pocas variables claves.

Con relación a los aspectos de constitución del Fondo, vemos razonable y fácil de realizar la creación del fondo bajo el esquema de un patrimonio autónomo, del cual existe como referencia Bancoldex, que propuso crear el Fondo como un patrimonio autónomo, administrado por Fiducoldex.

Definir de manera flexible los requerimientos para facilitar el acceso al capital semilla, a través del FONDO DE CAPITAL DE RIESGO asegurando la supervivencia del fondo, teniendo presente el objetivo fundamental del mismo, como es la creación del mayor número de empresas posible, por iniciativa de los estudiantes o egresados de la Universidad del Norte. Para ello, es fundamental que la población objetivo reconozca en las entidades incubadoras una alternativa financiera importante para emprender una idea de negocio.

Con relación a la hora de que los recursos sean apalancados por el Fondo, se recomienda que la mejor opción es el proceso de descapitalización de recursos por parte de la empresa apalancada a través de una amortización de este dinero, debido a que el fondo debe, por él solo, lograr su sostenimiento de una forma

predecible; las otras dos opciones aunque también bastante atractivas, se dejan más para Ángeles Inversores o para Fondos de Capital Privado; ejemplos tales como *TRIBECA PARTNERS*, fondo de capital privado de origen Colombiano, dicho fondo opera en entrar a un mercado o negocio por espacio de un tiempo, desarrollarlo, madurarlo y venderlo.

En la población encuestada existe una marcada iniciativa de emprender ideas de negocio, pues 3 de cada 5 encuestados desea proyectarse como empresario y 3 de cada 4 consideran muy importante la independencia laboral. De la misma forma, situaron la planificación como el factor de mayor relevancia para emprender un negocio.

En cuanto a financiación para la creación de empresas, los entrevistados consideran alternativas como el crédito bancario, los recursos familiares y propios, por encima de las entidades incubadoras, pues sólo uno de cada cinco reconoció esta posibilidad como la fuente para apalancar sus ideas de negocio.

.....

BIBLIOGRAFÍA

AERNOUDT, R. (2002). Business Angels; Should they fly on their own win, Venture Capital, 1, 2. 187-195.

BARBIELD, Jerse y KINNEY, Michael. Contabilidad de Costos. p. 110 2006.

BHIDE, A. (2000). The Origin and Evolution of New Business, Oxford University Press.

CARULLO, J.C. (2003). Actores claves de la industria de capital de Riesgo.

CONTRERAS, Marco Elías. Formulación y Evaluación de Proyectos. Unad Editorial 1997.

DOUGLAS. E.J., and Shepherd, D. (2002). Exploring investor readiness; assessments by entrepreneurs and investors. Venture Capital. p. 236.

DE LA PEÑA, Alberto. Proyecto Empresarial. p. 264. 2004.

FERNANDEZ SÁNCHEZ, Esteban. Estrategia de Innovación. p. 178 2003.

JACONSOHN, y COCHILLO, A. (2004) Inversores Ángeles. New Venture Financing Action-Research and Demonstration Project.

KANTIS, H; ANGELELLI, P y GATTO, F. (2002). Nuevos emprendimientos y emprendedores; de qué depende su creación y supervivencia? Explorando el caso. Universidad Nacional.

McGlue, D. (2002). The fundig of venture capital in Europe: Sigue for public policy.

MORALES, Alfonso. Matemática Financiera. Esap Publicaciones. 1988.

- NICHELSON, Walter. Teoría Macroeconómica: Principios Básicos y Ampliaciones. p. 224 2004.
- LAWTON, T.C. (2002). Missing the Target: assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth.
- LEÓN GARCÍA, Oscar. Administración Financiera. Tercera Edición.
- OCDE (2003). Venture Capital policy review. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- PALACIO, Sánchis, CAMPS, Joaquín. Diccionario Estratégico Bancario. p. 256. 2003.
- PÉREZ, Manolo y ENRIQUE, Francisco Javier. La innovación Tecnológica en las Organizaciones. p. 145 2004.
- REYNOLDS, P.D; HAY, M., CAMP, M.S., and AUTIO, E. (2002). Global Entrepreneurship Monitor: Executive Report.
- SUGEL, Eric. El Plan Empresarial, la guía de Ernst and Young. Editorial Temis. 2003. p.188.
- ROBERTS, M.J., STEVENSON, H., & MORSE, K. (2000). Angel Investing, HBSP, Boston.
- VALHONDO, Domingo y VALHONDO, José Luis. Gestión del Conocimiento del Mito a la Realidad. p. 408. 2003.
- Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA (marca registrada) Oscar León García.
- VILLAREAL, Arturo. Evaluación Financiera de Proyectos. Editorial Norma.

ANEXOS

ANEXO 1.
VALORACIÓN EMPRESAS DE SERVICIO

ANEXO 2.
FONDO DE CAPITAL DE RIESGO DE LA
UNIVERSIDAD DEL NORTE

**ANEXO 3.
ENCUESTA**