



LAS SORPRESAS DE LAS CIFRAS DE CRECIMIENTO

El miércoles pasado el DANE difundió sin mayores explicaciones el dato de crecimiento de la economía colombiana en el 2004. En su comunicado la entidad informó que éste se había aproximado a la meta de 4.0% fijada por el gobierno, sorprendiendo nuevamente a un importante grupo de analistas privados quienes, después de conocer el dato de crecimiento del tercer trimestre, habían ajustado sus proyecciones a la baja e inclusive a niveles inferiores al 3.8%.

Sin restarle mérito a la noticia, quisiéramos referirnos en esta nota a algunos de los elementos que no solamente influyeron en el resultado de 2004, sino que adicionalmente modificaron el dato de 2003, llevándolo de 3.84% a 4.02%¹.

En primer lugar, es importante mencionar que el DANE ajustó desde el primer trimestre de 2003 la serie de obras civiles. El cambio, que implicó un mayor crecimiento del sector de la construcción en todos los trimestres de 2003 y 2004, estuvo relacionado con la corrección de la contribución del valor agregado de las obras de transmilenio, las cuales no estaban siendo capturadas adecuadamente.

La modificación consistió en incorporar en la base de las cuentas del PIB, la información de ejecución de obras suministrada por la empresa Transmilenio S.A. El DANE, antes de la corrección, sólo estaba teniendo en cuenta los datos que le entregaba el IDU, dejando por fuera un componente muy importante de las obras asociadas a dicho proyecto.

Esta corrección que confirmó la observación que hicieron en su momento varios analistas con respecto a la aparente contradicción entre la

proliferación de obras y los resultados del PIB, no sólo determinó que hubiéramos crecido 0.18% adicional en 2003, sino que además presionó al incremento del último trimestre de 2004. Igualmente moderó el mal dato del tercer trimestre, llevándolo de una caída con respecto al trimestre anterior de 0.15% a un crecimiento de 0.29%, lo que implicó un ajuste al alza de 0.44%. Este resultado, que no deja de ser desfavorable *disipó*, *ex post*, el temor del inicio de una eventual recesión².

En segundo lugar, y esta es la mejor de las noticias, el crecimiento del cuarto trimestre de 4.28% confirmó que el resultado del tercer trimestre si obedeció a eventos coyunturales, dentro de los que en nuestro concepto se destacó el paro camionero³. El reciente repunte del valor agregado del sector agrícola, de la industria, y el transporte, son una señal de la desaparición de este efecto puntual.

Adicionalmente, y congruente con este último hecho, el consumo de los hogares mostró una sensible recuperación. Aunque continúa creciendo por debajo del total de la economía, éste pasó de aumentar 2.82% en el tercer trimestre a 3.77% en el cuarto, con una importante participación de bienes durables. Al respecto, no sobra recordar que para que nuestra economía pueda crecer por encima del 4.0%, es fundamental que continúe la dinámica de la inversión y que se acelere la reactivación del consumo de los hogares. Hoy en día éste tan sólo pesa 62% del PIB, cuando a inicios de la década de los noventa se acercaba al 68% y la inversión privada, que se encuentra en un nivel cercano al 13%, aún está lejos del 18% que registraba hace una década.

Independientemente de las correcciones que haya incluido el DANE en sus mediciones del

¹ Nuestro análisis detallado de las cifras de crecimiento puede ser consultado en las "Notas de Coyuntura Económica" No 79 de marzo 31 de 2005.

² De acuerdo con los estándares internacionales una serie de tres crecimientos trimestrales negativos, es señal del inicio de una recesión.

³ Ver Semana Económica 487 de diciembre de 2004.

PIB, hoy podemos decir que el resultado de crecimiento de 2004, si bien dista de ser el ideal para que mejoren las condiciones de bienestar de nuestra sociedad, especialmente en materia de empleo, fue favorable, especialmente si tenemos en cuenta que la cifra del cuarto trimestre disipó el temor de un estancamiento de la actividad económica. De acuerdo con nuestras estimaciones, si el DANE no hubiera corregido al alza la serie de obras civiles, el resultado final habría estado cercano al 3.8%, similar a nuestro último cálculo y superior a la última estimación de muchos de los analistas privados.



FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO:

Una herramienta de financiación necesaria

La existencia de diversas fuentes de financiación para el desarrollo de nuevas empresas es indispensable para el crecimiento y el continuo desarrollo económico de los países. Dotar de recursos frescos a aquellas compañías que se encuentran en etapas de gestación es una tarea mucho más compleja y riesgosa, que atender una firma ya establecida.

Es por esa razón, que a nivel mundial las empresas nacientes acuden a los denominados Fondos de Capital de Riesgo (FCR). Estos fondos, además de ser una alternativa de financiación para las empresas, son una opción de inversión y un instrumento financiero de gran utilidad que ha venido presentado avances significativos en muchos países.

Por tal motivo, queremos dedicar esta edición de la Semana Económica a ilustrar qué son y en qué consisten los FCR, presentar su evolución internacional y hacer algunas reflexiones sobre las herramientas necesarias para el adecuado desarrollo de este mercado en Colombia.

Al respecto, bien vale la pena señalar que en nuestro caso, al igual que en buena parte de los países emergentes, la consolidación de un mercado dinámico de los FCR ha sido precaria, debido a la falta de incentivos fiscales, la insuficiencia de socios locales, el bajo desarrollo de nuestro

mercado de capitales y la ausencia de una legislación coherente que brinde los lineamientos para el adecuado funcionamiento de los mismos.

¿Por qué son necesarios?

En varias ocasiones la Asobancaria ha mencionado la importancia de contar con lo que los académicos internacionales han denominado un sistema financiero completo. Es decir, un sistema de financiación integral donde coexistan instrumentos e instituciones que provean recursos a todos los segmentos empresariales de una sociedad.

Tal y como hemos afirmado en otras ocasiones, en nuestro medio la demanda por financiación se concentra en el sector de los establecimientos de crédito, dados los mínimos desarrollos que presentan otros instrumentos.

Un caso muy particular lo ofrece el segmento de las empresas que se encuentran en sus primeras etapas de vida. Este ha sido un tema de primer orden en la política financiera de los países desarrollados. Al respecto, vale la pena revisar el diagnóstico realizado por la Unión Europea: *"El acceso a la financiación es una de las principales limitaciones existentes para el desarrollo de la Pyme... Por otro lado, este problema es sentido de manera más acuciante cuanto menor sea el tamaño empresarial considerado"*⁴.

Con esto, queda claro que el problema de financiación y acceso a recursos de las empresas de menor tamaño está lejos de ser un problema exclusivo de Colombia. Sin embargo, sí tenemos en el país un atraso importante en cuanto a instrumentos de mercado para su debida implementación.

De otra parte, no hay que perder de vista que los FCR realizan una apuesta sobre la valorización del patrimonio futuro de las empresas. En este sentido, los inversionistas esperan que ésta sea la fuente de su rentabilidad en un plazo medio de 5 a 10 años. Por tal razón, existe un claro interés de los FCR para que las empresas crez-

⁴ Comisión Europea (2000) "El Observatorio Europeo para las PYME. Sexto Informe". www.europa.eu.int

can, generen valor y entreguen información de alta confiabilidad al mercado.

Estos fondos constituyen una alternativa importante de diversificación de las fuentes de financiación. Las compañías con elevados estándares de gerencia e información encuentran en ellos soluciones concretas para la realización de sus proyectos. En la medida en que las empresas que cuenten con disciplina y alto grado de innovación diversifiquen sus fuentes de capital y logren administrar adecuadamente los riesgos financieros, contarán con las condiciones necesarias para crecer en sus negocios y generar valor agregado a la economía.

¿Qué es y en qué consisten los FCR?

Los FCR son un instrumento de financiación dirigido esencialmente a empresas nacientes, que se caracterizan por desarrollar productos y/o servicios innovadores. A través de éstos, una *sociedad inversionista* inyecta capital en una *sociedad receptora*, en proporciones minoritarias y por plazos relativamente cortos.

Generalmente, la empresa naciente recibe financiación tanto de los FCR como de sus propietarios. Estas dos fuentes de capital comparten el mismo nivel de riesgo, ya que normalmente no tienen garantías ni beneficios especiales y están dispuestos a asumir mayores riesgos que las entidades crediticias.

Así las cosas, es necesario buscar fórmulas de colaboración entre ambos -FCR y empresarios- que generen el máximo valor agregado a la *sociedad receptora* del capital, con el propósito de obtener una rentabilidad equitativa para las dos partes. Los administradores de los FCR, a través de su experiencia, conocimientos y contactos, ayudan en el cumplimiento de las estrategias a largo plazo y aportan asesoramiento a los empresarios o ejecutivos en la solución de problemas a los que ya se han enfrentado en anteriores ocasiones.

Los FCR pueden ser de diversas índoles, de acuerdo con el nivel de desarrollo de la empresa en la que intervienen. De esta forma, se identifican varias clases:

- **Capital semilla:** en esta etapa, los fondos proporcionan financiación para la investigación, la inversión y el desarrollo de un concepto inicial de su respectivo negocio, antes de que la empresa llegue a la fase de puesta en marcha.
- **Financiación de la puesta en marcha:** el capital se destina al desarrollo del producto y a su comercialización inicial. La empresa debe estar en proceso de constitución o debe haber sido establecida hace poco tiempo.
- **Financiación de la expansión o el desarrollo:** los recursos se proporcionan para el crecimiento y la expansión de empresas que comercialmente no dan pérdidas o que son rentables. Esta financiación se puede usar para incrementar la capacidad de producción, el desarrollo de productos o mercados y/o para obtener capital circulante adicional.
- **Capital de reemplazo:** consiste en la compra de participaciones del fondo por parte de otro inversor o en la reducción del apalancamiento mediante la refinanciación de la deuda.

Una mirada al entorno internacional

Estados Unidos es el país en el cual los FCR han presentado un mayor desarrollo. Estos fondos surgieron como una actividad financiera profesional, después de la II Guerra Mundial⁵ cuando algunas familias con grandes patrimonios decidieron dedicar parte de su fortuna a apoyar negocios prometedores⁶.

Posteriormente, en la década de los 50, de acuerdo con un estudio realizado por la *Latin American Venture Capital Association (LVCA)*⁷,

⁵ Thomas Hellman, *Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley*

⁶ Al mismo tiempo, un general de origen francés llamado Doriot promovió y dirigió la *American Research & Development Corporation (ARDC)*, que fue la primera sociedad de capital de riesgo apoyada por un amplio grupo de inversionistas.

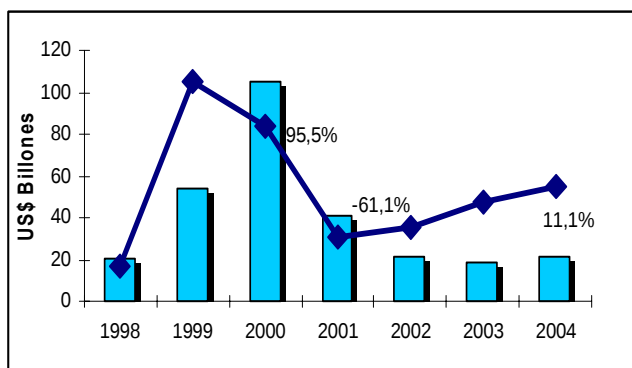
⁷ *Venture Capital: An Option for Financing Latin America's Small and Medium Enterprises*, Everett J. Santos.

se reconoció institucionalmente el valor del capital privado para la financiación de las empresas nacies y para la estimulación del crecimiento y el empleo, con la aprobación de la *Small Bussines Investment Act*.

Gracias a la creación de herramientas adecuadas para el desarrollo de este mercado, a principios de los años 80 ya existía una industria sólida, con un capital invertido de aproximadamente US\$610 millones. Sin embargo, a partir de dicha década se disparó el crecimiento de las inversiones por parte de la industria, alcanzando un total de US\$20 billones en 1998.

Aunque durante el periodo comprendido entre los años 1999 y 2000 se observó un crecimiento excesivo de las inversiones realizadas por los FCR, las cuales alcanzaron US\$104 billones anuales (equivalente a un crecimiento de 95.5%), a partir de ahí y hasta 2003, estas registraron considerables reducciones. Sin embargo, desde 2004 se viene observando un importante repunte por este concepto (un crecimiento del 11%, para un total de US\$21 billones) (grafico 1).

Grafico 1
Evolución en Estados Unidos



Fuente: PricewaterhouseCoopers / Thomson Venture Economics / National Venture Capital Association MoneyTree

El boom de los FCR en los Estados Unidos durante el año 2000, tal como lo afirma *The Economist*⁸, fue el reflejo de las oportunidades creadas por el *internet* y el auge de la actividad del mercado de capitales, a su vez influenciado

⁸ *Adventurous Venture Capital. The Economist*. Mayo 25 de 2000

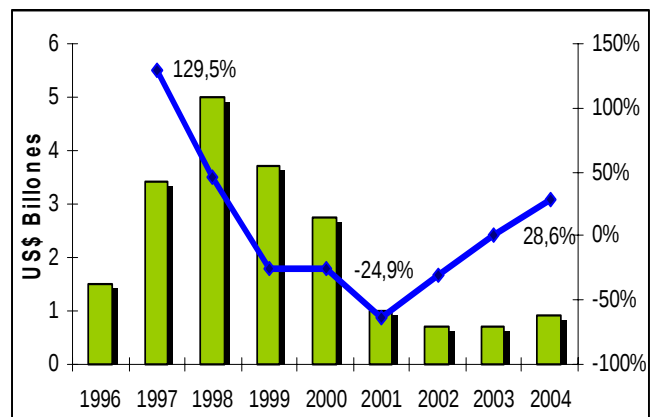
por un incremento de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs).

Otra de las experiencias que vale la pena tener en cuenta en este análisis corresponde a la Unión Europea que, pese a que su sistema de intermediación financiera se centra en la banca, también se ha preocupado por crear herramientas para el desarrollo del mercado de los FCR.

En este caso, la industria nació aproximadamente en 1990 y desde entonces, las inversiones del sector presentaron una tendencia creciente hasta el año 2000, alcanzando un total de US\$48 billones. No obstante, a partir del 2001 se observó una disminución importante de dichas inversiones.

Para acercarnos más a la realidad colombiana es importante analizar las cifras de Latinoamérica, que a diferencia de los países desarrollados, presenta un mercado de FCR apenas naciente.

Grafico 2
Evolución en América latina



Fuente: LCVA y VELA Publications.

Según la información publicada por la LVCA, aunque en el periodo comprendido entre los años 1996 y 1998 la inversión realizada en Latinoamérica por los FCR presentó una tendencia creciente, en los últimos años se ha observado lo contrario. La disminución ha sido tal, que pasó de aproximadamente US\$5 billones en 1998 a US\$0.7 billones en el 2003. Para el año 2004 se observó un pequeño crecimiento de 28%, regis-

trando un total de inversiones de US\$0.9 billones (tan sólo un 4% de las realizadas en Estados Unidos) (gráfico 2)

Herramientas necesarias para el desarrollo del mercado de los FCR

Al analizar el sistema operativo de los FCR, se podría concluir que es un modelo simple, el cual se encuentra constituido por cuatro elementos: (i) el proveedor del capital, (ii) el administrador del fondo, (iii) la empresa receptora del capital y (iv) los mecanismos de salida. No obstante, aunque la teoría parezca sencilla, su implementación y desarrollo son función de un marco legal y regulatorio adecuado, de un ambiente que motive el desarrollo de nuevos productos, de la profundidad del mercado de capitales y de la idoneidad de los inversionistas institucionales. A continuación se hace referencia a cada uno de estos componentes:

- **Proveedor del capital**

En Colombia, como en el resto de América Latina, los intermediarios bancarios son las fuentes de capital por excelencia⁹ y han jugado un papel primordial en la asignación de fondos para el desarrollo de las economías. Por esto, bajo una estructura institucional adecuada, estas entidades podrían ser las gestoras de un nuevo ciclo en cuanto a la creación de los FCR. Sin embargo, dada la naturaleza intrínseca de este tipo de fondos (alto riesgo/alta rentabilidad), la probabilidad de que los bancos nacionales deseen exponer su capital al riesgo inherente que conlleva cualquier actividad de esta naturaleza es baja.

De acuerdo con lo anterior, sería fundamental que el marco regulatorio determinara el nivel de exposición al capital de riesgo, que para las entidades financieras y para los inversionistas

institucionales sería prudente asumir, tal y como sucede actualmente en algunos países europeos.

- **Administrador del fondo y empresa receptora del capital**

El administrador del fondo es el encargado de obtener el capital que se desea invertir, de identificar y seleccionar las posibles oportunidades, de negociar los términos y las condiciones bajo las cuales se llevará a cabo la inversión y de brindar asesoría a la empresa. Por otra parte, la compañía que recibe los fondos es el punto en el cual converge todo el esfuerzo realizado por los diferentes actores involucrados. Para la economía todo el valor agregado, en términos de producción y generación de empleo, gira alrededor de la sociedad receptora. Con el fin de que exista una adecuada relación entre estos agentes, es primordial que el Gobierno promueva reformas legales y jurídicas que aseguren agilidad en los procesos, honestidad y transparencia en los contratos.

- **Mecanismos de salida**

Estos mecanismos son los elementos que le permiten al proveedor de los recursos obtener el retorno del capital invertido, una vez se lleve a cabo la venta final de las inversiones del fondo. Por tal razón, para promover el desarrollo de este instrumento de financiación, es necesario contar con mecanismos de salida simples. No obstante, la falta de desarrollo y de profundidad del mercado de capitales en Colombia es una barrera para tal efecto.

Consideraciones finales

A manera de conclusión podemos señalar que los FCR son una alternativa de financiamiento para las empresas jóvenes con alto potencial de crecimiento y de asesoramiento de empresas. Adicionalmente, son una opción de inversión para quienes tienen exceso de liquidez. Sin embargo, es necesario contar con los mecanismos adecuados que canalicen los excedentes de capital hacia este tipo de inversiones.

⁹ De acuerdo con la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo en 2004, el financiamiento de las empresas a través del crédito bancario fue cercano a 30%, cifra que contrasta con la consecución de capital mediante el mercado bursátil (2%). El porcentaje restante (68%) proviene de fuentes como la reinversión de utilidades, el *leasing*, el crédito externo y los proveedores.

No es un secreto que a pesar de algunos esfuerzos realizados a finales de la década de los noventa¹⁰, la inversión y creación de los FCR en Colombia ha sido precaria. Aún en países como Estados Unidos, este tipo de fondos ha requerido de unas condiciones especiales para su aparición y desarrollo, en las cuales el Estado ha jugado un papel fundamental.

Para tal efecto, es imperioso que existan adecuados esquemas de incentivos y que se cree un ambiente propicio para que el sector privado, las entidades financieras y los inversionistas institucionales se animen a tomar partido de este mercado.

Así mismo, es necesario que exista estabilidad macroeconómica, un entorno altamente receptivo a la inversión privada, un sistema legal confiable, estándares de gobernabilidad de la empresa bien definidos, amplia oferta de administradores bien calificados y mercados de deuda y capital avanzados. En ausencia de estas condiciones, las probabilidades de éxito de los FCR son casi nulas.

En nuestro país, un punto vital para atraer inversores foráneos es contar con un mercado de capitales que ofrezca nuevas alternativas en materia de competitividad.

Como lo hemos manifestado en ocasiones anteriores, un avance significativo en esta materia lo constituye el Proyecto de Ley de Mercado de Valores presentado por el Gobierno al Congreso. En éste las autoridades son conscientes de que *"...el mercado de capitales colombiano adolece de un marco regulatorio adecuado para estimular la inversión y coadyuvar al crecimiento económico¹¹."*

La Asociación Bancaria comparte la opinión de que dicho Proyecto de Ley debe subsanar las falencias, dotando al mercado de valores colombiano de un marco regulatorio adecuado y

eficiente. De esta manera se ofrecen unas condiciones más favorables para la creación de alternativas diferentes a las fuentes tradicionales de financiación empresarial y, sobretodo, se proporciona mayor transparencia para todos los participantes del mercado.

¹⁰ Fondos como *Mercurius Ventures S.A.*, la Corporación Andina de Fomento (CAF), la Caja de Compensación Familiar Comfandi del Valle y Parquesoft.

¹¹ Exposición de motivos al Proyecto de Ley del Mercado de Valores, radicado en el Congreso de la República.