

FINANCIANDO EL CRECIMIENTO

**Trabajo presentado como requisito para obtener el título de
Magíster en Administración Financiera**

Presentado por:

Camilo Andrés Marín Restrepo
[*cmarinre@eafit.edu.do*](mailto:cmarinre@eafit.edu.do)

Asesor: Luisa Fernanda Correa Lafaurie

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2017**

FINANCIANDO EL CRECIMIENTO

Camilo Andrés Marín Restrepo

cmarinre@eafit.edu.co

Resumen

Financiar el crecimiento es uno de los principales retos de los empresarios hoy en día, ya que existen diferentes alternativas de deuda y capital en el mercado para las diferentes fases de crecimiento, pero algunas no son asequibles para la gran mayoría de las compañías, debido a que se encuentran en etapas tempranas del desarrollo empresarial.

El consumo de caja que demanda el crecimiento debe ser previsible para el equipo administrativo, el cual debe definir la mezcla óptima de deuda y capital para cada una de las etapas de crecimiento; lo anterior no es un estándar y dependerá del tipo de industria y el desarrollo del mercado financiero en el que se encuentre.

El fracaso de los negocios en sus etapas tempranas es explicado porque no son capaces de definir su estructura óptima de deuda/capital, y algunos pueden verse limitados por las alternativas de mercado, mientras otros lo están por la falta de conocimientos financieros en su equipo directivo.

Por lo anterior, en este estudio se pretende presentar las diferentes alternativas que ofrece el mercado financiero y su vínculo con las diferentes fases de crecimiento, con el fin de entregar una guía práctica que permita a los empresarios proyectar su crecimiento, además de contar con un glosario de instrumentos financieros para las diferentes etapas y su aplicabilidad.

Palabras clave

Instrumentos financieros, ciclo de vida empresarial, deuda, capital.

Abstract

Financing growth is one of the main challenges today for entrepreneurs, since there are different debt and equity alternatives in the market for the different growth phases, but some of these are not affordable for the majority because companies are in early stages of business development.

The cash consumption demanded by growth must be predictable for the administrative team, which must define the optimum mix of debt and capital for each growth stage; This is not a standard and will depend on the type of industry and the development of the financial market in which it is.

The failure of business in its early stages is explained because they are unable to define their optimal debt / equity structure, where some may be constrained by market alternatives, while others are limited by the lack of financial knowledge in their executive team.

Therefore, this study aims to present the different alternatives offered by the financial system and its link with the different stages of growth, to provide a practical guide that allows entrepreneurs to project their growth, have a glossary of financial instruments for the different stages and their applicability.

Key words

Financial instruments, business life cycle, debt, capital.

1. Introducción

Hoy en día existe una amplia variedad de instrumentos financieros en el mercado para atender necesidades de deuda y capital, pero esta oferta se ve limitada en algunas ocasiones para empresas en etapas tempranas de crecimiento, debido a la falta de experiencia de los emprendedores para identificar estas fuentes de recursos existentes en el mercado, principalmente por el desconocimiento de cómo acceder a estas o por la limitada oferta de instrumentos para ciertas etapas del desarrollo empresarial.

El siguiente artículo busca desarrollar el marco teórico sobre el cual se basa el crecimiento empresarial, identificando las diferentes fases del ciclo de vida y sus características principales desde la óptica comercial, técnica y financiera, los instrumentos financieros que ofrece el mercado colombiano y como estos se segmentan para las diferentes fases. Se explicará así cada uno de los instrumentos, con el fin de dar al lector un entendimiento claro de las características de cada uno y cómo acceder a ellos.

Se abordará la necesidad de los emprendedores de entender, en etapas tempranas, cuáles son estos instrumentos financieros que ofrece el mercado y cómo están enfocados para cada una de las primeras fases del ciclo de vida, con el fin de ofrecer los instrumentos que permitan el desarrollo de un adecuado plan de negocios y la estructuración de un modelo financiero que apalanque el crecimiento acelerado. Se abordarán a su vez otras etapas más avanzadas del ciclo de vida, con el fin de dar argumentos sólidos a los emprendedores y el equipo administrativo para que puedan proyectar su crecimiento ante los potenciales socios, inversionistas y/o prestamistas.

Se explicará, de acuerdo con la bibliografía disponible, que en las primeras etapas las fuentes de financiación son enfocadas principalmente en el capital, ya que en las empresas en etapas pre-semilla, semilla y temprana (entre 0 y 3 años), las fuentes posibles de financiación se componen de dinero propio, apoyo de la familia y amigos, y los requerimientos de capital pueden ser hasta de \$500 millones de pesos. Lo anterior se da porque para los bancos, las empresas en etapas tempranas son poco visibles para recibir recursos de deuda, pues no tienen claro lo que estas pueden ofrecer, o si pueden o no ser receptoras de crédito (Innpulsa Colombia, 2017).

Se demostrará, de cara a estudios sobre la materia, el volumen de recursos que demanda el crecimiento, factor clave para el desarrollo empresarial, y cuáles instrumentos financieros pueden suplir esta demanda para cada una de las etapas.

Por último, se abordarán algunas estrategias de crecimiento inorgánico en etapas avanzadas, con el fin de dar los argumentos de que las empresas al llegar a su etapa de madurez no están condenadas a esperar a que su negocio entre en declive, sino que pueden optar por alternativas que les permitirán entrar de nuevo en etapas de consolidación y expansión.

2. Marco conceptual

El crecimiento consume efectivo; este es el motivo por el cual cada año, cientos de compañías fracasan mientras otras no logran prosperar debido a la insuficiencia de recursos (Harnish, 2005).

La presente propuesta de investigación busca entender cómo las empresas se financian en sus diferentes etapas de crecimiento, evaluar los tipos de instrumentos financieros que ofrece el mercado para cada una de las fases del ciclo de vida empresarial, así como identificar la mezcla óptima de deuda y capital que permita obtener los recursos necesarios para prosperar y pasar a la siguiente fase. Lo anterior se explica mejor en el siguiente texto extraído del libro

Emprendedores en crecimiento – El reto de la financiación:

A lo largo del desarrollo del ciclo de vida de una empresa y según la etapa, existen diversas formas para financiarse, bien sea a través de capital (se reciben recursos económicos a cambio de una parte de la propiedad de la empresa) o a través de deuda (se reciben recursos económicos que se deben reintegrar de acuerdo con unas condiciones pactadas previamente, que incluyen tiempo e intereses). (Vesga et al, 2017, pág. 60)

A continuación, se presentarán las diferentes fases del ciclo de vida empresarial, sus características y montos de recursos necesarios para cada una de ellas, con especial énfasis en etapas tempranas, ya que en estas son más escasos los recursos y el acceso a estos, y es donde se hace más necesaria su identificación, ya que de estas etapas depende del desarrollo de la empresa para lograr su madurez.

Los emprendedores, administradores y gerentes financieros, deben seleccionar la estructura de capital óptima para financiar sus necesidades de crecimiento, entendiendo no solo que las estructuras de capital difieren por industria y fase en la que se encuentren, sino también

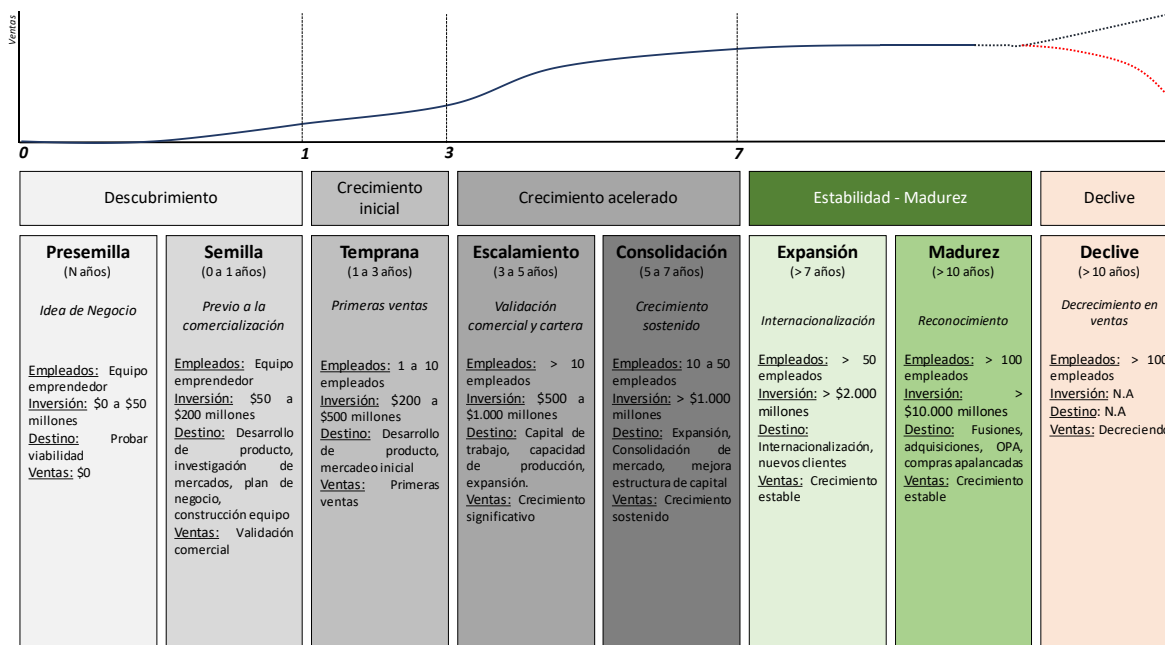
evaluando la tolerancia al riesgo que están dispuestos a asumir para lograr sus objetivos (Harnish, 2005).

A continuación, se abordarán cada una de las fases de ciclo de vida y los instrumentos que aplican para cada una de ellas.

2.1 Etapas del desarrollo empresarial

Se desarrollarán las ocho fases del ciclo de vida del negocio, para lo cual se articula lo definido por iNNpulsa Colombia, unidad de gestión de crecimiento empresarial del Gobierno colombiano, creada para promover el emprendimiento, la innovación y la productividad como ejes para el desarrollo empresarial y la competitividad de Colombia (Innpulsa Colombia, 2017) y Just in Time Management sobre los siete estados del ciclo de vida de los negocios INNpulsa define seis etapas del desarrollo empresarial: pre-semilla, semilla, temprana, escalamiento, consolidación y expansión, las cuales se diferencian una de otra por el número de años de existencia, número de empleados, necesidades de recursos, destino de los recursos solicitados, volumen de ventas y utilidad operativa. Así mismo esta categorización identifica las diferentes fuentes de deuda y capital, y dónde se encuentran disponibles en el mercado para cada una de las etapas. Ver tabla 1.

Tabla 1 – Etapas del desarrollo empresarial

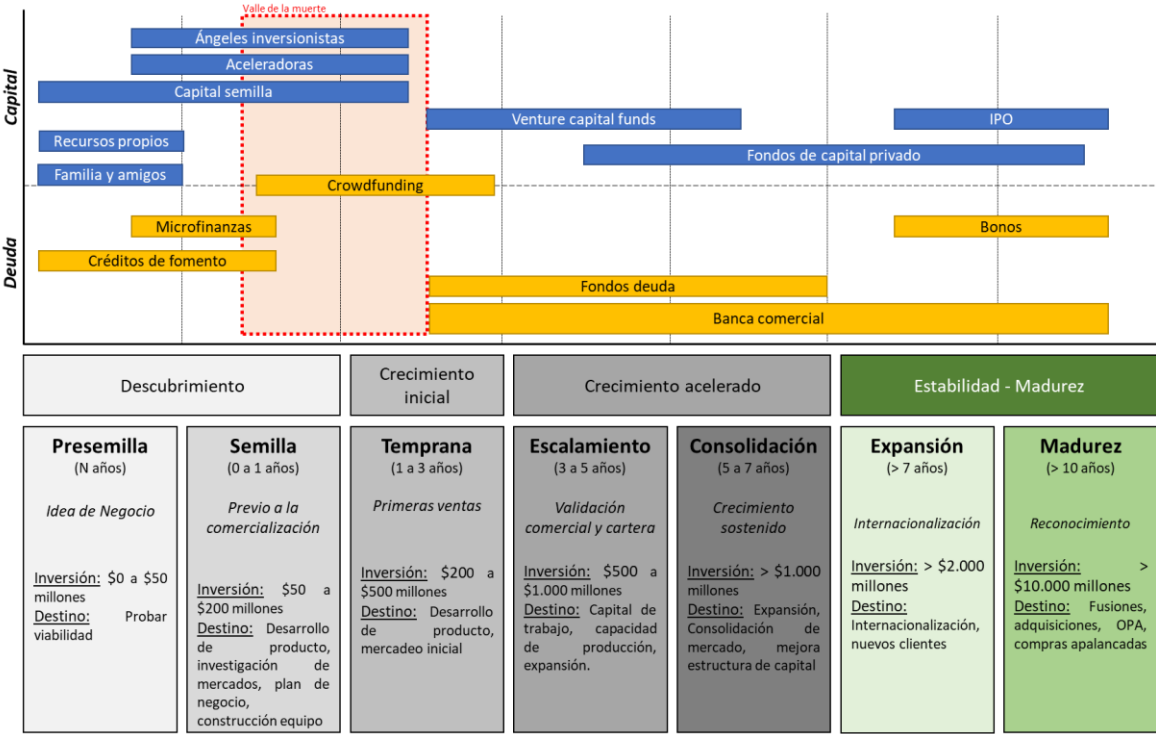


Fuente: Elaboración propia con base en (Innpulsa Colombia, 2017)

En la práctica, el crecimiento no es lineal, ya que responde a una serie de factores dependiendo del tipo de emprendimiento, sector y mercado (Vesga et al, 2017).

Según Vesga, Rodríguez, Schnarch y García en su libro *Emprendedores en Crecimiento – El Reto de la Financiación* (2017), las etapas descritas anteriormente se pueden consolidar en 4 grandes bloques según entrada de cada tipo de inversionista así: descubrimiento (pre semilla y semilla), crecimiento inicial (temprana), crecimiento acelerado (escalamiento y consolidación) y estabilidad-madurez (expansión), esta metodología de agrupación permite identificar mejor las fuentes de financiación necesarias en cada etapa, según la investigación realizada, ya que muchas de ellas son aplicables en varias y agrupan características similares entre ellas. Ver tabla 2.

Tabla 2 – Cadena de financiación en Colombia



Fuente: Elaboración propia con base en Vesga et al., 2017.

A continuación, se describirá cada una de las etapas, sus características, necesidades y los instrumentos financieros sugeridos para cada una de ellas; así mismo, se hará una breve descripción de cada instrumento, su aplicabilidad y acceso en las diferentes etapas.

2.1.1 Fase pre-semilla (n años)

En esta etapa aún no existe un plan de negocios desarrollado y formulado, solo son ideas en borrador de cómo podría ser ese producto o servicio que se quiere ofrecer. No se tiene claro

cómo se alcanzarán los objetivos a través los tres componentes principales de cada proyecto: técnico (entiéndase como producción, mercadeo y ventas), financiero y legal.

La fase pre-semilla se define como el momento en el que surge una idea y es puesta en marcha, donde el producto no está totalmente pulido y aún no hay facturación (Startupxplore, 2016).

Esta etapa se inicia con la conformación del equipo de trabajo, el cual deberá contar con capacidades suficientes para atender los requerimientos técnicos, financieros y legales. Por lo anterior, se hace necesario que los emprendedores conformen equipos que cuenten con las capacidades para atender estos tres componentes, con el fin de mitigar los riesgos que se les presentaran más adelante. Esto es explicado de una mejor manera en el siguiente texto:

En realidad, solamente una minoría de los emprendimientos llegan a crecer sostenidamente en el tiempo y a generar niveles sustanciales de riqueza y empleo. La mayoría de los emprendedores no tienen las competencias necesarias para lograr empresas de alto crecimiento (Vesga et al, 2017, pág. 13).

En esta fase, los requerimientos de capital son mínimos, según iNNpulsa Colombia se pueden requerir entre \$0 y \$50.000.000, los cuales serán utilizados para realizar las pruebas y fabricación de prototipos que permitan perfeccionar el producto antes de salir al mercado.

Al encontrarse en una etapa temprana, las fuentes de financiación son limitadas, basadas prácticamente en recursos del mismo emprendedor o en lo que se llama comúnmente las 3F, por las siglas en ingles de familia, amigos y tontos (*family, friends and fools*). Este tipo de inversión, aunque alcanzable para los emprendedores, no está

exento de problemas, pues puede fallar en términos de oportunidad y confiabilidad y puede involucrar altos costos no financieros (Djankov, citado en Vesga, 2017).

Una vez el emprendimiento encuentra su forma y logra realizar con éxito las pruebas de producto, invirtiendo con ello un capital a riesgo, se pasa a la fase semilla, la cual se explicará a continuación.

2.1.2 Fase semilla (0 a 1 año)

Es la etapa inicial, solo el primer paso, en el que el equipo, normalmente muy pequeño, se pone en marcha y da forma a ese primer ‘boceto’. No hay, por tanto, un plan de negocio construido y definido al 100%, ni un prototipo con el que aterrizar en el mercado (Startupxplore, 2016).

Esta etapa se basa en los aprendizajes obtenidos en la etapa anterior, por lo general dándoles un mayor énfasis a los aspectos comerciales y de mercadeo, pues de esto dependerá que el producto se venda y la empresa genere ingresos, mientras se continúa con las pruebas de producto directamente en el mercado. Dicho de otra forma, el producto se encuentra en validación comercial.

Es también importante mencionar que en esta etapa el equipo se está terminando de conformar, se continúa con la investigación de mercado y el desarrollo de un plan de negocios más ajustado a la realidad, incorporando los resultados de las pruebas de producto y los aportes de cada uno de los miembros del equipo, por lo cual este plan de negocios se vuelve la ruta a seguir durante las siguientes fases del ciclo de vida, en las cuales se podrán hacer

variaciones mínimas de este, pero siempre manteniendo la visión de largo plazo que se planteó inicialmente.

Por lo anterior, es importante que el emprendedor tenga en cuenta cuáles son los principales pasos para la elaboración del plan de negocios y qué debe contener. Ver tabla 3.

Tabla 3 – Bases para elaborar un plan de negocio

| | | | | |
|---|--|--|--|--|
| <p><i>Socios clave</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Quienes son nuestros socios clave? • Quienes son nuestros proveedores clave? • Qué recursos clave estamos adquiriendo de nuestros socios clave? • Qué actividades realizan nuestros socios clave? | <p><i>Actividades clave</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Qué actividades clave requiere nuestra propuesta de valor? • Nuestros canales? • Nuestra relación con los clientes? • Nuestras fuentes de ingresos? | <p><i>Propuesta de valor</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Qué valor estamos entregando a los clientes? • Cuál problema estamos ayudando a resolver? • Cuál necesidad estamos satisfaciendo? • Qué paquete de productos o servicios estamos ofreciendo a cada segmento de clientes? | <p><i>Relaciones con clientes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Qué tipo de relación espera que establezcamos y mantengamos? • Qué relaciones hemos establecido? • Cuán costosas son? • Cómo se integran con el modelo de negocio? | <p><i>Segmento de clientes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Para quien estamos creando valor? • Quienes son nuestros clientes mas importantes? |
| <p><i>Estructura de costos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Cuales con los costos mas importantes en nuestro modelo de negocio? • Cuales recursos clave son los más costosos? • Cuales actividades clave son las más costosas? | <p><i>Recursos clave</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Qué recursos clave requiere nuestra propuesta de valor? • Nuestros canales? • Nuestra relación con los clientes? • Nuestras fuentes de ingresos? | | <p><i>Canales</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • A través de que canales nuestros clientes quieren ser alcanzados? • Cómo los estamos alcanzando? • Cuales son mas rentables y funcionan mejor? • Como podemos integrarlos a la rutina de nuestros clientes? | |
| <p><i>Estructura de costos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Cuales con los costos mas importantes en nuestro modelo de negocio? • Cuales recursos clave son los más costosos? • Cuales actividades clave son las más costosas? | | <p><i>Fuentes de ingresos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Por cual valor nuestros clientes están dispuestos a pagar? • Actualmente por que se paga? • Cómo están pagando? • Cómo prefieren pagar? • Cuanto aporta cada fuente de ingresos a los ingresos generales? | | |

Fuente: Elaboración propia con base en www.businessmodelgeneration.com, s.f. y www.innokabi.com, 2014.

Al encontrarse en validación comercial, las ventas son mínimas, los costos aún son muy altos ya que no se pueden generar economías de escala, llevando con esto a flujos de caja negativos los cuales requerirán de un monto de capital mayor a la etapa anterior. iNNulsa Colombia define estas fuentes entre los \$50.000.000 y \$200.000.000 aproximadamente.

Las fuentes de financiación continúan siendo principalmente las descritas anteriormente, recursos del mismo emprendedor, la familia y amigos, pero en esta etapa se abren tres nuevas alternativas de capital: capital semilla, las aceleradoras y los ángeles inversionistas (Vesga et al, 2017).

Capital semilla: Se denomina capital semilla a los recursos económicos que se ponen a disposición de un emprendimiento, generalmente en etapas muy tempranas del ciclo de vida. Usualmente es otorgado por el sector público como incentivo a la creación de empresas. Los recursos pueden ser condonados, es decir, que no requieren devolverse, siempre y cuando se cumplan los requisitos establecidos al momento de otorgarse. Adicionalmente, vale la pena mencionar que dentro de lo que se considera como capital semilla se encuentran los incentivos económicos otorgados por concursos o convocatorias de los sectores público y privado como Apps.co, Ventures, Destapa Futuro, INNpalsa, entre otros (Vesga et al, 2017, pág. 62).

Aceleradoras: Las aceleradoras son organizaciones especializadas en identificar, acompañar y financiar emprendimientos durante sus etapas iniciales de desarrollo, para lo cual ofrecen metodologías de optimización de operaciones, puesta a punto del modelo de negocio, fortalecimiento de capacidades y redes de contacto, con el fin de alcanzar un mejor rendimiento y llevar al negocio hacia la siguiente etapa (Saavedra G. y Saavedra G., 2016, pp. 167-183).

Las principales aceleradoras que operan en Colombia son las siguientes: Wayra, Polymath, CREAME y Ventures. Cabe destacar también que existen aceleradoras internacionales que, sin tener presencia física en Colombia, abren convocatorias internacionales a las cuales pueden tener acceso los emprendedores colombianos; por ejemplo, Start Up México o Start Up Chile o Plug and Play (Vesga et al, 2017, pág. 63).

Ángeles inversionistas: Los ángeles inversionistas son personas naturales con capacidad económica y experiencia técnica, comercial y del sector para invertir en empresas o negocios que consideran de alto potencial, con el fin de aumentar su valor y recibir retornos.

“Individuos ricos, típicamente empresarios, dispuestos a invertir en las etapas muy tempranas del desarrollo de una empresa” (Morrissete, 2007).

La inversión realizada por este tipo de actor generalmente se lleva a cabo en etapas tempranas de los emprendimientos, lo cual incrementa el riesgo para ellos, pero a su vez aumenta los retornos que pueden percibir.

A cambio del capital y del valor agregado que puede ofrecer en términos de conocimiento, experiencia y contactos, el inversionista generalmente obtiene un lugar en la junta directiva de la empresa, además de la participación accionaria.

En Colombia, la inversión ángel aún no está formalizada y el uso de esta fuente de recursos por los emprendedores es aún escasa: (solo el 9% de los encuestados en este estudio). Adicionalmente es difícil para aquellos esfuerzos de formalización, convencer a personas con excedentes de capital para que inviertan en empresas que se encuentran en etapas tempranas de desarrollo y cuyo riesgo asociado está por encima del de otras oportunidades de inversión más tradicionales. Por tal motivo, es común encontrar que los miembros que forman parte de las redes de ángeles inversionistas formales corresponden a oficinas de familia, fondos de capital o empresas.

Las principales redes de ángeles inversionistas que operan en Colombia son las siguientes: Red Nacional de Ángeles Inversionistas (Capitalia), Red de Ángeles Inversionistas de Bavaria, Club de Ángeles Inversionistas Caribe – U.del Norte, Red de Ángeles Inversionistas TIC – HUBBOG, Inversionistas Ángeles de los Andes (Vesga et al, 2017, pág. 66).

Si bien estas tres opciones son una alternativa adicional de capital a la familia y amigos, requieren de una mayor dedicación por parte de los emprendedores, ya que para acceder a estos recursos es necesario contar con un plan de negocios bien estructurado y preparado, asistir a capacitaciones requeridas por las aceleradoras y los fondos de capital semilla, así como abrir su idea de negocio a desconocidos en búsqueda de oportunidades. La asignación de participaciones en la propiedad del negocio en una etapa tan temprana es muy difícil, pues la probabilidad de que se logre establecer una valoración objetiva es muy baja (Vesga et al, 2017).

La opción ofrecida por el mercado de deuda en esta etapa es el microcrédito, no muy recomendada para los emprendedores, ya que ofrecen bajos montos a tasas muy elevadas, así como los créditos de fomento, los cuales son ofrecidos por la banca comercial a través de entidades de redescuento. Durante esta etapa, los emprendimientos aún no cuentan con la posibilidad de acceder a créditos especializados ofrecidos por la banca tradicional, debido a la calificación de riesgo que difícilmente pueden alcanzar en esas etapas (Vesga et al, 2017).

Estas opciones se describen a continuación:

Instituciones microfinancieras: Las instituciones microfinancieras son intermediarios financieros que se especializan en ofrecer recursos en pequeñas cantidades conocidas como microfinanzas; estas son créditos de cuantías no muy altas, orientados a estimular el acceso a recursos a pequeñas empresas que requieren montos no muy elevados. Según el artículo 39 de la Ley 590 del 2000, el monto máximo para una operación que se considere de microcrédito no puede exceder los veinticinco salarios mínimos mensuales legales vigentes.

Las microfinanzas son una alternativa para emprendimientos que están empezando o pequeñas y medianas empresas que necesitan pocos recursos de manera fácil y rápida.

Dados los límites de ley que definen el monto máximo de recursos colocados con este tipo de herramienta, los principales beneficiarios son microempresas y personas naturales, que por su perfil crediticio no pueden acceder a un crédito tradicional (Vesga et al, 2017, pág. 64).

Créditos de fomento: Créditos ofrecidos por entidades de redescuento a través de bancos de segundo piso, destinados a la distribución y administración de recursos para apoyar a los diferentes sectores de la economía, a través de financiación para inversión, capital de trabajo, consolidación de pasivos y capitalización.

Los llamados créditos de fomento pueden ser canalizados por entidades tales como Finagro para el sector agropecuario, Findeter para el sector territorial, Bancoldex para promoción a las exportaciones, FEN para el sector energético y Fonade para proyectos de desarrollo. Sus operaciones se encuentran reguladas por el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y por los estatutos de cada una de tales entidades (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007).

En esta etapa se vuelve relevante contar con un modelo financiero que refleje el flujo de caja del negocio y lo proyecte a futuro, por un período mínimo tres años, en el cual se identifica la generación de caja por la operación del negocio, las necesidades de capital de trabajo y de inversión en activos, y se diseñan las fuentes de financiación a las que se puede acceder, determinando así el volumen de recursos que el negocio consumirá en el corto y mediano plazo.

Existe una alternativa adicional de financiación en esta etapa, la cual es poco conocida y muy nueva en el mercado, que permite aportes en deuda y capital: el llamado *crowdfunding*, el cual se explica a continuación:

Crowdfunding: El *crowdfunding* es una de las alternativas más recientemente desarrolladas para obtener recursos; puede ser de dos tipos: recursos de capital atados a participación accionaria y, por ende, a la generación de rendimientos y de préstamo que conlleva la devolución del dinero más intereses en el plazo pactado.

Si bien es una herramienta reciente, su crecimiento ha sido rápido y constante, principalmente apalancado por las plataformas digitales, en las cuales se basa, y por la masificación de las redes sociales como herramienta de difusión.

Consiste en que varios individuos aportan recursos económicos para apoyar una iniciativa, proyecto o emprendimiento, a cambio de beneficios como participación accionaria, rendimientos financieros, intereses sobre la deuda, preferencia para la adquisición de un producto o a cambio de nada en absoluto (Ruta N Medellín, 2016).

De acuerdo con la Unidad de Regulación Financiera, se estima que a nivel mundial existen cerca de 2.000 plataformas dedicadas al *crowdfunding*, que plantean distintas alternativas y tienen diferentes costos asociados a su uso.

En Colombia, aún no se ha establecido la regulación que dicte parámetros sobre su uso, pero se considera ilegal si sobrepasa los límites de captación masiva y habitual. En la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) se adelanta el proceso para establecer una normativa que permita autorizar su uso, principalmente para las modalidades que involucran préstamo y/o participación accionaria (URF, 2016) (Vesga et al, 2017, pág. 68).

2.1.3 Fase temprana (1 a 3 años)

En esta etapa ya hay un producto en el mercado y empieza a haber una masa crítica de clientes que lo están adquiriendo. La compañía empieza a crecer, aunque de una forma aún incipiente, con un aumento en el personal para dar respuesta a estos primeros desafíos (Startupxplore, 2016). A su vez, en esta etapa se aterrizan los planes comerciales y de mercadeo, el producto ya está prácticamente en su versión final, ajustándose a los requerimientos del mercado.

Estas primeras ventas están generando un mejor flujo de caja operacional, aún negativo, pero acercándose cada vez más al punto de equilibrio.

Esta etapa es clave, ya que el capital de trabajo comienza a consumir recursos importantes al ir incrementando la cartera, los inventarios y el pasivo con proveedores. Así mismo, se requieren nuevas inversiones en activos, como oficinas, maquinaria, *software*, equipo de cómputo, entre otros, que consumirán recursos importantes, por lo que se debe ser muy cuidadoso financieramente, razón por la cual esta labor cobra alta relevancia en esta etapa. iNNpalsa Colombia define unos montos de inversión entre los \$200.000.000 y \$500.000.000.

A esta fase se le llama el valle de la muerte, ya que un alto número de emprendimientos mueren, al no atender adecuadamente las necesidades del mercado y no contar con recursos suficientes para continuar con su desarrollo. Atender y superar esta fase requiere habilidades en desarrollo de productos, clientes y equipo, lo que debe apalancarse en recursos financieros (Vesga et al, 2017).

Por lo descrito anteriormente el plan de negocios desarrollado en las fases previas cobra una alta relevancia en esta etapa, ya que se deben seguir cuidadosamente las actividades y objetivos planteados con anterioridad, identificando los factores de ajuste necesarios para que el negocio continúe hacia el objetivo principal de largo plazo. Mercadeo bien invertido, canales de comercialización bien estructurados, una fuerza de ventas que atienda oportunamente a los clientes, un sistema de producción que permita atender los pedidos con tiempo y calidad, estructura tributaria adecuada, costeo bien definido, son algunas de las actividades que el emprendedor tendrá que abordar en el día a día, ya que dependerá de una correcta administración el éxito de su negocio.

Los instrumentos financieros de capital son más amplios y sofisticados, pues el emprendimiento ha demostrado un nivel de ventas con buenos crecimientos y cumplimiento

del plan de negocios, por lo que actores como ventures capital y capital de riesgo corporativo se vuelven una alternativa interesante. A continuación, una breve descripción de cada uno:

Venture capital funds (VC): Los fondos de capital emprendedor o fondos de capital de riesgo son un tipo de fondo de capital privado que consiste en un paquete de recursos económicos recolectados de diversos inversionistas que pueden ser personas naturales o jurídicas. Estos recursos son administrados por un gestor profesional, que se encarga de invertirlos y obtener retornos para los inversionistas.

La principal diferencia respecto a los fondos de capital privado es que invierten en empresas que se encuentran en etapa de crecimiento inicial. Se parecen a estos en el modelo típico para su creación y puesta en marcha, que pasa por las etapas de conformación del grupo promotor del fondo (que es a su vez inversionista) y la puesta en marcha de un gestor profesional, cuya misión es establecer el fondo, de acuerdo con los requerimientos legales, buscar los recursos (hacer el *fund raising*) para constituir el fondo, invertir y hacer el acompañamiento y seguimiento a las inversiones. Suelen tener un monto menor de recursos que los fondos de inversión de capital, dados los requerimientos de los emprendimientos objetivo. Típicamente toma alrededor de dos años el proceso de estructuración y obtención de recursos para invertir.

Además de dinero, los fondos de capital emprendedor ponen a disposición de las empresas su conocimiento y experiencia en temas particulares de cada caso, así como estrategias de fortalecimiento de la gestión, gobierno corporativo, asistencia técnica y acceso a contactos y clientes potenciales.

Para los fondos de capital emprendedor, la participación en un emprendimiento constituye una inversión de la que se esperan ciertos retornos, que varían dependiendo de su perfil. Así mismo, la estrategia de salida de la inversión es particular a cada uno, con varias posibilidades, como las siguientes: primero, que su participación sea adquirida por otro fondo que tenga la capacidad para llevar a la empresa al siguiente nivel; segundo, que sea adquirida por un socio estratégico; tercero, que sea adquirida nuevamente por el emprendedor o los demás socios de la empresa con recursos propios; y cuarto, que sea adquirida por la empresa con su propio capital, con el inconveniente de reducir la liquidez de esta, limitando su capacidad de crecimiento a corto plazo.

En Colombia, los fondos de capital emprendedor invierten entre \$150.000 y \$500.000 dólares por empresa, en lo que se considera la primera ronda o la inversión inicial, dependiendo de su desempeño y la necesidad de más capital para continuar su crecimiento (Vesga et al, 2017, pág. 70).

Para explicar mejor el proceso de las rondas de inversión, se presenta la gráfica 1, que permite entender este proceso, en el que, el apetito del fondo por rentabilidad, capacidad de inversión depende del estado en el que se encuentre el emprendimiento.

Gráfico 1 – Rondas de inversión de un VC

| | | | | | |
|--------|---------------------------------|---------------|-----------------------|--------------|-------------|
| | Primera ronda | Segunda ronda | Tercera ronda | Cuarta Ronda | IPO/M&A |
| Etapas | Semilla | Temprana | Consolidación | Expansión | Madurez |
| TIR | 60%+ | 50%+ | 40%+ | 25%+ | |
| Riesgo | Equipo y desarrollo de producto | | Desarrollo de mercado | | Crecimiento |

Fuente: Elaboración propia con base en Harnish, 2005.

Capital de riesgo corporativo: Consiste en la inversión de capital realizada por una empresa en un emprendimiento en el cual tiene interés a cambio de participación accionaria que a futuro le concederá rendimientos.

Generalmente se realiza en compañías que se encuentran en etapas de crecimiento iniciales y que son complementarias de la empresa inversionista. La inversión no solo consiste en recursos de capital, sino que, como en los fondos de capital emprendedor, la empresa invertida recibe valor agregado bien sea en forma de asesoramiento, tecnología, acceso a mercados o contactos que le permitirán escalar hacia las siguientes etapas (Vesga et al, 2017, pág. 71).

Estas dos alternativas aunque novedosas y con buenas fuentes de recursos, exigen un equipo de trabajo bien estructurado, un plan de negocios que esté bien formulado y soportado, un modelo financiero que tenga una estructura adecuada, ya que por lo general tienen buen conocimiento de la industria donde se desempeña el emprendimiento, son expertos en inversiones tempranas, aportan conocimiento y personal al equipo de trabajo, contactos y acceso a mercados que al emprendedor le hubiera tomado más tiempo adquirir.

Los instrumentos de deuda se amplían gracias a que, como se explicó anteriormente, el flujo de ingresos es probado y las expectativas de crecimiento son alentadoras. En esta etapa encontramos con los fondos de deuda y la banca comercial.

Fondos deuda: Los fondos de deuda son vehículos de inversión considerados “deuda inteligente”, que, al igual que el capital inteligente, proveen, conjuntamente con los recursos, una serie de beneficios adicionales como asesoramiento, asistencia técnica y fortalecimiento de capacidades; cuentan con una estructura igual a la de los fondos de capital privado o los fondos de capital emprendedor, pero se especializan en ofrecer recursos utilizando como herramienta la deuda convertible; es decir, prestan recursos luego de un proceso de análisis y valoración y posteriormente esos recursos en préstamo pueden ser devueltos según las condiciones pactadas al momento inicial o pueden convertirse en acciones. Cabe destacar que, en adición a los recursos económicos, los fondos de deuda también ofrecen un paquete de acompañamiento, conocimiento, fortalecimiento del gobierno corporativo y acceso a contactos estratégicos que aportan al crecimiento de la empresa.

En Colombia, los fondos de deuda se encuentran en etapa inicial de desarrollo; los que en la actualidad operan corresponden a fondos de deuda de infraestructura. En cuanto a fondos de deuda enfocados al sector emprendedor y de crecimiento, existen iniciativas en desarrollo pero que hasta 2016 no habían empezado a operar (Vesga et al, 2017, pág. 72).

Banca comercial: La banca comercial está conformada por entidades que ofrecen diversidad de productos financieros basados en deuda para las empresas. Entre ellos están *leasing*, *factoring*, créditos a corto plazo y créditos a largo plazo. Esto constituye un amplio abanico de opciones para los empresarios con características que varían según cada entidad y cliente (Vesga et al, 2017, pág. 72).

2.1.4 Fase de escalamiento (3 a 5 años)

Es el momento de crecer y ganar cuota de mercado. El emprendimiento cuenta con una posición más o menos consolidada en el sector y unos beneficios estables, con productos y servicios más competitivos. Para hacer frente a la dura competencia, en esta fase es importante controlar la estructura de costos y el flujo de caja propio, el cual aporta para las necesidades del día a día (Startupxplore, 2016).

Como en la etapa anterior, ya se cuenta con un producto validado comercialmente, una cartera de clientes que se ha venido consolidando, ya que las ventas han venido mejorando gracias a que el producto o servicio inicial ha logrado su estabilización.

La planta de personal sigue incrementándose a más de 10 empleados, se buscan instalaciones con mayor capacidad, se continúan con la compra de activos que permitan optimizar costos para atender la mayor demanda de mercado, se consolidan los proveedores actuales y se inician las gestiones para mejorar las condiciones de pago. La relación con la banca comercial continúa mejorando, ya que se cuenta con un histórico de resultados que permite evidenciar el potencial, con crecimiento anual en ventas que superan el 30%.

El plan de negocios continúa siendo el eje central de la estrategia, en la cual se ajustan las proyecciones de ingresos y costos a la realidad, así como las actividades para cada una de las áreas, con el fin de reflejar un modelo financiero ajustado a la estrategia del negocio y así poder identificar los requerimientos de inversión y financiación.

Los estados financieros son más robustos, con utilidad operacional positiva, flujos de caja mejorados y que comienzan a atender las necesidades de inversión y a cumplir con las obligaciones de financiación. El flujo de caja sigue siendo de cuidado, ya que el crecimiento está consumiendo más efectivo de lo habitual, generado de fuentes internas en el EBITDA y externas como la deuda y el capital. Las utilidades que comienza a dar el negocio se van reinvertiendo. iNNpulsa Colombia define los requerimientos de recursos para esta etapa entre los \$500.000.000 y \$1.000.000.000.

Durante la etapa de crecimiento, las empresas tienen tres opciones para financiarse: los fondos de capital privado, los fondos de deuda y la banca comercial tradicional (Vesga et al,

2017). Como ya se han descrito anteriormente algunos de los instrumentos financieros, a continuación, se explicarán los fondos de capital privado.

Fondos de capital privado: Los fondos de capital privado son recursos económicos recolectados por un gestor profesional, que invierte en empresas que requieren capital y que aún no cotizan en bolsa de valores, con el objetivo de obtener rendimientos a mediano y largo plazo. Generalmente invierten en empresas que se encuentran en la etapa de crecimiento acelerado, en etapas de expansión o generación de nuevos negocios y que requieren una mayor cantidad de recursos.

Adicional a los recursos económicos, los fondos de capital privado ofrecen asesoramiento, asistencia técnica y fortalecimiento del gobierno corporativo para ayudar a la empresa invertida a alcanzar sus objetivos de crecimiento e incrementar su valor; generalmente se especializan en sectores económicos específicos que les permiten ser más efectivos en la generación de valor, luego de lo cual venden su participación para hacer efectivos sus retornos (Vesga et al, 2017, pág. 74).

Si el emprendimiento anteriormente optó por la opción de venture capital, en esta etapa se requerirán nuevas rondas de inversión que por lo general encuentran la salida del VC por una venta de su participación a los fondos de capital privado, los cuales a su vez, esperarán a que la empresa capitalice sus expectativas de crecimiento para buscar una salida en los mercados de capitales. Esta estructura se presentará más adelante.

La deuda sigue su dinámica de crecimiento con la banca comercial, donde el empresario ya comenzará a ver los frutos de la deuda y buscará financiar la mayor parte de los requerimientos del flujo de caja a través de este instrumento, el cual le generará mejores retornos a los inversionistas iniciales. Es aquí donde el gerente financiero cobra relevancia, ya que es quien se encargará de gestionar la mezcla óptima entre deuda y capital.

El gobierno corporativo comienza a tomar forma en el negocio, con la consolidación de una junta directiva, la cual para esta etapa es conformada generalmente por el o los

emprendedores y el inversionista de capital que entra al negocio por medio de instrumentos como ángeles inversionistas, venture capital o fondos de capital privado.

2.1.5 Fase de consolidación (5 a 7 años)

Durante esta etapa se logra un mayor grado de estabilidad en el crecimiento, se logra el nivel deseado de clientes y se llega al número de empleados necesarios para darles una atención adecuada. Se ha conformado el equipo administrativo requerido para atender las necesidades del negocio, con estructuras independientes que administran las diferentes áreas del negocio. Es aquí donde se prueba el modelo de negocio y el cumplimiento de las actividades propuestas, por lo que el modelo financiero debería proyectar un flujo de caja más estable en el tiempo.

Se ha estabilizado el producto en el mercado y existen un reconocimiento comercial y una identidad de marca que generan estabilidad en ventas.

Los flujos de caja son positivos con márgenes importantes, se demuestra la rentabilidad del negocio a través de la repartición de dividendos, el pago de créditos e inversiones en nuevas oportunidades de negocio. Las inversiones en activos no son tan altas, el capital de trabajo necesario para el crecimiento es menor en esfuerzo al demandado en etapas anteriores, ya que el flujo de caja es suficiente para atender todos los requerimientos de la empresa y compensar el esfuerzo del emprendedor y sus inversionistas.

En esta etapa no se buscan nuevas fuentes de capital, ya que los ángeles inversionistas, venture capital y fondos de capital privado que entraron como inversionistas en etapas

tempranas, buscan hacer efectivas sus inversiones con la venta de su participación, para lograr obtener grandes retornos. Estas ventas por lo general se dan entre los mismos inversionistas o se vende la participación en bloque a un tercero, que por lo general busca retornos estables durante largos periodos.

Las fuentes de deuda continúan ligadas a la banca comercial, la cual se enfoca en atender las necesidades de capital de trabajo, inversiones en activos y expansión a nuevos mercados y productos, pero para esta etapa, el abanico de opciones se amplía por la fuerte relación que se ha desarrollado y por contar con un flujo estable de recursos.

A continuación se explican algunas alternativas que se pueden encontrar en esta etapa, con el fin de atender las necesidades del día a día del negocio, las cuales según iNNpalsa Colombia son mayores a los \$1.000.000.000:

Crédito de corto y largo plazo: Son líneas de crédito que van desde los 30 hasta los 360 días para el corto plazo y mayores a 360 para los de largo plazo. Estas líneas de crédito son las más tradicionales en la banca comercial (Investopedia, 2017).

Crédito de tesorería: Es una línea de crédito que se caracteriza por ser a corto plazo destinada a la financiación de capital de trabajo. Crédito a corto plazo, inferior o igual a 12 meses (Serfinansa, 2017).

Leasing: El arrendamiento financiero, alquiler con derecho de compra, *leasing* financiero, arrendamiento por *renting* o *leasing* operativo es un contrato mediante el cual, el arrendador traspasa el derecho a usar un bien a un arrendatario, a cambio del pago de rentas de arrendamiento durante un plazo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien arrendado pagando un precio determinado, devolverlo o renovar el contrato.

En efecto, vencido el término del contrato, el arrendatario tiene la facultad de adquirir el bien a un precio determinado, que se denomina “residual”, pues su cálculo viene dado por la diferencia entre el precio originario pagado por el arrendador (más los intereses y gastos) y las cantidades abonadas por el arrendatario. Si este no ejerce la opción de adquirir el bien, deberá devolverlo al arrendador, salvo que el contrato se prorrogue (Wikipedia, 2017).

Renting: Contrato de arrendamiento operativo de bienes (ordenadores, maquinaria, aviones o vehículos) o inmuebles, basado en el cobro periódico de una prestación económica a cambio del traspaso temporal al cliente del derecho de uso exclusivo del producto. Incluye el mantenimiento, reparaciones, impuestos y seguros durante la duración del contrato. Al cumplirse el plazo, el bien pasa a la sociedad de *renting*. Para las empresas es un gasto fiscalmente deducible (Expansion, 2017).

Factoring: Es un producto que permite que las empresas accedan al pago anticipado de sus cuentas por cobrar, y de esta manera conseguir los recursos que necesitan. Este permite optimizar la gestión de las cuentas por cobrar de las pequeñas, medianas y grandes empresas, otorgándoles la liquidez o la financiación de acuerdo a los plazos de las facturas y de sus ciclos operativos (Wikipedia, 2017).

Confirming: El *confirming* es un tipo de servicio financiero consistente en gestionar los pagos de una empresa a sus proveedores nacionales, y que incluye para el acreedor la posibilidad de cobrar los pagos con anterioridad a su fecha de vencimiento. El *confirming* es un servicio de gestión de pagos y no de deudas (Wikipedia, 2017).

2.1.6 Fase de expansión (más de 7 años)

Esta etapa se caracteriza por ser el momento donde se genera expansión a nuevos mercados y líneas de producto, con el fin de obtener una mayor participación de mercado. Se trata, por tanto, de un momento delicado, pues cada paso ha de estar bien medido y con una estrategia clara. El riesgo ante errores es mayor (Startupxplore, 2016).

Aquí los flujos son estables, pero las proyecciones ambiciosas, por lo que requieren del acompañamiento financiero para evaluar las necesidades futuras de recursos para la expansión. Es el momento donde el gerente financiero coordina con el equipo administrativo, cuáles son los requerimientos y proyecciones de cada área, con el fin de construir el presupuesto ajustando las proyecciones a la estrategia del negocio.

El plan de negocios se reformula para abrir espacio a nuevas estrategias y actividades, las cuales son incorporadas y expresadas en un modelo financiero que se debe seguir al detalle, pues en esta etapa se generan mayores usos de los recursos por las demandas de inversión

en establecer nuevos mercados, creación de fuerzas de ventas adicionales, planes de mercadeo enfocados en posicionar el producto y sistemas de logística coordinados para poder cumplir a tiempo.

Los flujos de caja demandarán reinversión de las utilidades, por lo cual se debe crear una política clara de dividendos que permita apalancar el crecimiento. Si se identifican faltantes de recursos en el tiempo, es necesario recurrir a fuentes más sofisticadas en el mercado. Según iNNpuls Colombia, los requerimientos de recursos superan los \$2.000.000.000.

En este punto la mejor opción son las fuentes de deuda, ya que maximiza la utilidad de los inversionistas actuales, pero dependerá de la estrategia, pues esta opción es limitada en recursos. Aquí podemos encontrar a la banca comercial con créditos de largo plazo, que permitan alargar el servicio de deuda para no estrangular los flujos de caja que se necesitarán para atender la operación normal del negocio.

Si la opción de deuda no alcanza, las opciones de capital se reducen a aportes de los socios actuales o búsqueda de nuevos inversionistas que entren en el negocio, bien sea comprando la totalidad de la empresa o aportando capital para alcanzar la proyección. Las alternativas serían entonces: venture capital o fondos de capital privado, los cuales ya fueron explicados previamente.

Hemos entonces abordado las principales fases del crecimiento en etapas tempranas. A continuación se explican dos fases adicionales que también hacen parte de ciclo de vida de las empresas.

2.1.7 Fase de madurez (más de 10 años)

Es la última etapa del ciclo de vida de las empresas, en la cual se ha llegado al éxito y se cuenta con un posicionamiento diferenciado en el mercado, credibilidad establecida y capacidad técnica comprobada.

La empresa se ha expandido a varios mercados locales, integrado a su catálogo varias líneas de productos que logró posicionar por su credibilidad; es el momento de disfrutar de los dividendos que son asegurados gracias a unos ingresos, costos y gastos estables en el tiempo, planta de personal estable y un organigrama establecido. Su estructura de gobierno corporativo se hace más estructurada, con políticas y estrategias claras en el tiempo.

Las ventas siguen creciendo, pero a un menor ritmo, los métodos de producción se han perfeccionado logrando menores costos, obteniendo rentabilidad positiva pero tan elevada como en fases anteriores, produciendo excedentes de caja que permiten la distribución de dividendos gracias a menores inversiones en crecimiento.

En este punto se debe tener especial cuidado en la competencia, la cual ha incrementado considerablemente trayendo consigo estrategias que pueden llegar a la lucha de precios, costos más óptimos o con mayor palanca para la expansión.

Es el momento de salir de compras, crecer inorgánicamente, lo cual se da por actividades diferentes a las propias del negocio como fusiones y adquisiciones, oferta pública de adquisición (OPA), compras apalancadas de compañías (LBO, por su sigla en inglés), entre otras opciones. Esto se da gracias al flujo estable de recursos con los que cuenta la compañía,

que le permite obtener recursos para estratégicamente salir de competidores, encontrar métodos de producción y canales de comercialización más eficientes, entrar a mercados nuevos, entre muchas otras cosas que se pueden hacer más rápidamente por este método de crecimiento.

Las fuentes de capital para esta etapa son los ya mencionados fondos de capital privado y la oferta pública inicial de acciones (IPO, por su sigla en inglés) en el mercado de valores.

Oferta pública inicial de acciones: Proceso por el cual se ofrecen las acciones de una empresa a la venta al público inversionista por primera vez (Investorguide, 2017). Este es uno de los métodos utilizados por las empresas para conseguir capital. La emisión inicial de acciones se denomina colocación primaria, la cual se define como la oferta de nuevos títulos por parte de una entidad para captar recursos con el fin de desarrollar su objeto social (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). Una vez realizada la primera emisión, la empresa puede continuar emitiendo acciones para aumentar su capital.

Como fuentes de deuda continúan las anteriores, en especial la banca comercial, pero en esta etapa se abre la oportunidad de ir al mercado de valores a través de la emisión de bonos, el cual se define a continuación:

Bono: Título valor representativo de una parte proporcional de un crédito colectivo constituido a cargo bien sea de una empresa privada o una entidad pública. En retorno a la inversión se recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación de los títulos. La denominación de los bonos puede indicar sus características: ordinarios o convertibles en acciones, según la modalidad de amortización, de garantía general, etc. 2. Título valor que emiten empresas o entidades de cualquier tipo con el fin de obtener recursos del mercado de capitales, con el compromiso de amortizarlo en un plazo determinado y a una tasa de interés preestablecido (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).

Si la empresa no opta por crecer orgánica o inorgánicamente, puede iniciar con la última fase del ciclo de vida, el declive.

2.1.8 Declive

En esta etapa las ventas comienzan a caer, los costos fijos hacen más difícil la carga del negocio, ya no existe un incentivo para continuar, pues se han creado nuevos productos que suplen las mismas necesidades, existe una fuerte competencia y se han creado nuevos métodos de producción más eficientes, por lo que es momento de cerrar o salir del negocio.

3. Método de solución

Para desarrollar el trabajo de grado, se utilizó la búsqueda de referencias bibliográficas en libros, artículos, internet, que permitió desarrollar los objetivos planteados.

Una vez definida la bibliografía, se realizó la lectura de las referencias encontradas, con el fin de establecer la relación entre los diferentes instrumentos financieros y las etapas de crecimiento.

Por último, se asistió al curso de verano finanzas para emprendimiento, en el cual se desarrollaron los conocimientos sobre *venture capital funds*, métodos de valoración para etapas tempranas del ciclo de vida de los negocios.

4. Conclusiones

A manera de conclusión se presenta un resumen de los principales hallazgos de este estudio, en el cual se ha logrado identificar los diferentes ciclos de vida de las empresas u las alternativas de financiación más adecuadas, las cuales van desde las más comunes hasta las sofisticadas en cuanto a deuda y capital.

Se ha encontrado que en las etapas iniciales las fuentes de financiación son más escasas, ya que el poco conocimiento del negocio y la falta de flujos históricos que demuestren su

capacidad de pago hace poco probable su acceso al mercado de deuda. La imposibilidad de acceder a esta fuente de recursos, hace que los emprendimientos se sometan a los recursos de primer orden, es decir, los propios, la familia y los amigos. Los recursos propios son adquiridos a través de ahorro que ha realizado el emprendedor previamente, así como deuda que toma a título personal para apalancar el crecimiento.

Estas primeras fases son conocidas como fases tempranas, y es en estas donde la mayoría de los negocios mueren, pues el producto debe encontrar su estabilidad en el mercado para generar ingresos. Pero esto no es lo único que se debe tener en cuenta, pues es necesario que el emprendimiento cuente con un buen equipo administrativo, buenos retornos y que encuentre apalancamiento en fuentes alternativas de deuda y capital.

Existen instrumentos financieros de capital que les permiten a los emprendimientos crecer de manera más rápida que los métodos tradicionales, los cuales usualmente apalancan el crecimiento del negocio con recursos propios del emprendedor o esperan a contar con información suficiente para acceder a recursos de deuda. Instrumentos como los ángeles inversionistas o *venture capital funds*, son opciones alternativas que todo emprendedor debería evaluar en su búsqueda de crecimiento, pero que requieren abandonar el miedo a ceder participación y contar con apoyo para esto.

Una vez superadas las etapas tempranas, se abre un abanico de oportunidades que deben ser analizadas de manera cuidadosa, pues un error puede llevar al fracaso del negocio. En las fases de expansión, consolidación y madurez, la estrategia juega un papel muy importante, ya que se deben optimizar los instrumentos de deuda y capital con la mezcla que permita el crecimiento, siempre buscando el máximo beneficio para los inversionistas. En estas fases,

el crecimiento inorgánico podría ser una buena alternativa si se ha logrado adquirir una buena participación el mercado, se cuenta con ventas estables con crecimientos de un dígito, o se quiere acceder a nuevos mercados y productos que permitan llevar el negocio a nuevos horizontes.

Por último, es necesario que todo emprendimiento cuente con conocimientos financieros que le permitan, a lo largo del ciclo de vida, optar por las mejores decisiones, conociendo la oferta de productos que generen los mejores retornos a los inversionistas a través de una mezcla óptima de deuda y capital.

5. Referencias

- Bolsa de Valores de Colombia. (2017). *Bono*. Obtenido de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>
- Businessmodelgeneration. (s.f.). *Canvas*. Obtenido de <https://strategyzer.com/canvas>
- Churchill, N., & Lewis, V. (Mayo de 1983). The Five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review*, 30-40.
- Colcapital. (Diciembre de 2015). *Lineamientos mínimos para empresas interesadas en trabajar con un FCP*. Obtenido de <http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2016/03/ColCapital-ProColombia-Lineamientos-minimos-para-empresas.pdf>
- Expansion. (2017). *Renting*. Obtenido de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/renting.html>
- Harnish, V. (2005). Foreword. En J. Funkhouser, G. Fernandez, K. Marks,, & L. Robbins,, *Financing Growth: Strategies and Capital Structure*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Innokabi. (2014). *canvas de modelo de negocio*. Obtenido de <http://innokabi.com/canvas-de-modelo-de-negocio/>

- Innpulsa Colombia. (2017). *Ecosistemas regionales del emprendimiento en Colombia*. Obtenido de <https://www.innpulsacolombia.com/es/mapeo-ecosistema-startup>
- Innpulsa Colombia. (2017). *Unidad de gestión del conocimiento empresarial*. Obtenido de https://www.innpulsacolombia.com/sites/default/files/capital_semilla_parte_i_vf_0.pdf
- Investorguide. (2017). *Oferta pública inicial ipo*. Obtenido de <http://www.investorguide.com/definicion/oferta-publica-inicial-ipo.html>
- Investopedia. (2017). *Short term debt*. Obtenido de <http://www.investopedia.com/terms/s/shorttermdebt.asp>
- Janssen, T. (s.f.). *The 7 stages of business life cycle*. Obtenido de <http://www.justintimemanagement.com/en/The-7-stages-of-business-life-cycle>
- Leme, A., Martins, F., & Hornberger, K. (2014). *The state of impact investing in Latin America*. Obtenido de <http://www.bain.com/publications/articles/the-state-of-impact-investing-in-latin-america.aspx>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2015). *New approaches to SME and entrepreneurship financing: Broadening the range of instruments*. Obtenido de <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>
- Ruta N. (2015). *Inversómetro*. Obtenido de <http://www.rutanmedellin.org/>
- Serfinansa. (2017). *Credito de tesoreria*. Obtenido de <http://www.serfinansa.com.co/empresas/productos/creditocomerciales/tesoreria>
- Startupxplore. (2016). *¿Cuales son los principales inversores de startups España y en qué etapa invierten?* Obtenido de <https://startupxplore.com/es/blog/cuales-son-los-principales-inversores-de-startups-espana-y-en-que-etapa-invierten/>
- Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2007010800-001 (Crédito de fomento, Banca de segundo piso 3 de marzo de 2007).
- Vesga et al. (2017). *Emprendedores en crecimiento - El reto de la financiación*. Bogota: Ediciones Uniandes.
- Wikipedia. (2017). *Arrendamiento financiero*. Obtenido de https://es.wikipedia.org/wiki/Arrendamiento_financiero

Zambrano Vargas, S. M., & Acuña Corredor, G. (2011). Estructura de Capital. Evolución Teórica. *Revista Criterio Libre*(5), 81-102.