

FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA PROYECTOS DEL SECTOR PETROLERO EN COLOMBIA*

Oscar Mauricio Gudiño Patiño**
ogudino@eafit.edu.co

Juan Pablo Ocampo Garnica***
jocamp15@eafit.edu.co

Resumen

En el año 2016, las reservas de petróleo y gas en Colombia han retrocedido a los mismos niveles del año 2012; este cambio ha sido generado por la actual coyuntura de bajos precios de los *commodities* y el aumento de los requisitos ambientales; para ello, el gobierno y el sector privado deben propiciar escenarios que contribuyan al desarrollo del sector de hidrocarburos por medio de proyectos de exploración que mitiguen el aparente estancamiento de la inversión, el deterioro de las reservas y la pérdida de valor las empresas.

La inversión a través de mecanismos óptimos de financiación y gestión del riesgo facilitaría el acceso de recursos y la rentabilidad del negocio a mediano y largo plazo. Para ello, las empresas deben ser capaces de aprovechar la coyuntura y mirar hacia el futuro con inversiones de largo plazo que permitan la recuperación y obtención de la rentabilidad deseada, buscando mejores fuentes de financiamiento; los más importantes han sido sin duda los fondos de capital privados y financiación a través de capital mezzanine al menor costo y con el menor riesgo para los proyectos del sector.

Palabras clave: costo de capital, reservas petroleras, fuentes de financiación, fondos de capital privado, capital mezzanine, proyectos de exploración y explotación de hidrocarburos.

Abstract

In 2016, oil and gas reserves in Colombia have fallen back to 2012 levels as a result of the current low prices of commodities and increasing environmental requirements. To this end, the government and the private sector must create scenarios that contribute to the development of the hydrocarbons sector through the development of exploration projects that mitigate the apparent stagnation of investment and, consequently, the deterioration of reserves, which ultimately reduce company value. Investing through optimal financing and risk management

* Trabajo de grado para optar al título de Maestría en Administración Financiera de la Universidad EAFIT. Bogotá, julio de 2017.

** Administrador de Empresas, Universidad Militar, Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT.

*** Administrador de Empresas, Universidad Politécnico Grancolombiano, Especialista en Finanzas de la Universidad EAFIT.

mechanisms would facilitate resource access and business profitability in the medium and long term. In order to accomplish this, companies must be able to take advantage of the current juncture and look onto the future, with long-term investments that will allow them to recover and obtain the desired return. For this to be possible better sources of financing must be sought, and without doubt the most important ones have been private capital funds and mezzanine capital financing, with the lowest costs and bearing the lowest risk for projects in the sector.

Key words: Cost of capital, oil reserves, sources of financing, financial planning, private capital funds, mezzanine capital, exploration and exploitation of hydrocarbons.

1. Introducción

La actual coyuntura en los precios del barril de petróleo en el mercado ha generado una contracción en la producción de hidrocarburos en Colombia, lo que hace imperativo que existan mecanismos de financiación disponibles en infraestructura y proyectos en este sector. Es importante destacar al mercado de capitales, a través de la emisión de acciones y bonos, los fondos de capital privado y la financiación a través de capital mezzanine en su capacidad de apalancar a sectores tan importantes en la recuperación económica colombiana, y además de ello el poder potenciar todas sus posibilidades (así lo ha sido en varios países de América Latina y el mundo).

Si bien el sector de exploración y explotación depende en buena medida de la inversión extranjera por la cantidad de recursos financieros necesarios (por ejemplo, el Plan Estratégico 2011-2020 de Ecopetrol requiere una inversión de US\$80.000 millones), este no es el caso del sector de servicios petroleros donde existen recursos financieros locales suficientes como para soportarlo (“Mercado de capitales impulsa firmas de servicios petroleros”, 2014).

En los últimos diez años, Colombia se ha posicionado dentro de uno de los principales destinos de inversión en petróleo y gas en América Latina. Esta inyección de capital ha convertido al país en el cuarto productor de petróleo de la región pese a ser el sexto en cuanto a reservas, impulsado por incrementos significativos en los niveles de producción y cantidad de equipos de perforación, por lo que se espera que para el año 2020 duplique su producción actual de alrededor de un millón de barriles diarios.

Para lograrlo, debe mejorar las condiciones fiscales para que este sector pueda mover la economía incluso en la coyuntura actual con precios bajos y aun así ser competitivos; además, lograr que el panorama social pueda seguir aportando a un desarrollo social para las regiones. Otro enfoque importante es el aspecto de la protección de los recursos naturales, donde el sector y el país en general deben ser claros con la explotación y el uso de los recursos, pero dando apoyo a la explotación formal y ordenada de sus recursos, pues se ha evidenciado que si no es así la informalidad y las malas prácticas ponen en riesgo la vida en general y el desarrollo sostenible de un país y de sus propios ecosistemas.

Si lo anterior es eficiente, es posible encontrar la manera de establecer escenarios que constituyan certezas para las empresas sobre la necesidad de establecer inversiones de largo plazo en nuestro territorio, y que además existan los medios y mecanismos necesarios para incentivar la inversión en este sector, ya sea a través de inversión extranjera directa o a través del mercado de capitales en Colombia, incluidos los fondos de capital privado.

Contar con políticas claras que conduzcan a la formalidad en todos los eslabones de la economía local e implementar mecanismos eficientes de planeación y proyección financiera dará paso a que las empresas se anticipen y reaccionen de una mejor manera ante cambios que puedan

impactar el correcto desarrollo de sus proyectos (volatilidad del precio del petróleo, cambio en la normatividad legal e impositiva, orden público, tasa de cambio, etc.). Por ende, es prioritario, para las empresas de todos los sectores, establecer fuentes de financiación eficientes, no solo al menor costo, sino también con los menores riesgos del mercado, ya que una buena planeación financiera depende de ello para que la estructuración de fuentes y usos se generen de la manera diseñada y aprobada para el proyecto.

2. Revisión de la literatura

2.1 Factores de riesgo en la financiación de proyectos en el sector de hidrocarburos en Colombia

Un informe de la Superintendencia de Sociedades del año 2015 recogió información de 53 empresas del sector petrolero en Colombia y reveló que el 43% (23 empresas) presentan un riesgo integral, es decir, que están propensas a llegar a la insolvencia debido a las distintas variables del mercado; el resto, 57%, presentó un riesgo medio considerando los buenos resultados del año 2014, pero dichos resultados, como hemos podido evidenciar, fueron opacados por los obtenidos en los años 2015 y 2016 por la actual coyuntura nacional e internacional.

2.2 Riesgo de tipo de cambio

Este riesgo es importante porque la funcionalidad de los proyectos del sector petrolero se financia gran parte con los ingresos de las empresas que operan en el sector. El precio del barril se negocia en dólares en todos los mercados, lo que implica un riesgo bastante alto ante una

posible fluctuación de la tasa de cambio COP/USD. Este factor de riesgo es macroeconómico, por lo que las empresas que funcionan en moneda USD no tienen ningún control sobre el tipo de cambio, pero sí pueden adelantarse a realizar una cobertura mediante instrumentos derivados para mitigar la pérdida por diferencia en cambio.

2.3 Riesgo operativo

Es importante tener en cuenta el riesgo asociado con el costo que se incurre en los procesos de exploración dado que no siempre el proceso es exitoso o cumple con las expectativas de las empresas, por lo que es necesario que existan contratos de operaciones de interés común que usualmente son empleados en este sector, es decir, al realizar este tipo de contratos se comparte el riesgo con un tercero para que la responsabilidad y la carga financiera no sea tan alta para una sola empresa. También dentro del riesgo operativo se está sujeto a ataques terroristas, hurtos y conflictos internos.

2.4 Riesgo legal

Para el caso colombiano, al tener empresa de sociedad mixta, como Ecopetrol, es importante considerar que al realizar negociaciones de exploración se pueden presentar retrasos en las autorizaciones para funcionar, dado que Ecopetrol necesita aprobación de los mandatarios del país lo que puede conllevar posturas a favor o en contra dependiendo de los intereses del Estado.

2.5 Riesgos por el incremento en costos

Afectan directamente el mercado. Es uno de los grandes problemas debido a factores como inflación, devaluación, aumento en precios de la inversión, impuestos e incremento en el costo de la operación.

2.6 Riesgos políticos

Como la expropiación de activos, disturbios civiles, inestabilidad en las normas y cambio en la legislación tributaria, entre otros.

Ninguno de los anteriores riesgos está bajo el control de los patrocinadores y, en consecuencia, determinan una mayor incertidumbre en los proyectos (Miranda, 2005); por esta razón deben ser tenidos en cuenta antes de realizar la planeación financiera, porque este proceso deberá contener la información de cómo la empresa hará frente a cada riesgo antes de buscar o ejecutar algún recurso.



Figura 1. Oportunidades en el sector de bienes y servicios petroleros Proexport Colombia

Fuente: “Una oportunidad de inversión para fondos de capital privado” (2011).

Quintero (2015) define la planificación financiera como la declaración de lo que se pretende hacer en un futuro, y debe tener en cuenta el crecimiento esperado, las interacciones entre

financiación e inversión, las opciones sobre inversión y financiación y las líneas de negocios, la prevención de sorpresas definiendo lo que puede suceder ante diferentes acontecimientos y la factibilidad ante objetivos y metas.

Por su parte, Loaiza (2013) plantea que la planificación financiera implica la elaboración de proyecciones de ventas, ingresos y activos tomando como base estrategias alternativas de producción y mercadotecnia, así como la determinación de los recursos que se necesitan para lograr estas proyecciones.

Brealey y Myers (2010) la definen como un proceso de análisis de las influencias mutuas entre las alternativas de inversión y de financiación, proyección de las consecuencias futuras de las decisiones presentes, decisión de las alternativas a adoptar y por último la comparación del comportamiento posterior con los objetivos establecidos en el plan financiero. La consideran también como una técnica que reúne un conjunto de métodos, instrumentos y objetivos con el fin de establecer pronósticos, metas económicas y financieras, tomando en cuenta los medios que se tienen y los que se requieren para lograrlo.

Para dichos autores es un procedimiento en tres fases que son: planear lo que se quiere hacer, llevar a cabo lo planeado y verificar la eficiencia de cómo se hizo. La planificación financiera dará a la empresa una coordinación general de funcionamiento estimando la demanda de recursos (compras, activos, mano de obra, ventas, etc.) y teniendo como base las distintas alternativas posibles para alcanzar las metas, auxiliándose de herramientas técnicas financieras y matemáticas.

El costo de capital es fundamental al momento de la planeación financiera; para Juan José Miranda (2005) es simplemente el costo que para una entidad representa el obtener recursos para financiar la adquisición de activos o garantizar su operación. Identificar el costo de capital permite, en primer lugar, medir los costos financieros de una empresa y, en segundo lugar, tener un punto de referencia sobre el cual decidir la rentabilidad potencial aceptable de un proyecto específico. El criterio de escogencia de fondos para inversiones se reduce entonces a que la rentabilidad interna de la inversión exceda los costos de financiación.

La planificación financiera es un aspecto que reviste gran importancia para el funcionamiento y, por ende, la supervivencia de la empresa.

Son tres los elementos clave en el proceso de planificación financiera:

- La planificación del efectivo consiste en la elaboración de presupuestos de caja. Sin un nivel adecuado de efectivo y pese al nivel que presenten las utilidades la empresa está expuesta al fracaso.
- La planificación de utilidades se obtiene por medio de los estados financieros proforma, los cuales muestran niveles anticipados de ingresos, activos, pasivos y capital social.

- Los presupuestos de caja y los estados proforma son útiles no solo para la planificación financiera interna, sino que hacen parte de la información que exigen los prestamistas tanto presentes como futuros.

El objetivo de la planificación financiera es minimizar el riesgo y aprovechar las oportunidades y los recursos financieros, decidir anticipadamente las necesidades de dinero y su correcta aplicación, buscando su mejor rendimiento y su máxima seguridad financiera. El sistema presupuestario es la herramienta más importante con la que cuenta la administración moderna para realizar sus objetivos.

El catalizador de la inversión del sector de hidrocarburos en Colombia ha sido, en gran medida, la inversión extranjera directa, quien junto con la Banca tradicional maneja algunos tipos de financiación como lo hacen con el sector de la construcción, pero donde se exigen mayores y mejores garantías por tratarse de escenarios de mayor riesgo, o accediendo directamente a los mercados de capitales donde las empresas grandes han aprendido a diversificar el acceso al capital para impulsar sus actividades. El gobierno también le ha otorgado gran relevancia en los últimos años promoviendo propuestas y leyes para facilitar los proyectos de exploración y explotación de hidrocarburos, y que se logren aumentar los ya bajos niveles de reservas para el abastecimiento interno y mantener excedentes para la exportación que mejoren la balanza en la cuenta corriente nacional.

La entrada de grandes bancos ha permitido la financiación de proyectos, lo que ha llevado a las empresas a obtener ganancias y mejorar la gestión de tesorería, asesoría en inversión, gestión de riesgos, entre otros. Porque para los bancos, desde el punto de vista de su operación, es

importante que la empresa que financia cumpla con su planeación financiera y los flujos de caja planeados para poder acertar con el pago a todos sus proveedores, socios estratégicos y grupos de interés.

Con la entrada en vigencia del decreto 0155 del 2015 se creó la Comisión Intersectorial para Proyectos Estratégicos del sector Comercio, Industria y Turismo, donde confluyen distintos ministerios con la única función de viabilizar proyectos que impacten positivamente el comercio, la industria y el turismo, siendo de gran relevancia el sector de hidrocarburos, objeto de estudio en el presente documento.

Tenjo y Martínez (2007), del Banco de la República de Colombia, en su texto *Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia*, concluyen que las empresas se alejan de su estructura de capital, que tenían previamente, al momento de realizar alguna inversión, llevándolas a un terreno desconocido al inicialmente proyectado y analizado; lo anterior pone nuevamente en evidencia la importancia de realizar una planeación financiera con base en la elección de una fuente de financiación sólida y confiable, de procesos eficaces de proyección y análisis dinámicos para la toma eficiente de decisiones, ya que el problema de financiación no es una simple gestión de liquidez a corto plazo.

El nivel de acceso a la financiación se determina a través de la composición de las fuentes de financiación que conforman el balance general, es decir, la ponderación estimada de los pasivos corrientes, de largo plazo y de recursos patrimoniales; elementos que en la disciplina financiera constituyen la estructura financiera y de capital de la empresa. En este grupo se analiza el

comportamiento de los indicadores de endeudamiento de cada empresa, entre ellos los siguientes (Vera-Colina, Melgarejo-Molina y Mora-Riapira, 2014):

Tabla 1. Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento total - (Pasivo total)/(Activo total)	(3.1.a).
Endeudamiento a corto plazo- (Total pasivo corriente)/(Pasivo total)	(3.1.b).
Endeudamiento Financiero/Activo - (Obligaciones financieras)/(Activo total)	(3.1.c).
Endeudamiento Financiero/Ingresos - (Obligaciones financieras)/(Ingresos operacionales)	(3.1.d).
Carga financiera/ingresos - (Gastos financieros)/(Ingresos operacionales)	(3.1.e).
Pasivo largo plazo-Capital - (Pasivo de largo plazo)/(Patrimonio)	(3.1.f).
Apalancamiento total - (Pasivo total)/(Patrimonio)	(3.1.g).
Apalancamiento de corto plazo - (Pasivo corriente)/(Patrimonio)	(3.1.h).
Apalancamiento financiero - (Obligaciones financieras)/(Patrimonio)	(3.1.i).

Fuente: Vera-Colina, Melgarejo-Molina y Mora-Riapira (2014).

Para Vera-Colina (*et al.*, 2014), al analizar la composición de la financiación de terceros el endeudamiento contratado con instituciones financieras solo representa el 9% del activo. Lo que implica un alto riesgo por la concentración de deuda a través de pasivos. Esto puede convertirse en una dificultad para fortalecer posiciones competitivas de las empresas, ya que su crecimiento y posibles estrategias de diversificación se ven limitados por la disponibilidad de recursos propios de los socios o financiamiento a través del patrimonio.

Los resultados permiten afirmar que actualmente las empresas están obteniendo recursos de: 1) Recursos patrimoniales, 2) Pasivos operacionales de corto plazo (proveedores, acumulados por pagar) y 3) Pasivos de largo plazo en un porcentaje significativamente menor. Este

comportamiento es similar al observado en las pymes de otras latitudes (Vera-Colina *et al.*, 2014), en donde el comportamiento de su estructura de capital (largo plazo) muestra patrones de la teoría de selección jerárquica (Vera-Colina *et al.*, 2014): y donde los empresarios prefieren financiarse con recursos propios antes de recurrir a fuentes externas, manteniendo el control de la propiedad, pero sacrificando el crecimiento potencial de la organización y de su actividad económica.

Al respecto, Vera-Colina (*et al.*, 2014) considera que esto no obedece necesariamente a una actitud de los propietarios, sino a la falta de interés de los nuevos inversionistas en estos pequeños negocios. A ello podrían agregarse, en el caso de las pymes colombianas, las limitaciones para generar ingresos y atraer fuentes de financiación que fortalezcan su desempeño.

Para Miranda (2005), una vez se han adelantado las estimaciones preliminares en torno a los costos de instalación y los de funcionamiento se está en condiciones de estudiar las diferentes opciones de financiación disponibles, que permitan atender las necesidades de capital en las distintas etapas del proyecto.

Fuentes internas:

- Utilidades por distribuir
- La depreciación
- Venta de activos

Fuentes externas:

- Acciones
- Project Finance
- Bonos
- Boceas
- Crédito nacional
 - Financiación a corto plazo:
 - Cartera ordinaria
 - Cartas de crédito
 - Carta de crédito internacional
 - Aceptaciones bancarias
 - Titulación de activos
 - Financiación a mediano y largo plazo:
 - Créditos de fomento
 - Financiación con leasing
 - Banca de inversión
 - Multibanca
 - Organización del sistema financiero colombiano

Otras modalidades de cooperación entre el sector público y el privado son: contratos de servicios, contratos de gestión, contratos de arriendo y las concesiones. Estas últimas se caracterizan porque el sector privado es el dueño de los activos, por lo menos en un periodo largo (Miranda, 2005).

Para el presente documento de estudio nos centraremos en los Fondos de Capital Privado (FCP) y capital mezzanine, las dos fuentes de financiación más importantes en el desarrollo de proyectos en el sector de hidrocarburos; su importancia radica en el manejo del riesgo, el costo de capital y la Tasa Interna de Retorno (TIR).

3. Fondo de Capital Privado

Un Fondo de Capital Privado (FCP) es un vehículo de inversión especialmente diseñado según la normativa vigente y el perfil de sus inversionistas, administrado por un equipo profesional con el fin de realizar inversiones de capital en empresas que no cotizan en la bolsa de valores. En Colombia, los FCP deben registrarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

Los FCP persiguen dos finalidades:

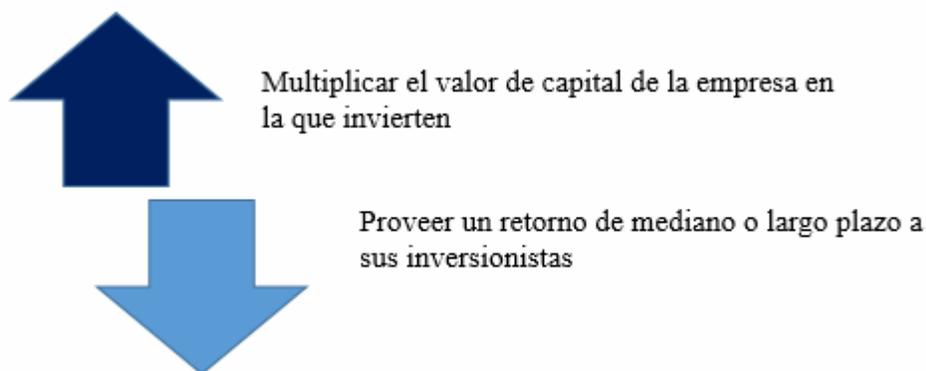


Figura 2. Finalidad Fondos de Capital Privado

Fuente: “Guía práctica de fondos de capital privado para empresas” (2008).

En el mercado internacional los FCP se han posicionado como una excelente fuente de financiación y clase de activos para inversionistas con un gran poder adquisitivo.

Para multiplicar el valor del capital empresarial los FCP proveen fondos a empresas que no cotizan en la bolsa, para destinarlos como se ve en la siguiente figura:



Figura 3. Fondos de Capital Privado

Fuente: “Guía práctica de fondos de capital privado para empresas” (2008).

Vale la pena resaltar que, por lo general, los FCP no aportan capital para el desarrollo de nuevas ideas o planes semillas, es decir, negocios que empiezan de cero, por el riesgo, el tiempo que necesitan para producir flujos de caja y por la incertidumbre que esa clase de proyectos generan; no obstante, organismos multilaterales y gobiernos adoptan mecanismos para impulsar proyectos

que produzcan impacto social, aunque ese sería un buen tema para tratar y documentar en otro trabajo.

En el apalancamiento bajo modelo de FCP se encuentran otros vehículos de inversión con fines de fomento, como, por ejemplo, para el desarrollo de determinada industria o el fortalecimiento del segmento empresarial o de emprendedores de una región.

Es importante mencionar la diferencia entre los FCP y el crédito. Mientras que, a los proveedores de crédito, en el marco de los contratos de crédito financiero, se le otorgan derechos frente a la devolución del capital, indistintamente del éxito o fracaso de la empresa, el capital privado implica generalmente una participación accionaria en la compañía receptora, donde el FCP en calidad de accionista participa tanto de las ganancias como de las pérdidas de la empresa (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

Los FCP están en sus primeras etapas de formación en el mercado colombiano por lo cual para fortalecer su desarrollo existe el convenio Colombia Capital, cuyo objetivo principal es apoyar el buen funcionamiento de los FCP y su respectiva inversión en empresas colombianas.

3.1 Ventajas de los Fondos de Capital Privado

Las empresas receptoras de los FCP evidencian un crecimiento e innovación económica significativa. Lo anterior se explica por varios factores: inyección de capital fresco, trayectoria y experiencia profesional de los ejecutivos de los fondos de capital privado, énfasis en el plan de

negocios y en el *core business*. De esta forma, los capitales privados pueden proporcionar el financiamiento y la asesoría necesaria para alcanzar los objetivos propuestos por las empresas. Finalmente, el objetivo de los capitales privados es el mismo del empresario, aumentar el valor de la empresa en el mediano y largo plazo.

En este punto es importante resaltar el trabajo de las Bancas de Inversión, que en muchos casos diseñan, a la medida de las necesidades de la empresa, opciones entre las que se encuentran la financiación a través de capital y deuda mezzanine; en otros momentos esta asesoría le permite a las empresas obtener recursos por fuera del balance.

Para el caso puntual de la financiación a través de capital es importante tener en cuenta que la participación del empresario en la estructura de propiedad de la empresa puede disminuir a causa del ingreso de nuevos accionistas de capital privado; esa pequeña porción que el empresario conserva después del proceso de reestructuración y permanencia en el tiempo podrá representar aún más que la totalidad del valor del todo inicial (“mejor 50% de 100 que 100% de 25”) (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

- Capital de mediano y largo plazo, sin exigencia de pagos por concepto de intereses.
- Fortalecimiento de la situación patrimonial de la empresa.
- Mejoras en los mecanismos de toma de decisiones a través de un mejor gobierno corporativo.
- Mayor disciplina financiera a través del planeamiento financiero de largo plazo.
- Mayor profesionalización de la estructura gerencial.

- Apoyo a la administración, así como asesoramiento en temas estratégicos y financieros.
- Oportunidad de mayor crecimiento en menor tiempo.
- Ampliación de redes de contactos para el desarrollo de los mercados actuales o para la apertura de nuevos mercados.
- Facilitación de las alianzas estratégicas.
- Fortalecimiento de la imagen de la empresa, entre otros.

3.2 Capital privado vs. crédito bancario

Lo primero que se debe tener en claro es que los FCP aportan capital en la forma de capital accionario o cuasi accionario (como acciones preferenciales o deuda convertible). Esto quiere decir que el FCP se convierte en un socio más del empresario, obteniendo derechos tanto en pérdidas como en ganancias, y que tendrá una participación activa en la toma de decisiones de la empresa.

El éxito de un FCP está vinculado directamente al éxito que tenga el plan de negocio propuesto. Normalmente, los FCP no se aseguran con los activos de la empresa, pero están en todo su derecho de solicitar garantías dependiendo del nivel de riesgo en que se incurre por el sector en que la empresa se mueve. Los FCP adquieren un número de porcentaje de acciones de la compañía, permaneciendo un período de tiempo considerable con la inversión y, finalmente, obtienen el retorno de capital mediante la “salida” o “desinversión”, la cual puede darse principalmente a través de alguno de los siguientes mecanismos:

- Venta directa de su participación accionaria a un tercero con interés estratégico en la industria (*trade sale*).
- Venta directa de su participación accionaria a otro FCP (*secondary sale*).
- Venta en el Mercado Público de Valores a través de una Oferta de Acciones en el Mercado Público de Valores.
- Reventa de sus acciones a los otros socios de la empresa (*saleback*).

La venta directa a un inversionista estratégico o a otro fondo es la vía más común, observándose en el sesenta y tres por ciento (63%) de los casos en los últimos años. Las salidas a bolsa o IPO han sido también un canal importante, con el trece por ciento (13%) de los casos (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

En el caso de los créditos bancarios la empresa que presta asume el compromiso de devolver los fondos luego de un plazo predeterminado. Durante el periodo de préstamo los bancos reciben sus ganancias por medio de los intereses sobre la deuda y normalmente aseguran el pago de los fondos prestados comprometiendo el patrimonio personal de los accionistas. Es decir, que si la empresa no paga su compromiso con el banco este podrá reclamar los activos de la empresa.

Para entender más aun la diferencia entre estas dos fuentes de financiación se presenta un resumen con los puntos más importantes.

Tabla 2. Diferencias entre Fondos de Capital Privado y crédito bancario tradicional

Capital Privado	Crédito Bancario
Mediano a largo plazo	Corto a largo plazo
El capital no es exigible. El compromiso del FCP se mantiene hasta la "salida".	Los créditos pueden volverse exigibles si la compañía viola algún requisito contractual. En el caso de sobregiros, su pago puede ser exigido a voluntad del establecimiento de crédito.
El compromiso del FCP puede caerse si no se cumplen acuerdos contractuales con el fondo o metas del plan de negocios.	El compromiso del establecimiento de crédito puede caerse si la seguridad del crédito se ve amenazada o se violan compromisos contractuales con el mismo o con terceros ("covenants").
Provee una base de capital sólida y flexible para atender su plan de crecimiento futuro.	Una fuente útil de financiación si el nivel de endeudamiento es manejada de manera responsable y si la empresa tiene un buen flujo de caja.
Saludable para el flujo de caja, ya que los dividendos y eventuales costos de interés (si los hay) pueden ser adaptados a las necesidades de la empresa y al plan de negocios. Los mismos se adaptan al flujo de fondos futuro de la empresa.	Requiere un flujo de caja suficiente para cumplir con los intereses y pagos de capital. Las tasas de interés están determinadas por las condiciones de mercado y el flujo de fondos actual de la empresa.
Los retornos a los inversionistas de CP dependen del crecimiento y del éxito del negocio. Entre más exitosa sea la empresa, mejores retornos obtendrá el inversionista.	Depende del continuo funcionamiento de la empresa para atender los costos de intereses y mantener el valor de los activos que respaldan o garantizan la deuda.
Si el negocio fracasa, los inversionistas de CP estarán a la par de los otros accionistas para el reclamo de su capital, luego de acreedores, bancos y otros establecimientos de crédito. Los FCP pueden solicitar preferencia sobre los accionistas originales.	Si el negocio fracasa, el establecimiento de crédito tiene la primera opción sobre los activos de la compañía. En estos casos, los activos suelen agotarse en el repago de los acreedores.

Fuente: "Guía práctica de fondos de capital privado para empresas" (2008).

3.3 Fuentes de Capital Privado

Dentro de las fuentes de capital privado encontramos principalmente los FCP, los bancos de inversión, los inversionistas ángeles y grupos económicos con un fuerte músculo financiero. Como fue mencionado anteriormente los FCP son la principal fuente de apalancamiento para empresas con potencial de crecimiento.

3.4 Fondos de Capital Privado (FCP)

Como ya se dijo los FCP son vehículos especialmente diseñados para proveer capital privado a las empresas.

Dentro de las estrategias de negocio que aplican afirman que las inversiones que realizan suelen estar dentro de los 3 a 7 años, y si hay casos que requieran un mayor periodo se pueden contemplar. Usualmente, el 58% de las inversiones que están bajo fondos de capital privado se manejan a 5 años.

3.5 Empresas receptoras de inversión de Fondos de Capital Privado en Colombia

A continuación, se presenta una lista de los sectores económicos que han tenido o tienen actualmente financiación por medio de FCP, en la que se destaca la exploración y explotación de petróleo y gas:

Tabla 3. Sectores que utilizan el financiamiento por Fondos de Capital Privado

Compra y administración de carteras de crédito improductivas
Cadena de centros médicos deportivos
Servicios financieros
Distribuidora de combustibles
Fabricación y comercialización de tuberías y accesorios de polietileno
Televisión por cable
Exploración y explotación de reservas de petróleo y gas
Constructora y gestora de desarrollo urbanístico
Cultivo de cacao y plátano
Cultivos, florales y distribución
Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica
Manufactura de mallas plásticas, telas sintéticas, cuerdas, sogas y fibras sintéticas fabricadas a base de polietileno y polipropileno

Manufactura y venta de productos de aluminio fabricados por extrusión
Producción y comercialización de productos alimenticios, enlatados y productos derivados del azúcar
Producción, comercialización y venta de aceites y grasas comestibles, así como de productos alimenticios, de aseo, higiene y uso personal

Fuente: “Guía práctica de fondos de capital privado para empresas” (2008).

Para conseguir la inversión de un FCP se debe presentar un plan de negocio, que debe contener los siguientes parámetros:

- Resumen ejecutivo

Es el plan de negocio y el primer contacto con los FCP; cabe aclarar que no es necesario en esta instancia presentar la ejecución total del plan de negocio.

El resumen ejecutivo deberá incluirse en la parte inicial del plan de negocios ya que incluye la misión y visión del proyecto, así como una breve reseña de la actividad empresarial, un análisis del entorno de mercado, qué oportunidades y debilidades presenta, cuál será el producto o servicio, cuál es la capacidad operativa de la empresa y, lo más importante, el monto y destino de la financiación.

- Plan comercial

Es importante convencer al FCP que el producto o servicio de la empresa tiene una oportunidad real y es rentable.

A continuación, algunos de los FCP que hay actualmente en Colombia y que respaldan la inversión y financiación del sector petrolero:

Tabla 4. Fondos de Capital Privado

NOMBRE DEL FONDO	SECTORES ECONOMICOS	ETAPA DE LA EMPRESA	RANGO DE INVERSION
Fondo de Capital Privado de Infraestructura Brookfield Colombia	Servicios públicos: electricidad, aguas e hidrocarburos Infraestructura de transporte: carreteras, puertos y aeropuerto	Empresas en crecimiento, con más de un año en el mercado y ventas con alto crecimiento. Empresas en etapa madura, más de 5 años de operación, más de 50 empleados y ventas superiores a 30 mil millones.	Desde USD 50 millones
Tribeca Fund I – FCP	Multisectorial, con especial interés en: Consumo masivo, Salud, industria de bienes suntuarios, Micro mercados; Energía e hidrocarburos; Comunicación y medios; Bienes y servicios industriales.	Empresas en crecimiento (producto probado en el mercado, crecimiento pronunciado en ventas) y empresas maduras (Mas de 50 empleados, producto probado en el mercado, crecimiento estable, ventas anuales mayores a 20 mil millones de pesos, utilidad neta positiva)	\$6.000 Millones, Máximo: \$50.000
Tribeca Energy Fund	Energético	Empresas maduras (Mas de 50 empleados, producto probado en el mercado, crecimiento estable, ventas anuales mayores a USD 30 millones de pesos, utilidad neta positiva)	N/A
Fondo de Capital Privado Nexus Infraestructura I FCP	Transporte, Energía Eléctrica, Minas, Gas, Petróleo, Biocombustibles, Agua potable, Saneamiento básico	Start up/etapa de inicio, Empresas en crecimiento y Empresas maduras con ventas entre los 20mil millones de pesos y 150mil millones de pesos	N/A
Fondo Transandino Colombia FCP	Multisectorial, con enfoque no exclusivo en: Servicios Financieros, Logística, Turismo, Comercio al Detal, Servicios Petroleros, Educación/salud, Otros Servicios	Empresas en crecimiento (producto probado en el mercado, crecimiento pronunciado en ventas) y empresas maduras (Mas de 50 empleados, producto probado en el mercado, crecimiento estable, ventas anuales mayores a 1900 mil millones de pesos, utilidad neta	Mínimo: \$1.000 Millones, Máximo: \$10.000 Millones
Fondo MAS Colombia – LatAm	1. Crecimiento Estratégico: Servicios financieros, Comercio al detal, Hotelería & turismo, Salud y educación 2. Servicios Especializados: Manufacturas seleccionadas, Servicios transporte & logística, Servicios petroleros y energía, Generación energía eléctrica, Agua y alcantarillado, Soluciones de comunicación 3. Agronegocios Integrados: Agrícola integrado exportable, Maquinaria y equipos agro, Productos alimenticios, Comercio al detal alimentos, Palma/soya/came, Distribución y empaque alimentos	Crecimiento & expansión	US\$5 MM - US\$ 15 MM

Fuente: Mincomercio, Industria y Turismo (2009).

- Valorando su empresa

Después de intercambiar el plan de negocio con el FCP, si ambas partes están interesadas, se procede a discutir los términos de la inversión; para eso lo primero que se debe tener presente es el valor de la empresa que propone el proyecto.

- No hay un camino correcto o incorrecto para llegar a esa valoración ya que existen numerosas metodologías, sin embargo, los FCP se rigen por sus propios métodos, acá unos de los más utilizados:

Valoración comparativa con base en múltiplos: (precio/ventas, precio/ganancias, Ebit/EBITDA, múltiplos específicos de industrias particulares como el sector petrolero, el sector de salud, la televisión por cable, entre otras). Calcule el valor de la empresa en comparación con el valor de

empresas similares inscritas en el mercado público de valores, o con base en transacciones privadas recientes (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008)

Flujo de fondos descontados: consiste en calcular el valor presente del flujo de fondos proyectado de la compañía con base en su plan de negocios (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

Valoración de activos: en caso de empresas con altos componentes de infraestructura, como equipos costosos, bienes raíces o licencias, se intenta estimar el valor de reposición de mercado de estos activos (“Guía práctica de fondos de capital privado para empresas”, 2008).

Calcule el valor de la empresa que le dará al FCP y sus tasas de retorno requeridas, de acuerdo con el periodo en que piensan ser accionistas de la empresa. Los FCP usualmente piensan en términos de un objetivo de retorno completo para sus inversionistas. La palabra “retorno” hace referencia a la tasa interna de retorno anual (TIR), y es calculada sobre la vida de la inversión. El retorno total toma en cuenta las redenciones de capital, posibles ganancias de capital (a través de una salida total o venta de acciones) y un ingreso por cargos y dividendos.

Los retornos requeridos dependerán del riesgo percibido de la inversión –entre más alto el riesgo mayor el retorno que se busca– y variarán considerablemente de acuerdo al sector y a la etapa en que esté la empresa. Como referencia, el retorno requerido deberá exceder normalmente un veinticinco por ciento (25%) anual. La TIR requerida dependerá de los siguientes factores: 1) El riesgo asociado con el propósito de la empresa; 2) El periodo o duración de la inversión; 3) Qué

viabilidad espera tener el fondo en el retorno de su inversión, por ejemplo, a través de una venta comercial, inscripción en el mercado de valores, entre otros y 4) La cantidad de fondos interesados en la empresa y la competencia involucrada.

Tabla 5. Resumen de la inversión

ETAPA	EMPRESARIO	EMPRESARIO Y FONDO DE CAPITAL PRIVADO	FONDO DE CAPITAL PRIVADO	REPORTES
Acercándose al Fondo de Capital Privado / evaluando el plan de negocios	<ul style="list-style-type: none"> • Agende asesores • Prepare el plan de negocios • Contacte el Fondo de Capital Privado 		Revisión del plan negocios	Plan de negocios
Investigaciones iniciales y negociación	Provea información adicional	<ul style="list-style-type: none"> • Encuentros para discutir el plan de negocios • Construya una buena relación 	<ul style="list-style-type: none"> • Conducción de investigaciones iniciales • Valoración del negocio 	Carta de oferta
<i>Due diligence</i>		<ul style="list-style-type: none"> • Reuniones con contadores • Reuniones con otros consultores 	Iniciar con el <i>due diligence</i> externo	<ul style="list-style-type: none"> Reportes de los asesores Reportes de los contadores
Negociación final y terminación	Revele toda la información relevante de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Negocie términos finales • Derechos de voto y constitución de documentos 	Completar toda la información	<ul style="list-style-type: none"> • Carta de declaración • Garantías e indemnizaciones
Monitoreo	<ul style="list-style-type: none"> • Provea las cuentas administrativas periódicamente • Esté en frecuente comunicación con 		<ul style="list-style-type: none"> • Asiento en la junta • Inversión de monitoreo • Input constructivo 	<ul style="list-style-type: none"> • Cuentas administrativas • Reporte de la junta y de otras reuniones
Salida				

Fuente: “Guía práctica de fondos de capital privado para empresas” (2008).

Desde hace más de dos décadas, Bancóldex ha buscado mecanismos complementarios al crédito para financiar empresas a través de capital, dando origen, en el año 2009, al programa de inversión en fondos de capital privado y capital emprendedor denominado Bancóldex Capital.

Los principales objetivos del programa han sido (“Catálogos fondo de capital privado y emprendedor en Colombia, 2015-2016”, 2016):

- Ofrecer un instrumento alternativo de financiamiento empresarial de largo plazo a través de capital.
- Contribuir al desarrollo de la industria de FCP.

- Atraer nuevos inversionistas privados y públicos, locales y extranjeros que estén interesados en participar en empresas, a través de estas estructuras de financiación.

4.3 Casos de éxito

4.1 Caso aplicado Ecopetrol Fondo de Capital Privado LAEFM Colombia LTDA.

LAEFM Colombia Ltda. es una subsidiaria de Latin America Enterprise Fund Managers L.L.C. (“LAEFM”), una de las compañías pioneras en la gestión de FCP en Latinoamérica con recursos administrados acumulados por USD 783 millones desde 1995. Por su parte, LAEFM Colombia se concentra en gestionar FCP que inviertan en sectores prioritarios de la economía colombiana, hidrocarburos y forestal (“Fondos de capital privado y emprendedor en Colombia”, 2014-2015).

El Fondo de Capital Privado Hidrocarburos de Colombia fue el primer FCP constituido en el país. Consta de tres fases; Fase I USD 62 millones (inició operaciones en el 2005), Fase II USD 67 millones (inició operaciones en el 2008) y Fase III USD 220 millones (inició operaciones en el 2010). La estrategia del fondo es invertir en proyectos de exploración y producción de hidrocarburos asociándose con operadores especializados que tengan contratos con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) o Ecopetrol, en bloques nacionales.

Tabla 6. Información general del fondo

LAEFM Colombia Ltda													
I. INFORMACIÓN GENERAL DEL FONDO													
1. Nombre del fondo	Fondo de Capital Privado Hidrocarburos de Colombia Fase I, II y III												
2. Sociedad administradora	Fiduciaria Bancolombia S.A.												
3. Gestor profesional	LAEFM Colombia Ltda.												
4. Director (es) del fondo	Eduardo Elejalde												
5. Tamaño del cierre final del fondo *	USD 349,6 millones <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: USD 62,3 millones ▪ Fase II: USD 67,3 millones ▪ Fase III: USD 220 millones 												
6. Porcentaje de compromisos de capital disponibles para inversión en compañías	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: 0 % para invertir en proyectos ▪ Fase II: 0 % para invertir en proyectos ▪ Fase III: 10 % para inversión en proyectos 												
7. Fecha de cierre inicial Fecha fin de período de inversión Fecha final - duración del fondo (años)	<table border="0" style="width: 100%;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;">Fase I:</th> <th style="text-align: left;">Fase II:</th> <th style="text-align: left;">Fase III:</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>▪ Junio 2005</td> <td>▪ Febrero 2008</td> <td>▪ Noviembre 2010</td> </tr> <tr> <td>▪ Junio 2009</td> <td>▪ Febrero 2012</td> <td>▪ Noviembre 2014</td> </tr> <tr> <td>▪ Junio 2015 (10 años)</td> <td>▪ Febrero 2018 (10 años)</td> <td>▪ Noviembre 2020 (10 años)</td> </tr> </tbody> </table>	Fase I:	Fase II:	Fase III:	▪ Junio 2005	▪ Febrero 2008	▪ Noviembre 2010	▪ Junio 2009	▪ Febrero 2012	▪ Noviembre 2014	▪ Junio 2015 (10 años)	▪ Febrero 2018 (10 años)	▪ Noviembre 2020 (10 años)
Fase I:	Fase II:	Fase III:											
▪ Junio 2005	▪ Febrero 2008	▪ Noviembre 2010											
▪ Junio 2009	▪ Febrero 2012	▪ Noviembre 2014											
▪ Junio 2015 (10 años)	▪ Febrero 2018 (10 años)	▪ Noviembre 2020 (10 años)											
8. Información de contacto	John Jairo Santa - Director Gerente jsanta@laef.com +571 - 606 5500 Bogotá												
II. POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FONDO													
9. Foco regional / países	Colombia (Llanos Orientales, Putumayo, Catatumbo y Valle Superior y Medio del Magdalena)												
10. Sectores en los cuales se han realizado inversiones del fondo	Hidrocarburos												
11. Descripción general del tipo de empresas en las que invierte el fondo	El Fondo invierte a riesgo en proyectos de exploración y producción de hidrocarburos asociándose con operadores especializados que tengan contratos con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) y/o Ecopetrol en bloques nacionales. No invierte en empresas												
12. Rango de ventas *	El Fondo invierte a riesgo en proyectos de exploración y producción de hidrocarburos, no en empresas												
13. Inversión mínima / máxima del fondo por empresa *	Inversión máxima USD 10 millones por proyecto en Fase III con posibilidad de exención hasta el 20% de los Recursos Comprometidos												
14. Participación accionaria del fondo en la empresa	El Fondo invierte a riesgo en proyectos de exploración y producción de hidrocarburos, no en empresas. La propiedad en los proyectos es minoritaria (30% - 40%) con participación en las decisiones claves												
15. Número de compañías en las que ha invertido el fondo	El Fondo invierte a riesgo en proyectos, no en empresas <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: 15 proyectos ▪ Fase II: 15 proyectos ▪ Fase III: 20 proyectos a la fecha 												
16. Número de compañías / participaciones vendidas (exits)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: 134% de los recursos comprometidos devueltos a los inversionistas a la fecha ▪ Fase II: 102% de los recursos comprometidos devueltos a los inversionistas a la fecha ▪ Fase III: 37% de los recursos comprometidos devueltos a los inversionistas a la fecha 												
17. Múltiplo de Capital TOTAL del fondo obtenido en las inversiones de compañías y/o participaciones vendidas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: Confidencial ▪ Fase II: Confidencial ▪ Fase III: Confidencial 												
18. Tasa interna de retorno (TIR) del fondo (Realizada)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fase I: Confidencial ▪ Fase II: Confidencial ▪ Fase III: Confidencial 												

* Valor en la moneda de denominación del fondo

Fuente: “Catálogos fondo de capital privado y emprendedor en Colombia, 2015-2016 (2016).

Actualmente, el fondo en su etapa II se encuentra en finalización y venta que culminará en el mes de febrero del próximo año. Esta etapa consta de 15 proyectos y actualmente ha devuelto el 183% de los recursos comprometidos a sus inversionistas. En su etapa III tiene 21 proyectos y ha devuelto el 129% de los recursos invertidos a sus inversionistas, con finalización en septiembre

del año 2020. La TIR consolidada del fondo se encuentra en el 26% antes de gastos administrativos y comisiones del fondo (17% neto) (“Catálogos fondo de capital privado y emprendedor en Colombia, 2015-2016”, 2016).

Otro fondo exitoso hasta el momento es:

Tabla 7. Fondo Compartimientos CP-Val de Credicorp Capital

Información general del fondo		Estado del fondo:  Cerrado
 <p>BCP Capital Correal IM Trust</p>	<p>Nombre del fondo Compartimientos CP-Val</p> <p>Sociedad administradora Credicorp Capital Colombia S.A.</p> <p>Director del fondo Jose Miguel Santamaría Uribe</p>	<p>Gestor profesional Compartimientos Cp-Val Sector Distribución de Combustibles: Credicorp Capital Colombia S.A.</p> <p>Compartimento Cp-Val Sector Térmico: Mónica Cheng.</p> <p>Compartimento Cp-Val Sector Hidrocarburos: Altra Inversiones SAS.</p>
<p>Tamaño del cierre final del fondo</p> <p>Cp-Val Sector Distribución de Combustibles: USD 90 millones</p> <p>Compartimento Cp-Val Sector Térmico: USD 60 millones</p>	<p>Cp-Val Sector Hidrocarburos: USD 30 millones</p>	<p>Porcentaje de compromisos de capital disponibles para inversión en compañías 0%</p>
<p>Fecha de cierre inicial Julio 2007</p>	<p>Fecha fin de período de inversión N.A.</p>	<p>Fecha final - Duración del fondo (años) 2020 (13 años)</p>

Fuente: “Catálogos fondo de capital privado y emprendedor en Colombia, 2015-2016” (2016).

Este fondo se vence en el año 2020, actualmente lleva dos salidas de participaciones exitosas (se liquidó el compartimiento CP Val Eléctrico Colgener) con una tasa de retorno consolidada a la fecha del 20,13%, repartida entre sus partícipes (“Catálogos fondo de capital privado y emprendedor en Colombia, 2015-2016”, 2016).

Para el año 2016, en Colombia, se conoció un caso muy exitoso, no solo por su rentabilidad sino por la coyuntura en la que se presentó: el Fondo de Capital Privado TRIBECA, que aceleró en sus desinversiones y gracias a ello logró la venta de su participación del 100% en Petrolatina Energy Ltd. a la compañía Gran Tierra Energy, alcanzando una tasa de retorno de alrededor del 630%, operación en la que recibió alrededor de 264 Millones de dólares en efectivo; así consiguió, en sus diez años de funcionamiento, un récord de más de dos veces de retorno a la inversión para sus participantes (“Tribeca anunció el acuerdo de venta de su participación en Petrolatina Energy Ltd. con un retorno esperado cercano al 630%”, 2016).



Figura 4. Página web Tribeca Asset Management

Fuente: Tribeca Asset Management (2017).

4.2 Capital mezzanine

La financiación mezzanine es un mecanismo que le permite a las empresas la oportunidad para adquirir fondos o recursos de capital que se clasifican como patrimonio en el balance general,

pero asumen muchas de las características favorables de la deuda (Mezzanine Financing Definition). Una ventaja fundamental para las compañías es la oportunidad de evitar una venta de sus acciones o patrimonio. Este tipo de crédito existe en varias formas, siendo los más comunes las notas subordinadas y las acciones preferenciales, que le ofrecen a la empresa la oportunidad de recibir diversos flujos de ingresos como dinero en efectivo, intereses pagados en especie, adquisición de la empresa y pago por su participación (“Nuevas alternativas de financiación, crédito mezzanine”, s. f.).

Para las empresas del sector petrolero es importante obtener recursos que les permitan hacer la inversión en los proyectos de expansión de infraestructura, exploración y excavación de pozos petroleros y así realizar la reactivación del mercado. La figura de financiación mezzanine es más que todo utilizada en los mercados de Europa y Estados Unidos; en Colombia aun es desconocida, no obstante, desde hace unos años las empresas, y hasta los principales diarios económicos del país, han estado atentos a conocer esta figura.

Por ejemplo, hacia el año 2010 el diario *Portafolio* publicó “Financiación ‘mezzanine’, opción para compañías en crecimiento”, artículo dentro del cual se explica de manera sencilla cómo funciona este tipo de financiación:

La finalidad de la financiación mezzanine es en suministrar recursos de crédito a una compañía para reemplazar aportes de sus accionistas. Es decir que es un mecanismo de fondeo de aportes de capital, razón por la cual ha sido considerada como una financiación intermedia (y de ahí su nombre) entre los aportes de capital y los créditos senior.

Por lo anterior, dicho crédito mezzanine es subordinado en el pago a los créditos senior, pero preferente en relación con los aportes de capital en caso de reparto de dividendos o liquidación de la compañía deudora por cualquier causa.

La financiación mezzanine, en principio, es un crédito sin garantía que se basa en la capacidad del deudor de generar flujo de caja y, en esta medida, los acreedores mezzanine le otorgan especial importancia a la trayectoria, experiencia y posicionamiento de la compañía deudora, el profesionalismo de sus directivos y la estrategia de crecimiento, entre otros.

La financiación mezzanine es una figura flexible ya que admite diversas modalidades. Dentro de estas se encuentra la de ser un crédito subordinado, cuyos intereses pueden ser fijos o variables (o una mezcla de ambos) y cuyo pago puede estar o no atado al flujo de caja de la compañía deudora.

[...] La financiación mezzanine presenta ventajas frente a modalidades tradicionales. Una de las más importantes es que los accionistas del deudor obtienen los recursos necesarios para lograr su crecimiento sin perder el control de su empresa en la medida en que podría no haber dilución de las acciones con derecho de voto.

Tabla 8. Comparación Deuda-Mezzanine-Equity

CARACTERISTICAS	DEUDA SENIOR	MEZZANINE	EQUITY
Estructura Típica	Crédito rotativo	Deuda con garantías	Acciones preferentes
Horizonte de Inversión	A Corto /Mediano Plazo	A largo Plazo	A largo Plazo
Tolerancia de Riesgo	Bajo	Medio	Alto
Expectativa al Retorno	10%	18% - 25%	35%
Covenants	Ajustados – Estrictos	Flexibles	Ninguno
Cupón Vigente	Tasa Variable	Tasa Fija	Dividendos
Costos Ocultos	Garantías Personales	Ninguno	Pérdida de control
Posibilidad de Personalización	Normas Rígidas	Normas Flexibles	Normas Flexibles
Seguridad	Prioritaria	Subordinada	Sin Garantía
Dilución de Capital	Ninguno	Bajo	Alto

Fuente: Del Castillo (2017).

Algo importante para resaltar de esta figura es que la entidad que otorga el capital se convierte de alguna manera en socia de la compañía, pues su contabilización se da a través del patrimonio reemplazando los aportes de los accionistas; dicho de otra manera, es a través de capital y no como deuda. Esto crea un lazo importante entre las dos partes, pues quien suministra el capital confía en lo que haga la administración con esos recursos, pues lo que le interesa, al igual que a

los demás socios, son los flujos de caja que esta pueda generar; por esta razón, por lo general esta clase de medios de financiación se dan en empresas maduras, donde el capital mezzanine se utiliza netamente en capital de trabajo para la consolidación y expansión del negocio.

Para nuestro caso de estudio es una opción atractiva ya que se puede usar en el desarrollo de proyectos de extracción, transporte y transformación . Además, en un proyecto de extracción de hidrocarburos los flujos de caja son altos, sobre todo en sus primeros años, pues un pozo nuevo produce hidrocarburos en mayor cantidad y con menor cantidad de agua que uno ya maduro, con lo cual el tiempo para el pago de sus deudas puede hacerse en el corto y mediano plazo, pues por el tipo de riesgo las tasas son más altas que en el mercado tradicional.

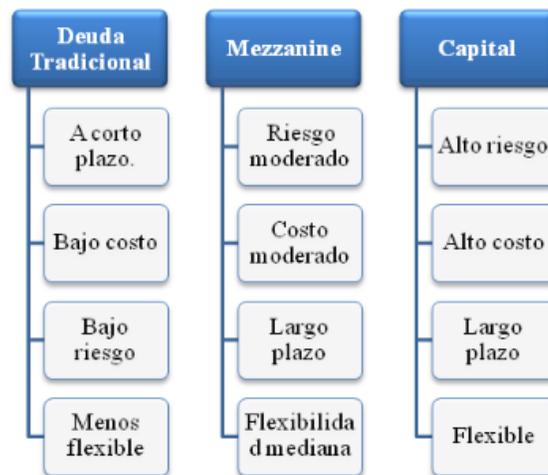


Figura 5. Estructura de capital

Fuente: Del Castillo (2017).

De acuerdo con la figura anterior, se pueden distinguir las grandes ventajas del capital mezzanine en comparación con las otras opciones, ya que se cataloga como una inversión de carácter moderado pues los retornos para los inversionistas son más altos que una deuda tradicional, y de un menor costo en comparación con los retornos que esperaría un FCP.

La última movida conocida en Colombia que se podría catalogar mezzanine es la que el Gobierno acordó con la venta de su participación en Isagen, donde los 6,48 billones de pesos que pagó la canadiense Brookfield se destinaron para fortalecer el patrimonio de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), entidad con la cual el Gobierno se comprometió a participar en las empresas concesionarias para el desarrollo de los proyectos viales de cuarta generación. Además debido al alto costo de adquisición son pocas las empresas que pueden lograr una financiación por parte del sector privado, pero gracias a esta figura el Gobierno ha dado un fuerte respaldo al desarrollo de esos proyectos vitales para el desarrollo del país.

4. Conclusiones

- Las Bancas de Inversión son las llamadas a jugar un papel preponderante en el desarrollo de grandes proyectos en el sector de hidrocarburos; con su asesoría las empresas interesadas pueden elegir opciones hechas a la medida de sus necesidades, el riesgo y tipo de proyecto, acercando el mercado internacional hacia nuestro país y sus grandes ventajas competitivas a través del capital mezzanine y del capital de FCP, siendo estas dos opciones compatibles entre sí en un mismo proyecto, de ahí el hecho que se diga que es

un “traje a la medida” que gracias a la trayectoria de jugadores internacionales es una garantía importante del éxito de los proyectos.

- Si bien es cierto que los FCP no son nuevos en nuestro país, su utilización como mecanismo de financiación para las empresas sí es algo que requiere una mayor difusión, pues son vehículos de inversión de importantes recursos donde confluyen las mejores prácticas en el desarrollo de los proyectos pues el fondo inversor es el primer interesado en el éxito de sus inversiones.
- Como se dijo anteriormente, la Banca de Inversión se ha posicionado como jugadora de primer nivel en el desarrollo de proyectos y de impulsar empresas, ya que estas se encuentran en la capacidad de diseñar la herramienta de financiación óptima a la medida, y aunque sea más “costosa” que la financiación tradicional a través de deuda, la Banca de Inversión busca al inversionista óptimo para que acompañe la inversión y mejore el *Know How* de la empresa. En la mayoría de los casos se generan mejores flujos de caja para retornar a los inversionistas el rendimiento esperado; dicho de otra manera, un fondo de inversión invertirá por lo general en negocios y proyectos que conozca y que pueda impulsar, no solo a través de capital, sino a través de la mejora de procesos.
- Con respecto a los riesgos, estos deben tener un estudio muy riguroso en la preparación del proyecto, aunque a los riesgos comerciales se les puede hacer frente con una buena administración a través de la negociación; los riesgos políticos se pueden atenuar, pero

las sorpresas pueden aparecer en cualquier momento, aunque depende de la fortaleza de las instituciones públicas al momento del desarrollo y gestión de los proyectos estableciendo regímenes regulatorios y fiscales claros.

- La estructuración de las fuentes de financiación consta de dos requisitos: documentación y estudios previos; pero tal vez la parte más importante, y en donde se debe tener el máximo cuidado y control, es en el contrato, esta puede ser la diferencia entre cumplir o no con los pronósticos financieros del proyecto y salir adelante, o la pérdida de la oportunidad y del capital invertido.
- El control financiero, en todas las etapas del proyecto, garantiza que las fuentes cubran los usos previstos de acuerdo con lo planeado, y que el costo de capital permanezca de acuerdo con las estimaciones previstas, también asegura el cumplimiento de las garantías para cubrir la financiación escogida.
- Aprovechar las disposiciones de la Ley de Asociaciones Público Privadas (ley 1508/12) para proyectos de más de 6.000 SMLV, con prórrogas de 30 años.
- Pudimos constatar que la mejor manera para la financiación de proyectos en el sector de hidrocarburos son los FCP, por sus costos, riesgos diversificados para su financiación y éxito en el desarrollo de la explotación del proyecto, que ya es predecible con la tecnología y herramientas que dispone el sector en general.

- El actual problema en la fluctuación de los precios internacionales del crudo es un riesgo en el corto y mediano plazo; no obstante para el sector petroquímico seguirá demandando grandes cantidades de petróleo para el desarrollo de sus productos que seguirán siendo de primera necesidad como por ejemplo en la fabricación de plásticos, telas sintéticas, cauchos, latex, pinturas, jabones cosméticos, detergentes, entre otros.
- La coyuntura pasada de bajos precios del crudo permitió a la mayoría de empresas operadoras y de servicios a mantener sus proyectos en desarrollo a menores costos, esto ha significado ser más eficientes en su operación a lo largo de toda la cadena de valor.

5. Referencias

¿A dónde irán los recursos de Isagén? (2016). Recuperado de <http://www.dinero.com/edicion-impresa/pais/articulo/a-donde-iran-los-recursos-de-isagen/218333>

Aktiva servicios financieros (2017). Recuperado de http://aktiva.com.co/app/webroot/blog/informesespeciales/2014/credito_mezzanine_para%20empresas_septiembre_2014.pdf

Bancoldex Catalogos de fondos de capital privado y emprendedor (2015). Recuperado de https://www.bancoldex.com/documentos/8506_Cat%C3%A1logo_Banc%C3%B3ldex_FCP_2015-2016.pdf

Brealey, M., y Myers, S. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. México: McGraw-Hill. Recuperado de [Principios_de_Finanzas_Corporativas_9Ed__Myers.pdf](#)

Calle, C., y Mateus, D. (2012). *Estudio de los procesos de internacionalización del sector petróleo* [tesis de pregrado, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia. Recuperado de <http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/3638/1032432401-2012.pdf?sequence=3>

Catálogo fondos de capital privado y emprendedor en Colombia 2015-2016 (2016). Recuperado de https://www.bancoldex.com/documentos/8506_Cat%C3%A1logo_Banc%C3%B3ldex_FCP_2015-2016.pdf

Celedón, N. (2015). Producir un barril de petróleo es más caro en Colombia. Recuperado de <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/producir-barril-petroleo-caro-colombia-28088>

Del Castillo, J. M. (2017). Instrumentos mezzanine en Project Finance. Recuperado de <https://www.artikabi.com>

Devia, S. (2007). Costos de emisión de títulos valores en Colombia. Recuperado de <http://brc.com.co/notasyanalisis/Costos%20Emision%20Titulos%20Valores%20Colombia.pdf>

Financiación “mezzanine”, opción para compañías en crecimiento (2010). Recuperado de <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/financiacion-mezzanine-opcion-companias-crecimiento-422922>

Financiación de servicios petroleros en Colombia (2014). Recuperado de <http://www.dinero.com/empresas/articulo/financiamiento-para-sector-servicios-petroleros-colombia/202870>

Fondos de capital privado y emprendedor en Colombia (2014-2015). Recuperado de <http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2016/02/2.-Catalogo-FCPC-2014-2015-ESP.compressed.pdf>

Guía práctica de fondos de capital privado para empresas (2008). Recuperado de http://colombiacapital.com.co/wpcontent/files_mf/142178513508_Gu%C3%ADaPr%C3%A1cticadeFondosdeCapitalPrivadoParaEmpresas.pdf

Iniesta, F. (2015). Aplicación de la metodología Project Finance para la financiación de infraestructuras y evaluación de la rentabilidad y del riesgo de crédito. Recuperado de https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/671170/iniesta_soria_fernando.pdf?sequence=1

Loaiza, A. (2013). *El papel del contador público en la planeación financiera de una organización* [ensayo de diplomado, Contaduría Pública]. Universidad Militar Nueva Granada, Cali, Colombia. Recuperado de <http://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/10654/11794/1/ENSAYO%20PLANEACION%20FINANCIERA1%20%281%29%5B1%5D.pdf>

Löhr, S. & Mursajew, O. (2013). Dynamic implied correlation modeling and forecasting in structured finance. *The Journal of Futures Markets*, 33(11), 994-1023. Recuperado de <http://wileyonlinelibrary.com>

- López, J. D. (2016). Deuda en dólares de empresas colombianas. *Boletín de Coyuntura*, (6). Recuperado de <http://www.fce.unal.edu.co/boletines/uamf/boletin6/004.pdf>
- Mercado de capitales impulsa firmas de servicios petroleros (2014). Recuperado de <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/mercado-capitales-impulsa-firmas-servicios-petroleros-64516>
- Mincomercio Industria y Turismo (2009). Catálogo fondos de capital privado en Colombia. Recuperado de http://www.mipymes.gov.co/publicaciones/9611/listado_y_catalogo_de_fondos
- Miranda, J. J. (2005). *Gestión de proyectos. Identificación, formulación, evaluación financiera económica-social-ambiental*. Bogotá: MM Editores.
- Montes, N. (2014). *Influencia del precio del petróleo en el rendimiento de las acciones de Ecopetrol, periodo 2008-2013 –caso aplicado Ecopetrol–* [tesis de posgrado, Escuela de Economía]. Universidad del Valle, Cali, Colombia. Recuperado de <http://bibliotecadigital.univalle.edu.co/bitstream/10893/7180/1/0462031-p.pdf>
- Nuevas alternativas de financiación: crédito mezzanine (s. f.). Recuperado de aktiva.com.co/app/webroot/blog/informesespeciales/2014/credito_mezzanine_para%20empresas_septiembre_2014.pdf
- Olmos, M. (2012). *Instrumentos de financiación mezzanine* [tesis de posgrado, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad EAFIT, Medellín, Colombia. Recuperado de https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/5119/MarthaOlmos_2014.pdf?sequence=2

Pardo, A. (2015). Repunte crudo y volátil. Recuperado de <http://www.portafolio.co/opinion/analisis-comportamiento-del-petroleo>

Petroleras anuncian recortes de inversión ante pronósticos negativos (2016). Recuperado de <http://www.dinero.com/edicion-impresamundo/articulo/situacion-financiera-de-las-principales-petroleras-del-mundo/218323>

Quintero, J. (2015). Planificación financiera. Recuperado de <http://www.eumed.net/ce/2009b/jcqp3.htm>

Rodríguez, J. (2012). *Estudio del sector petrolero para la generación de una empresa de bienes del sector petrolero* [tesis de posgrado, Escuela de Administración y Negocios]. Universidad EAN, Bogotá. Colombia. Recuperado de <http://repository.ean.edu.co/bitstream/handle/10882/3045/RodriguezJuliana2012.pdf?sequence=1>

Riaño, S. (2010). *BURKENROAD Reports Latin America Ecopetrol S. A.* [tesis de posgrado, Escuela de Administración]. Universidad EAFIT, Medellín, Colombia. Recuperado de <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2010/ECOPETROL%20S.A.%202010-1%20Burkenroad.pdf>

Tenjo, F., Martínez, J., y López, E. (2007). *Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia*. Bogotá: Banco de la República.

Tribeca anunció el acuerdo de venta de su participación en Petrolatina Energy Ltd. con un retorno esperado cercano al 630% (2016). Recuperado de http://tribeca.com.co/tribeca_news/?p=493

Tribeca Asset Management (2017). Recuperado de <http://www.tribeca.com.co/>

Una oportunidad de inversión para fondos de capital privado (2011). Recuperado de <http://www.inviertaencolombia.com.co/Adjuntos/Fondos%20de%20Capital%20Privado%20-%20Octubre%202011.pdf>

Vera-Colina, M. A., Melgarejo-Molina, Z. A., y Mora-Riapira, E. H. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149-160.

Villar, C. (2009). Acceso a la financiación en pymes Colombia: una mirada desde sus indicadores financieros. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/inno/v24n53/v24n53a12.pdf>

Villar, L. (2015). Informe de coyuntura petrolera. Recuperado de <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/COYUNTURA-PETROLERA-FEDESARROLLO.pdf>

Wood, M. (2014). *El nuevo panorama de “Maximización de Recursos”*: retos y oportunidades para Colombia. Bogotá: Asociación Colombiana de Petróleo.