



Escuela de Administración de Empresas
Licenciatura en Banca y Finanzas

SEMINARIO GERENCIAL

*Para obtener el título de Licenciado en
Administración con énfasis en Banca y Finanzas*

TEMA:

Descripción de modelos internacionales de
capital de riesgo para el desarrollo empresarial

Estudiantes:

CHRISTIAN CASTRO CALDERÓN, 200133652

IBIS DONZON RODRÍGUEZ, 200027519

ENERO DEL 2006



Índice

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	2
A.	Planteamiento del problema.....	2
1.	Fijación de objetivos	2
a)	Objetivo General.....	2
b)	Objetivos Específicos	2
2.	Objeto de la Investigación:	3
3.	Fuentes de Información	3
4.	Procedimiento Empleado.....	3
5.	Cronograma y plan de trabajo.....	4
III.	MARCO TEÓRICO	5
	Introducción	5
A.	Concepto de Capital Riesgo I	6
B.	Concepto de Capital de Riesgo II	7
C.	Concepto de Capital Riesgo III.....	7
D.	Características del capital riesgo.....	10
1.	Principales características del capital riesgo.....	10
2.	El ciclo de actividad de capital riesgo	11
3.	Formalización e institucionalización de los Fondos.....	12
E.	Etapas De La Financiación De Capital De Riesgo	14
1.	Etapa Primaria.....	14
2.	Etapa de Expansión.....	14
3.	Rondas de Dinero.....	15
a)	Negociaciones.....	15
b)	Rentabilidad de los Fondos o capital de Riesgo	16
c)	Tipos de entidades de Capital de Riesgo	17
F.	Fuentes de Capital de Riesgo para Emprendedores.....	18
1.	Niveles de inversiones	18

2.	Palabras claves:.....	18
3.	Recursos Privados, Amigos y Familiares	19
4.	Incubadoras de Negocios	20
5.	Sindicatos de Inversión / Clubes de Inversión / Inversores Privados	20
6.	Ángeles de Negocios	21
7.	Institutos o Fondos de Capital de Riesgo.....	22
8.	El sector público como inversor en capital riesgo	23
G.	Etapa De Desarrollo Y Rendimiento Deseado	24
H.	Negociación De La Operación: Emprendedor Versus Inversor	25
1.	Introducción.....	25
I.	La inversión en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial	30
1.	La inversión en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo empresarial.....	32
2.	El emprendedor y el inversor frente a la negociación	32
3.	Los intereses convergentes-divergentes del emprendedor y el inversor.....	33
4.	Las necesidades e intereses del inversor.....	34
5.	Volumen de la inversión	37
6.	Plan de negocio.....	38
2.	Tasa de retorno.....	39
7.	Compromiso financiero del equipo promotor.....	39
8.	Preparación y configuración de expectativas.....	40
9.	Análisis de las necesidades propias y ajenas	41
10.	Evaluación de las fuentes de poder propias y ajenas	41
11.	Preparación para la gestión de la relación	42
12.	Planificación de la información	42
J.	Resumen De Necesidades E Intereses Del Emprendedor Y El Inversor	43
K.	Fuentes De Poder De Negociación Del Emprendedor.....	44
1.	Naturaleza del proyecto y perfil del equipo promotor	44
2.	Fuentes de poder de negociación del inversor	46
L.	Tipos De Buy-Outs	47
1.	Las tres principales formas de una operación de <i>buy-out</i> son:	47

2.	Origen de una operación de <i>buy-out</i>	48
M.	Creación De Valor Y Desinversión	50
N.	Tipos De Relación Con Las Compañías Participadas	52
3.	Reducir pérdidas y maximizar beneficios.....	55
O.	La gestión de la desinversión.....	58
1.	Cuándo desinvertir.....	59
2.	Cómo desinvertir.....	60
P.	Re-venta de la participación a la dirección de la compañía.....	61
4.	La organización de subastas	62
1.	La preparación de procesos duales	63
2.	El efecto del ciclo en la desinversión.....	63
Q.	Estrategia De Inversión Y Selección De Oportunidades	64
1.	La composición de las carteras: ¿local o internacional?.....	65
2.	Elementos en la composición de carteras de inversión.....	65
R.	Resumen De Marco Teórico	68
S.	Tipos De Buy-Outs	69
1.	Las tres principales formas de una operación de <i>buy-out</i> son:	69
T.	Capital de Riesgo y Emprendedurismo	71
IV.	MARCO DE REFERENCIA.....	73
A.	Economía De Los Países A Estudiar	73
1.	Economía De Costa Rica	73
a)	Exportaciones.....	73
b)	Importaciones.....	73
c)	Principales socios comerciales (exportaciones).....	73
d)	Principales socios comerciales (importaciones)	74
e)	Los principales productos comerciales son:	74
f)	Recursos naturales	74
2.	Economía De Chile.....	74
a)	Exportaciones.....	75
b)	Importaciones.....	75

c)	Principales socios comerciales (exportaciones).....	75
d)	Principales socios comerciales (importaciones)	75
e)	Agricultura y ganadería	75
f)	Recursos naturales	76
3.	Economía De España	76
a)	Industria	76
b)	Energía.....	77
c)	Moneda y banca.....	77
d)	Comercio exterior	78
e)	Trabajo.....	78
4.	Coopesca R.L.	79
V.	DESARROLLO	80
A.	España.....	80
1.	El Capital de Riesgo en España	80
a)	Régimen legal aplicable.....	82
2.	Tipos de entidades	82
3.	Aspectos fiscales.....	83
4.	Condiciones de Capital Riesgo en España.....	84
5.	Régimen de autorización	85
a)	Tipos de intermediarios	85
6.	Historias de las primeras Sociedades de Capital Riesgo en España (1972-1986)	85
7.	Expansión del Capital Riesgo En España(1987-1991)	86
a)	Consolidación del Capital Riesgo (1992-1996).....	87
b)	Actualidad: segundo ciclo de expansión del Capital Riesgo (1997-Actualidad).....	87
	Cronología y Fechas Importantes	88
c)	El Capital Riesgo en cifras.....	89
B.	Chile.....	90
1.	El Desarrollo del Capital de Riesgo en Chile	90

a)	Antecedentes.....	90
2.	El papel de CORFO.....	92
3.	El Programa de Capital Semilla de CORFO.....	93
4.	Programas de apoyo a la demanda por Capital de Riesgo.....	95
a)	Otros programas de apoyo al emprendimiento.....	97
5.	El Mercado del Fondo de Capital de Riesgo en Chile.....	97
6.	Marco Legal.....	99
a)	Los Aportantes y la cuota.....	99
7.	Asambleas.....	100
8.	Comité de Vigilancia.....	101
a)	Reglamento Interno.....	101
9.	Clasificación de los Fondos de Inversión en Chile.....	102
10.	Principales Aportantes.....	105
a)	Fondos de Pensiones.....	105
b)	Compañía de Seguros.....	108
c)	Personas Naturales.....	110
d)	Inversionistas Extranjeros.....	110
C.	Costa Rica.....	112
a)	Introducción.....	112
2.	Banca de Desarrollo.....	113
3.	BCR.....	113
I.	Ventajas.....	114
a)	Tasa de interés.....	114
b)	Requisitos:.....	115
c)	Personas física:.....	115
d)	Personas jurídicas:.....	115
e)	Si la garantía es hipotecaria adicionar:.....	116
f)	Si la garantía es prendaria adicionar:.....	116
4.	Banco Popular	116
a)	CRÉDITO PARA MICRO PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRES.....	116

a.	Características	116
b)	Garantías	117
c)	Requisitos.....	117
d)	CRÉDITO PARA EMPRESA NO AGROPECUARIA.....	118
e)	Características	118
f)	Requisitos.....	119
g)	Para clientes calificados como criterio 1, según normativa SUGEF:	120
h)	Otros documentos a criterio del analista:.....	121
i)	CRÉDITO PARA EMPRESA AGROPECUARIA.....	121
j)	Para clientes calificados como criterio 2, según normativa SUGEF:	122
k)	Requisitos.....	122
l)	Para clientes calificados como criterio 1, según normativa SUGEF:	123
m)	Otros documentos a criterio del analista:.....	124
D.	Parque Tec	124
I.	Parque Tec	124
a)	Misión y Visión	124
b)	Valores	125
c)	Requisitos.....	125
d)	¿Es necesario endeudarse o sacar algún crédito para ingresar a Parque Tec? 125	
e)	Duración de la incubación	125
f)	Beneficios de Parque Tec	126
g)	Participación física en Parque Tec desarrollando la idea.....	126
h)	Costo	126
i)	Coaching Empresarial.....	127
j)	Infraestructura.....	127
k)	Otros veneficios	127
l)	Objetivo	128
m)	Perfil del emprendedor.....	128
n)	Resumen de proceso del emprendedor	129

b.	PRESELECCIÓN	129
c.	PREINCUBACIÓN (Una vez aprobado el proyecto)	129
d.	INCUBACIÓN Una vez aprobado el prototipo 1.0.....	129
E.	Caso de Emprendedurismo y Capital de Riesgo en Costa Rica.	130
1.	COMPLEJO HIDROELÉCTRICO CHOCOSUELA	130
2.	CHOCOSUELA 1.....	130
e.	Ubicación y descripción general del proyecto.....	131
a)	Costos y financiamiento.....	132
3.	CHOCOSUELA 2 y CHOCOSUELA 3.....	132
F.	BID, FOMIN Y CAF	135
1.	Fideicomiso para iniciativas promovidas por nuevos emprendedores e “inversionistas ángeles”	135
a)	US\$ 4.226.600 PARA APOYAR PYME TECNOLÓGICAS EN COSTA RICA.....	135
VI.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	138
A.	Recomendaciones	140
VII.	BIBLIOGRAFIA	144
VIII.	ANEXOS	147



I. INTRODUCCIÓN

La emergencia del Capital de Riesgo en el mundo abre nuevas oportunidades de obtención de financiamiento para los emprendedores innovadores. A lo largo y ancho del mundo los Gobiernos se encuentran desarrollando políticas y programas para estimular su desarrollo. La evidencia parece indicar, sin embargo, que esta modalidad de financiamiento adquiere vigor en aquellas zonas y países en las que existe un flujo significativo de innovaciones tecnológicas que pueden nutrir el surgimiento de negocios con alto potencial de crecimiento. Ciertamente, la existencia de Capital de Riesgo puede apoyar el despliegue de la actividad innovadora, pero no puede hacerla crecer de la nada.

El Capital de Riesgo no es una panacea, pero sin duda puede ser un aporte y es adecuado que los Gobiernos se preocupen de eliminar las trabas normativas o de otra índole que pueden estar frenando su despliegue. Asimismo, es también atendible que las autoridades implementen programas de apoyo al desarrollo de esta industria, pues ella contribuye a subsanar las dificultades para acceder a financiamiento que enfrentan las empresas emergentes de alto contenido innovador, como resultado de problemas de asimetrías de información particularmente agudas en tales casos.

El siguiente trabajo abarca una descripción general del Capital de Riesgo y sus variables y características, además se realizó una descripción breve de los modelos aplicados a dos países: España y Chile, para realizar después una descripción del modelo costarricense y explicar mediante un ejemplo como funciona en nuestro país el *venture capital*.



II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

El trabajo es de carácter descriptivo analítico ya que tiene como objetivo la recopilación y análisis de información sobre mecanismos de capital de riesgo, de tal manera que el conjunto de datos, características y relaciones entre ellos sean de fácil comprensión y brinden resultados concretos que puedan ser utilizados en un futuro en la toma de decisiones como criterios fundamentados.

A. Planteamiento del problema

¿Cómo describir modelos internacionales de capital de riesgo para el desarrollo empresarial?

1. Fijación de objetivos

a) Objetivo General

Analizar mecanismos de capital de riesgo, describirlos y hacer un análisis de contexto para el caso costarricense.

b) Objetivos Específicos

- ✓ Detallar el concepto del Capital de Riesgo.
- ✓ Puntualizar y describir las etapas de inversión del Capital de Riesgo.
- ✓ Describir modelos de capitales de riesgo empleados en Costa Rica, Chile y España.
- ✓ Establecer los diferentes instrumentos financieros que se utilizan en la toma de participación buscando un adecuado equilibrio entre el porcentaje de capital y el control de la empresa.
- ✓ Interpretar los diferentes modelos y analizarlos tomando en cuenta la situación actual de las PYMES costarricenses.



2. Objeto de la Investigación:

La descripción de modelos internacionales de capital de riesgo para el desarrollo empresarial y hacer un análisis de contexto para el caso costarricense.

3. Fuentes de Información

En el transcurso de la investigación se acudió a información primordialmente secundaria, la cual debió cumplir a cabalidad con los preceptos de validez y confiabilidad. Es importante mencionar que la información utilizada es concreta, concisa y veraz con lo cual se pretende darle validez a la investigación.

Para cumplir con tal requisito consultamos las siguientes opciones: libros, recopilaciones, revistas, artículos periodísticos, memorias de congresos, seminarios, conferencias y eventos similares, entrevistas a expertos, tesis, manuscritos, bases de datos académicas (que recopilan artículos científicos) e Internet.

4. Procedimiento Empleado

El trabajo fue elaborado por medio de un procedimiento ordenado de recopilación y análisis de información, además de esto se contó con una revisión semanal de los adelantos efectuados al trabajo por parte del profesor guía, después de cada revisión se procedió a corregir los puntos en los cuales exista una observación por parte del tutor.

Al mismo tiempo se dedicó el espacio prudencial para la recopilación de la información correspondiente a la parte de la tesis que afectó el plan de trabajo semanalmente. Dicha información fue consultada mediante bases de datos previamente indicadas por los tutores. Se efectuaron entrevistas a personas encargadas de la banca de desarrollo, especialmente del Banco Nacional de Costa Rica y el Banco de Costa Rica.



5. Cronograma y plan de trabajo

I SEMANA - 21 al 25 enero							
	Presentación de propuesta metodológica, contenido capitular y plan de trabajo						
	sábado	domingo	lunes	martes	miércoles		
Actividades	Asignación de tema y cursi de utilidades de Word, Uso de bases de datos	Investigación de tema, análisis del funcionamiento de bases de datos	Montaje de marco metodológico. Investigación del tema	Elaboración de plan de trabajo y contenido capitular	Presentación de propuesta metodológica, contenido capitular y plan de trabajo		
II SEMANA - 26 enero al 1 febrero							
	Avance 1, Marco teórico						
	jueves	viernes	sábado	domingo	lunes	martes	miércoles
Actividades	Revisión de correcciones de metodología expuesta	Investigación de datos	recopilación de información necesaria		Procesamiento de información y elaboración de marco teórico	Finalización de marco teórico	Presentación de avance 1 Marco teórico
III SEMANA - 2 al 8 febrero							
	Avance 2, Resultados iniciales						
	jueves	viernes	sábado	domingo	lunes	martes	miércoles
Actividades	Revisión de correcciones hechas al marco teórico propuesto e investigación de información	Recopilación de información adicional e inicio de procesamiento de la información	Análisis de la información recopilada, comienzo de elaboración de resultados	Investigación Final de información,	Elaboración de manuscrito	finalización de los resultados iniciales	presentación de resultados iniciales
IV SEMANA - 9 al 15 de febrero							
	Avance 3, Resultados finales, conclusiones y recomendaciones						
	jueves	viernes	sábado	domingo	lunes	martes	miércoles
Actividades	Revisión y corrección de la observaciones hechas al documento, e investigación de datos adicionales	inicio de elaboración de conclusiones y recomendaciones	Elaboración de conclusiones y recomendaciones	Inicio de elaboración del documento final	Formalización, construcción y formatos finales del documento	Finalización del documento	Presentación de Avance 3, Resultados finales, conclusiones y recomendaciones
V SEMANA - 16 al 22 de febrero							
	Exposición del trabajo						
	jueves	viernes	sábado	domingo	lunes	martes	miércoles
Actividades	Corrección del documento final	preparación de la presentación de Power Point	Finalización de la exposición		Repaso de temas de trabajo	Repaso de temas de trabajo y exposición	Exposición del trabajo

Fuente: Elaboración propia del estudio.



III. MARCO TEÓRICO

Introducción

Las PYMES, al no cotizar en mercados de valores, no tienen la posibilidad de incrementar los fondos propios para acometer inversiones que permitan un crecimiento sostenido, y como consecuencia de ello, se encuentran en inferioridad de condiciones a la hora de conseguir recursos ajenos. Las posibilidades de capitalización de la empresa quedan entonces limitadas a la retención sistemática de beneficios (autofinanciación) y a la concentración del patrimonio de los propietarios de la empresa; y como única fuente de financiación ajena a medio y largo plazo quedan los préstamos y créditos concedidos por instituciones financieras y el recurso al arrendamiento financiero o leasing.

En definitiva, puede observarse que la financiación de la actividad productiva de la PYME se enfrenta a tres grandes problemas: el acceso más difícil a la financiación ajena, la mayor dependencia bancaria y unos costes financieros de los recursos ajenos más elevados que en las empresas de mayor tamaño. La neutralización de los efectos de estos problemas requiere que se actúe en campos no atendidos por el sistema bancario y, muy especialmente, la potenciación de los sistemas de garantías recíprocas y de capital riesgo.

El capital riesgo, como se verá, es una forma de capitalizar a las PYMES, por lo que su desarrollo es de vital importancia para la regeneración de la parte industrial de nuestro país.



A. Concepto de Capital Riesgo I

MARTÍN MENDOZA¹ define el capital riesgo o venture capital como un instrumento de financiación dirigido esencialmente a las pequeñas y medianas empresas, mediante el cual una sociedad especializada o no en inversiones (sociedad inversora) inyecta capital en una pequeña o mediana empresa (sociedad receptora) en una proporción minoritaria y por un espacio de tiempo relativamente corto.

Si se prefiere, por capital riesgo podemos entender una fórmula financiera que aporta recursos a las empresas (fundamentalmente PYMES) en forma de fondos permanentes a largo plazo o con el mismo riesgo que los fondos aportados por el empresario, ya que normalmente no tiene ni garantía ni beneficio especial. En la toma de participación se utilizan diferentes instrumentos financieros, buscando un adecuado equilibrio entre el porcentaje de capital y el control de la empresa.

Además, como el fondo de capital riesgo asume el mismo riesgo que el empresario, se buscan unas fórmulas de colaboración entre ambos que generen el máximo valor añadido a la empresa con el objeto de obtener una mayor rentabilidad para todas las partes. El inversor en capital riesgo, con su experiencia, conocimientos y contactos, ayuda en las estrategias a largo plazo y aporta asesoramiento a los empresarios o ejecutivos en la solución de problemas a los que ya se han enfrentado en anteriores ocasiones.

¹ El Informe de capital de riesgo en España, ASCRI, Madrid, José Marti Pellón



Por otra parte, cabe señalar que, habitualmente el capital riesgo se entiende en un sentido muy estricto que lo restringe a nuevas inversiones en empresas de alta tecnología. Sin embargo, el capital riesgo no es sólo eso. Cualquier inversión de capital hecha con vocación industrial y con la finalidad de generar y realizar plusvalías apoyadas en el valor añadido desarrollado en la empresa participada es venture capital. En este sentido, también sería capital riesgo invertir en una empresa desarrollada (como de hecho se hace actualmente) con el fin de incrementar el valor vía mejora de la gestión.

B. Concepto de Capital de Riesgo II

Según la opinión del economista CARLOS LÓPEZ en América Latina, no existe suficiente capital para emprender negocios propios, dada esta situación, las nuevas ideas deben ser financiadas buscando capital de riesgo bajo entidades y organizaciones especializadas.

Para vender una idea y conseguir capital para emprender un proyecto, es necesario desarrollar un plan de negocios, herramienta indispensable para que los inversionistas tengan en cuenta tu semilla de negocio y desarrollar el potencial del emprendimiento que deseas realizar.

C. Concepto de Capital Riesgo III

Según la Asociación Europea de Capital Riesgo² (*European Venture Capital Association EVCA*), el capital inversión, o *private equity*, se define como la inversión en compañías no cotizadas a través de un proceso de negociación. Desde un principio es necesario precisar las diferencias entre los dos tipos de inversión que engloba el *private equity*, que distingue entre operaciones decapital riesgo puro, o *venture capital*, y compras apalancadas, o *MBOs* y *MBIs* (*Management Buy-Out* y *Management Buy-In* respectivamente). En España y Europa los términos *venture capital* o capital riesgo se usan a menudo como sinónimos de *private equity*. Sin embargo, en los Estados Unidos

² European Venture Capital Association EVCA.



se consideran dos segmentos de actividad diferentes. Para evitar confusiones en las estadísticas disponibles hay que tener en cuenta que el *venture capital* estadounidense siempre excluye las compras apalancadas.

La actividad inversora en capital riesgo (también denominada capital inversión o *private equity*) comprende desde la inversión en empresas de reciente creación hasta compañías próximas a su salida a bolsa. El abanico de riesgo que se observa en las distintas clases de operaciones es también amplio: varía desde la incertidumbre ligada a la inversión en capital semilla hasta la relativa garantía que ofrecen las operaciones de compra apalancada.

**Un primer escollo gramatical: *private equity*, capital inversión,
capital riesgo, *venture capital***



Fuente: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, (EVCA), www.evca.com

Existen claras diferencias entre los dos tipos de inversión: por ejemplo, el tipo de compañías participadas, los proveedores de fondo para cada actividad, el rendimiento de las inversiones y la forma en la que se desarrolla la actividad. Las principales diferencias entre una y otra actividad aparecen resumidas en el Cuadro



Capital Riesgo	Buy-outs
Gestión del crecimiento	Gestión de los flujos de caja
Apoyo al emprendedor	Apoyo a directivos expertos
Tecnología innovadora	Sectores tradicionales o establecidos
Due diligence financiera limitada	Due diligence financiera amplia
Inversión minoritaria	Reestructuración financiera
Desinversión incierta	Desinversión clara
Alto riesgo	Riesgo limitado

Fuente: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, (EVCA), www.evca.com

Dentro de la acepción global de la actividad de capital riesgo hay que distinguir entre las operaciones en fases tempranas (*early stage*), como la financiación concepto, semilla y *start-up*, y las operaciones en fases más avanzadas (*late stage*), como capital de sustitución o para la expansión y desarrollo. Desde el punto de vista de los inversores, o proveedores de fondos, las principales características que separan la inversión en *private equity* de otras clases de activos mobiliarios (como la inversión en renta fija o variable) son, por un lado, el alto riesgo, matizado en el caso de las compras apalancadas, y, por otro, la escasa liquidez de la industria. En contrapartida, el principal atractivo de este activo es su alto rendimiento y la posibilidad de diversificación dentro de una cartera global.



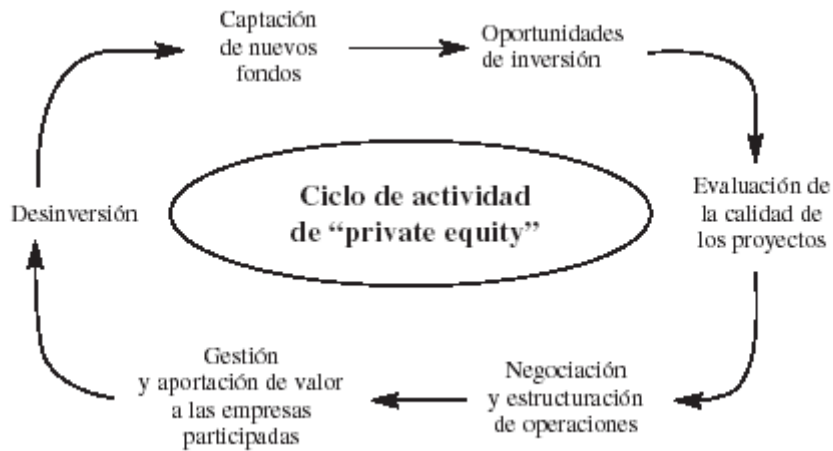
D. Características del capital riesgo

1. Principales características del capital riesgo

- ✓ El capital riesgo es un instrumento de financiación, ya que la sociedad receptora obtiene una provisión de recursos que le son necesarios para el comienzo o desarrollo de su actividad.
- ✓ El capital riesgo se articula mediante la toma de participación en el capital social de la empresa objeto de la inversión, normalmente a través de la compra de acciones.
- ✓ Es una forma de canalizar el ahorro permitiendo suplir la falta de autofinanciación de la PYME.
- ✓ El precio para la sociedad receptora es casi nulo, pues se limita a dejar entrar en su accionariado a la sociedad inversora, si bien es normal que la sociedad receptora se haga cargo de los costes que ocasiona la entrada de la sociedad inversora en el capital de aquella.
- ✓ El tipo de empresas en las que se invierte, normalmente son de pequeña y mediana dimensión, porque son las que mayores posibilidades de expansión y desarrollo ofrecen.
- ✓ La inversión se suele dirigir a sectores que emplean innovaciones de diverso tipo.
- ✓ La inversión va destinada, fundamentalmente, hacia empresas que se encuentran en fase de crecimiento o arranque.
- ✓ La sociedad inversora asume unos riesgos mayores de los que normalmente está dispuesta a asumir una entidad crediticia.
- ✓ Para los inversores en capital riesgo, la contrapartida básica de este tipo de inversiones es la obtención de elevadas plusvalías por la venta de la participación que detenta la sociedad inversora y que se conoce como proceso de desinversión o salida de la sociedad participada.



2. El ciclo de actividad de capital riesgo



Fuente: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, (EVCA), www.evca.com

En una gran parte, la inversión en capital riesgo se efectúa a través de *fondos de capital riesgo* que captan, a su vez, fondos que provienen de inversores institucionales –como grandes compañías, fondos de pensiones, bancos, instituciones financieras, universidades, y también del sector público y patrimonios individuales. Evidentemente, esta participación se realiza ante la expectativa de unos determinados rendimientos sobre el capital comprometido en el fondo. Los acuerdos se materializan en acciones ordinarias, acciones preferentes, acciones preferentes convertibles u obligaciones convertibles, créditos y empréstitos. Como hemos señalado, la inversión en *private equity* también incluye las operaciones de *buyout* o compra de empresas en las que la deuda es un componente sustancial. El fondo de capital riesgo, a su vez, obtiene dichos rendimientos a través de su inversión en compañías, en las que participa de forma minoritaria y en las que no implican ni exige, en general, la cesión del control de la empresa al fondo. El inversor espera recuperar su inversión a lo largo de la vida del fondo, que suele ser entre siete y diez años, aunque individualmente las inversiones permanecen en cartera menos tiempo. Los rendimientos se materializan generalmente a través de la venta de la



empresa o su salida a bolsa, volviendo a empezar el ciclo con la captación de capital para constituir nuevos fondos³.

La razón por la que un inversor institucional, o individual, colocaría su patrimonio en este tipo de “activos” es la expectativa de retornos superiores. Tales expectativas se asocian a su potencial de crecimiento o al efecto apalancamiento, así como a la capacidad de las entidades de capital riesgo de asesorar, prestar apoyo técnico, facilitar el acercamiento de potenciales clientes, socios comerciales y financieros, y aportar valor a la gestión de estas compañías. Igualmente, la selección de las compañías en las que una entidad de capital riesgo invierte se lleva a cabo tras un meticuloso análisis de su equipo directivo, de su plan de negocio y de sus capacidades y posibilidades de desinversión.

3. Formalización e institucionalización de los Fondos.

La formalización del que ahora se conoce como el capital de riesgo se da gracias a que ejecutivos que trabajaban en las grandes corporaciones, al ver el éxito y futuro del negocio se dan cuenta de que se pueden independizar, formando sus propios Fondos y negocios. Por ejemplo, un grupo reducido de personas (tres o cuatro), las que tienen conocimiento en áreas de finanzas, evaluación de proyectos y marketing y otros, además de sus experiencias laborales en Bancos e Instituciones Financieras, lo que les ha otorgado un reconocido prestigio por su labor profesional, su conducta moral y ética, asimismo el establecimiento de un gran número de contactos a nivel nacional e internacional, se asocian y realizaban búsquedas de aportantes, con la finalidad de reunir recursos para la formación del Fondo.

Un punto a destacar es que poseen un gran desarrollo de la intuición y emprendedurismo, que junto a sus conocimientos técnicos se complementan en busca de proyectos exitosos.

³ Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005



Los creadores del Fondo de Capital de Riesgo buscarán inversionistas que participen en su Fondo, que pueden ser gente adinerada, además de Inversionistas Institucionales, generalmente Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros.

Con los aportes de estos se formará el Fondo del que tendrán un porcentaje en la propiedad según el monto aportado, y a los creadores del Fondo les corresponderá otro tanto. En cuanto a los proyectos seleccionados, a los creadores de estos les será de su propiedad un porcentaje y el mayor será para el Fondo.

Los proyectos serán seleccionados por los creadores del Fondo. Respecto a los criterios utilizados estos variarán dependiendo del estilo y preferencia que tengan los dueños del Fondo. Dentro de esto, podemos encontrar los tradicionales directores de finanzas, que pondrán énfasis en herramientas financieras (VAN, TIR, etc.) e información cuantitativa, otros se preocuparán de a quién importa y qué diferencia marcará este potencial negocio, también respecto a las posibilidades de expandirse como un virus y generar utilidades crecientes junto con dar valor a la empresa, en ese sentido cobra relevancia la capacidad visionaria emprendedora del selector y como también, la pasión de quien presenta el proyecto.

También podemos agregar, que alrededor de cinco mil proyectos de los cuales se invertirá en un número no superior a diez, donde se ha dado que generalmente cuatro son fracasos absolutos, cuatro producirán logros modestos, uno duplicará la inversión inicial y uno multiplicará la inversión de cincuenta a cien veces.

Los creadores del Fondo serán los que entreguen los recursos financieros (pertenecientes al Fondo), como también ayudarán a seleccionar el personal calificado para las distintas áreas, ya que generalmente los que presentan proyectos no tienen conocimiento de la labor administrativa (finanzas, marketing, contabilidad, recursos humanos, etc.), por desempeñarse en áreas muy lejanas a estos tópicos, por ejemplo: Química, mecánica, informática, biotecnología, física, genética, etc.



Algunos de los proyectos, como dijimos, fracasarán y otros serán exitosos, llegando a ser transados en las bolsas.

Los proyectos seleccionados, a medida que se van desarrollando cumplirán varias etapas (cuatro) en donde se requerirán nuevas inversiones y la participación de nuevos socios si es necesario.

E. Etapas De La Financiación De Capital De Riesgo

1. Etapa Primaria.

- ✓ **Financiamiento de la semilla** (Seed Capital); Es una pequeña cantidad de dinero dada al grupo empresarial para que este compruebe un concepto y presupueste un plan de acción (Financiación de Ideas).
- ✓ **Financiamiento de puesta en marcha** (Start-Up Investment), que se produce cuando el grupo empresarial debe desarrollar un prototipo.
- ✓ **Financiamiento de la Primera Etapa**, Es donde se inicia la manufactura.

2. Etapa de Expansión.

- ✓ **Financiamiento de la Segunda Etapa**, que consiste en invertir en una empresa que ya tiene ventas, pero no es suficientemente rentable para sostener su financiamiento.
- ✓ **Financiamiento de la Tercera Etapa**, en la cual la empresa es rentable pero la velocidad de su crecimiento no puede ser financiada con utilidades retenidas.
- ✓ **Financiamiento de la Cuarta Etapa**, para mantener la empresa financiada cuando no existe aún suficiente interés en los mercados de capitales por comprar o financiar la empresa, pero se puede visualizar que en el corto plazo la empresa estará en condiciones de ser vendida o fusionada.



Dentro de esta etapa incluimos también a los siguientes casos:

- ✓ Refinar Empresas (Reorientación)
- ✓ Compras con apoyo financiero
- ✓ Inversiones en el mercado accionario.

3. Rondas de Dinero

En las llamadas “rondas de dinero”, donde se buscan recursos para financiar nuevos proyectos o la expansión de los ya existentes, podemos identificar varios factores que influirán en el número de inversionistas y Fondos que lleguen a participar, entre los que destacamos los siguientes:

- ✓ Cuántos dueños tiene la empresa o proyecto.
- ✓ Los acuerdos establecidos con anterioridad por los actuales propietarios.
- ✓ El riesgo que se perciba del proyecto.
- ✓ La magnitud del proyecto.
- ✓ La posibilidad y necesidad de capital en el futuro.
- ✓ La etapa en que se encuentre la industria en que se está incierto.

a) Negociaciones.

Los acuerdos y garantías que se negociarán en las rondas de dinero responderán a una estructura determinada especialmente para los Fondos, que señalemos no tiene como prioridad el control, sino lo que prevalece es la rentabilidad que se exigirá. Esto no indica que no se tengan los resguardos necesarios que aseguren la participación y alguna decisión en el proyecto o empresa, como por ejemplo cláusulas que impidan que un socio mayoritario venda cuando quiera y llegue otro “pisoteando” a los demás. Es por eso que se establecerán todas las condiciones a cumplir en las posibles situaciones a ocurrir en el futuro, como pueden ser: necesidad de más dinero y el ingreso de otros socios, casos de liquidación o venta, fusión, etc.



La estructura es algo clave e intransable. Un Fondo estará dispuesto a cambiar la valorización de la empresa, pero no la estructura. Ésta la entenderemos como la manera en que están configuradas y planteadas las directrices, en las cuales se basarán para enfrentar y definir las situaciones de accionar y de participación en la propiedad, entre innovadores e inversionistas.

Mientras más temprana sea la etapa en la que el Fondo ingresa, mayor es la participación en la propiedad y el monto de capital que aportará, así como también mayor el rendimiento exigido, además de garantías solicitadas a los que presenta el proyecto. A medida que avanza el proyecto, y se requiera de más capital, el Fondo cada vez estará dispuesto a entregar menos.

Los que colocaron su dinero en la etapa inicial, serán los que mayores utilidades obtengan y serán los primeros en recibir su pago en caso de liquidación, esto en caso que el proyecto resulte exitoso. De acuerdo a como se decida, puede ser que los dividendos factibles a repartir anualmente, se mantengan y no sean retirados de la empresa, y estos sean considerados, incorporándolos al valor de la empresa cuando esta se venda, por lo que se deberá pagar por ellos.

b) Rentabilidad de los Fondos o capital de Riesgo

Es de vital importancia en cuanto al por qué del éxito que han tenido los Fondos. Un punto fundamental es el horizonte de tiempo en que se evalúan los rendimientos de cada uno de ellos. Como sabemos, las inversiones que se realizan son en distintas etapas de los proyectos elegidos, asignando por lo general mayor preferencia a las primeras etapas, donde se puede estar en una industria y mercado nuevo, donde recién se inicia su ciclo de vida, y donde los retornos no serán inmediatos.



Una correcta evaluación de la rentabilidad de un Fondo debería ser en un periodo no inferior a diez años y considerando la Tasa Total de Retorno del Fondo, es decir el rendimiento promedio de la Cartera que ellos manejan, ya que los retornos sobre las inversiones individuales del portafolio tendrán un rango de variación bastante amplio.

c) Tipos de entidades de Capital de Riesgo

Según Jesús Morant Vidal (Juez sustituto y Profesor del I.V.A.S.P.) las entidades que realizan la actividad de capital riesgo pueden ser de dos tipos: Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo.

Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) son sociedades anónimas cuyo principal objeto social consiste en tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Para desarrollar su objeto social, las SCR podrán facilitar préstamos participativos, así como llevar a cabo otras formas de financiación, si bien, en este último caso, únicamente para sociedades participadas. También podrán realizar actividades de asesoramiento.

Los Fondos de Capital Riesgo (FCR) son patrimonios administrados por una Sociedad Gestora, que como objeto social principal tienen el mismo definido anteriormente, de manera que corresponde a la Sociedad gestora realizar las actividades de asesoramiento señaladas.

Por su parte, las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) son sociedades anónimas cuyo principal objeto social consiste en la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo. Como actividad complementaria, las SGECR pueden llevar a cabo actividades de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su principal actividad.



F. Fuentes de Capital de Riesgo para Emprendedores

Para entender los tipos de fuentes de financiamiento existentes para una inversión considerada como riesgosa es necesario que comprender las etapas de un proyecto.

1. Niveles de inversiones

A continuación se presentara un cuadro en el cual de muestran los rangos existen de de inversión que pueden ser utilizadas como base general para determinar a que fuente potencial de capital se debe de enfocar un inversionista. Esta tabla es solo una guía general que pretende brindar una idea de donde conseguir la inversión de los fondos.

2. Palabras claves:

- ✓ **RP** - Recursos Privados, Amigos y Familiares
- ✓ **IN** - Incubadoras de Negocios
- ✓ **AN** - Ángeles de Negocios
- ✓ **SI** - Sindicatos de Inversión / Clubes de Inversión / Inversores Privados
- ✓ **ICR** - Institutos o Fondos de Capital de Riesgo
- ✓ **B** - Bancos
- ✓ **MB** - Bancos Mercantiles; ofrecen deuda o financiamiento con una prima por riesgo
- ✓ **SE** - Bolsa de Acción
- ✓ **MBO/MBI** - Equipo ejecutivo comprando la empresa (Buy-outs, Buy-ins)
- ✓ **LMBO** - Buy-outs muy grandes⁴

⁴ Innovateur México. Correo Electronico @ Innovateur México.



LMBO						ICR/MB/B
Establecida			ICR/B	ICR/B/SE	ICR/MB/B/SE	ICR/MB/B/SE
MBO/MBI			RP/AN/SI/B/icr	RP/SI/ICR/B	RP/ICR/MB/B	ICR/MB/B
Expansión		RP/AN/SI	RP/AN/SI/B/icr	ICR/SI/SE/B	ICR/MB/B/SE	ICR/MB/B
Crecimiento		RP/AN/SI	RP/AN/SI/icr	AN/SI/ICR/SE	ICR/MB/B/SE	
EtapaPrimaria	RP/IN	RP/AN/SI/IN	RP/AN/SI	AN/SI/ICR		
Semilla	RP/IN	RP/AN/SI/IN	RP/AN/SI			
US\$	- 10mil	10mil- 100 mil	100 - 2Mill	mil 2 5 Mill	Mill - 5 50 Mill	Mill - 50 250 Mill

Fuente: www.innovateur.com.mx/fuentes.html (México).

3. Recursos Privados, Amigos y Familiares

Las fuentes de recursos privados es la fuente más común de capital de riesgo informal, ya que esta puede provenir de ahorros personales, de amigos o familiares que hacen el aporte de capital para el desarrollo de una idea de negocios, sin embargo es hecho de una manera tan informal que evita su misma promoción. Esta fuente de capital es indispensable para el comienzo de una gran cantidad de negocios y hay que tratarlo con la seriedad y responsabilidad que se merece.

En el momento que el emprendedor crea un plan de negocios formal y tiene objetivos y estructuras de operación documentadas claras y precisas, facilitará la obtención del capital y se promoverá como un proyecto serio y dedicado, sin importar su tamaño.

Es importante notar que por lo general, estas fuentes son las que cuentan con la menor experiencia en inversión de riesgo y por lo tanto son difíciles de convencer y cerciorar en cuanto al costo/beneficio potencial.



4. Incubadoras de Negocios

Las incubadoras de negocios son instituciones que brindan herramientas, instalaciones y servicios profesionales de apoyo a emprendedores. Esta fuente de capital es en especie, esto es que, por lo general, no brindan dinero en efectivo sino que prestan las herramientas necesarias para arrancar la empresa y posteriormente pueden ayudar a obtener el capital de riesgo para continuar su desarrollo fuera de la incubadora.

Existen incubadoras privadas, universitarias y gubernamentales. Cada tipo de incubadora tiene diferentes estructuras y cada incubadora tiene enfoques específicos.

5. Sindicatos de Inversión / Clubes de Inversión / Inversores Privados

Esta fuente de inversión de capital de riesgo tiene mayor experiencia en inversiones de riesgo, lo cual la hace más abierta a posibilidades, sin embargo son más propensas a hacer preguntas más detalladas y concretas acerca del proyecto ahí que recordar que no solo están invirtiendo en el proyecto, sino que están invirtiendo en el emprendedor y el equipo de trabajo que ha logrado concreto y tienen el derecho de hacer múltiples averiguaciones sobre carácter, vida y situación del emprendedor y el equipo de trabajo antes de invertir su dinero.

Los sindicatos son una herramienta indispensable para el fomento de espíritu emprendedor así como son indispensables para madurar el entendimiento de inversores pequeños y medianos, para mejor explotar el mercado de inversión de capital de riesgo.



También los sindicatos tendrán oportunidades documentadas por múltiples fuentes, acerca de posibilidades de inversión (incluso otros tipos de inversión) y para lograr obtener una entrevista formal para presentar el proyecto, ahí que asegurarse de tener toda la información necesaria (plan de negocios, proyecciones financieras, verificación de datos materiales, logros, estado de la empresa / proyecto, etc.) completamente documentados.

6. Ángeles de Negocios

Los ángeles de negocios son individuos con mucha experiencia comercial sobre uno o varios rubros económicos y que cuentan con fondos de capital fuertes que desean invertir. A diferencia de los sindicatos, estos individuos generalmente buscan involucrarse más a fondo en un proyecto, supervisando y brindando consejo y dirección, basándose en su propia experiencia y éxito otros ángeles de negocio prefieren comportarse más como un sindicato pero en un marco independiente y privado.

Los ángeles de negocios por lo general se agrupan en una red de ángeles de negocio, que funge como una central independiente que le comunica a su red de contactos, nuevas oportunidades de inversión en publicaciones privadas y eventos privados.

Son la herramienta de inversión privada mediana o grande más importante en el sector de inversión entre US \$100 K hasta US \$ 2M, como mostrado en la tabla inicial de esta sección y se enfocan principalmente a empresas que hayan obtenido logros tangibles, pero que tienen mucho potencial de expansión y crecimiento.



7. Institutos o Fondos de Capital de Riesgo

Las Instituciones o Fondos de Capital de Riesgo son fondos de dinero recabados de una o varias fuentes corporativas para invertir en proyectos emprendedores avanzados y se enfocan, por lo general, en las áreas de innovación tecnológica y científica.

Los Fondos de Capital de Riesgo son acumulaciones de específicas cantidades de dinero para invertir en un sector o rubro económico, con una meta específica y reportando a muchos inversores del fondo - por lo general, los fondos son acumulados en las bolsas de valores.

Los Institutos de Capital de Riesgo son empresas profesionales independientes o subdivisiones de grandes empresas, con gente experta en la inversión de fondos de riesgo, quienes manejan uno o varios fondos de inversión - su éxito en el manejo de un fondo, es su base para crear otro fondo de capital de los mismos inversores institucionales, privados, empresariales y bancarios.

Los ICR son finitos como definido anteriormente, por lo que un fondo quizá ya haya invertido todo el capital en dicho fondo, pero este fondo o instituto podría volver a ampliarse o a crear un nuevo fondo dentro del instituto en cualquier momento.

Los ICR tienen sus propios rubros económicos de enfoque y sus metas claramente definidas y es inútil solicitar fondos para un proyecto que no este en su rubro⁵.

⁵ Innovateur México



8. El sector público como inversor en capital riesgo

A menudo los agentes públicos participan en el mercado de forma directa: como proveedores de fondos o con la creación de fondos cuya gestión está ligada a organismos o entidades públicas. Aunque la actividad pública se concentra principalmente en la actividad de capital riesgo y no en operaciones de compras apalancadas, el papel de los fondos públicos ha adquirido una notable importancia, ya que representan una destacada proporción de los fondos captados.

La menor inversión en etapas iniciales es una de las características que diferencian el mercado europeo de capital riesgo del estadounidense. Entre los factores que frenan la inversión en estas compañías podemos destacar la juventud de la compañía, que debe probar su modelo de negocio, producto, tecnología o la capacidad de su equipo directivo, o la dificultad de determinar el riesgo que supone la inversión, el tamaño de la inversión y el periodo de maduración hasta que se materializan los resultados. El creciente tamaño de los fondos también ha desplazado la inversión hacia operaciones mayores.

Irónicamente, aquel segmento en el que los emprendedores están más abiertos a recibir financiación de inversores externos es aquel en el que los inversores no parecen estar interesados debido a los altos costes de inversión y los bajos retornos.

El mercado de financiación para proyectos en fase semilla y arranque está dominado por los proveedores de capital, es decir por la oferta. Existe un número reducido de inversores operando en estos segmentos y por tanto utilizando su posición tiende al oligopolio, lo que les permite exigir mayores primas de rendimiento y aplicar condiciones más estrictas

Por otra parte, a medida que los mercados de capital riesgo crecen y la captación de fondos es más fácil, los inversores buscan “desesperadamente” proyectos en fases más avanzadas, y por lo tanto de mayor tamaño, para invertir. En las fases de expansión sólo un número reducido de compañías estarían dispuestas a abrir sus fondos propios a inversores externos. Dado que



la mayoría de estas compañías generan flujos de caja, las compañías en fases de expansión preferirían, y podrían bien autofinanciarse o bien financiarse con créditos en lugar de utilizar capital riesgo. Los inversores y los gestores de los fondos prefieren este tipo de inversiones y, dado que están en un mercado dominado por los emprendedores, tienen que reducir sus pretensiones y condiciones si quieren acceder a dichas compañías. Si los inversores quieren encontrar proyectos tendrán que aceptar rendimientos más bajos y adoptar una estrategia de inversión que suponga un menor control en el día a día. Sin embargo, no es únicamente la realidad de un menor riesgo lo que permite a la compañía en etapa de expansión obtener capital riesgo en condiciones interesantes, sino también el uso de su poder de negociación.

El siguiente cuadro ofrece una visión clara entre la etapa en la que se encuentra la compañía, el rendimiento que exige el inversor y el reparto de fuerzas entre emprendedores e inversores que se observa en los distintos segmentos del mercado.

G. Etapa De Desarrollo Y Rendimiento Deseado

	Etapa de desarrollo				
	Semilla	Start-up	Otras iniciales	Expansión	Madura
Rendimiento deseado	80-100 %	40-70 %	30-40 %	25-30 %	20 %
Estructura de mercado	Monopolio/ oligopolio	Oligopolio	Competencia	Oligoposonio	Monopolio/ oligoposonio
Nivel de riesgo	Muy alto	Bastante alto	Normal	Limitado	Muy limitado

Fuente; Aemoudt, R (2004)

Por lo tanto, a pesar de que los emprendedores tienen una visión positiva sobre la entrada de capital ajeno en la fase emprendedora, se enfrentan a condiciones inaceptables por parte de los inversores. En consecuencia, sólo una de cada tres mil compañías en fase de arranque cierra una operación de inversión con un fondo o sociedad. Esto confirma la paradójica conclusión antes mencionada de que, en un mercado en crecimiento, las *start-ups* tienen un acceso más difícil a la financiación.



Este enfoque permite entender por qué una gran parte del capital riesgo se orienta a financiación de operaciones de compra apalancada. En este caso, los emprendedores no tienen elección, ya que no cuentan ni con garantías ni con posibilidades de autofinanciación. La oferta de fondos para operaciones de compras apalancadas se enfrenta con un riesgo mucho más reducido, ya que la compañía está consolidada en el mercado, aunque los inversores tratan igualmente de obtener rendimientos elevados intentando conseguir una adecuada estructuración de la operación. Las asociaciones de capital riesgo siguen publicando tasas atractivas de crecimiento del sector en su conjunto, pero, al mismo tiempo, en el mundo real, una gran parte de las *start-ups* continúan frustrándose en su intento de conseguir capital riesgo.

H. Negociación De La Operación: Emprendedor Versus Inversor

1. Introducción

La estructuración de una operación de financiación por la vía de capital riesgo puede entenderse como el proceso de creación del marco de relaciones entre las partes involucradas en dicha operación, y que, por tanto, invierten en la compañía de que se trate. Las partes implicadas en una operación de esta naturaleza son:

- ✓ El equipo promotor de la Nueva Compañía o de la compañía objetivo;
- ✓ Los inversores de capital riesgo;
- ✓ Las posibles entidades financieras, y,
- ✓ Los posibles suministradores de otras fórmulas de financiación complementarias (financiación *ad-hoc*, bonos de alto rendimiento, o el propio vendedor en el caso de operaciones compras apalancadas.



En el proceso de inversión de capital riesgo, la estructuración de una operación refiere a una fase avanzada de la interacción entre las partes en la que se desarrolla un proceso de negociación tendiente a consensuar un acuerdo de inversión.

Nos encontramos, por tanto, en un punto en el que el inversor ha decidido que la oportunidad es interesante y decide seguir adelante con el intercambio de información y la negociación pertinente a fin de diseñar y estructurar la operación y llegar a un acuerdo con las partes implicadas. La probabilidad de que la operación llegue a buen puerto dependerá en gran medida de si las partes negociadoras son capaces de alcanzar un “marco de relaciones”, o lo que es lo mismo, un acuerdo de inversión, aceptable para todos los involucrados.

A priori, los intereses de las partes negociadoras de una operación de financiación por la vía de capital riesgo pueden parecer divergentes, aunque, como veremos, mucho menos de lo que inicialmente puede pensarse. Se necesita un gran esfuerzo negociador y de aproximación para estructurar financieramente la operación de la forma más efectiva posible a fin de reducir o eliminar este diferencial de intereses.

Desde el punto de vista del inversor, una buena estructuración financiera es aquella que proporciona unos incentivos comunes con los emprendedores a partir de los cuales es posible alinear tales intereses en pro de dos objetivos principales: maximizar el desempeño y los resultados de la compañía participada y, a la vez, crear las condiciones para una desinversión o salida que, en el momento en que se produzca, redunde en unos rendimientos sustanciales.



Del lado de los emprendedores o del equipo directivo implicado, el compromiso total de las personas clave del proyecto es un factor crítico para el éxito de cualquier operación de capital riesgo, por lo que es importante que la estructuración final lo refleje adecuadamente. Resulta particularmente relevante que la operación se estructure de una forma que estas personas reciban una participación significativa en el potencial de valor futuro del proyecto, y, al mismo tiempo, que ellos mismos demuestren dicho compromiso invirtiendo recursos personales en la Nueva Compañía.

La estructura financiera de una operación se materializa a través de varios documentos con diferentes grados de formalidad legal tales como la Carta de Intenciones, el Acuerdo de Compra y Venta o el Acuerdo entre Accionistas. La mejor estructura financiera es aquella que es simple, que requiere una mínima intervención por parte de asesores legales, que alinea a todas las partes y que, por supuesto, proporciona cobertura a todos los posibles riesgos.

En principio, los inversores de capital riesgo procuran alcanzar una posición en la que los rendimientos potenciales permitan más que compensar los sustanciales riesgos que afrontan. Por ejemplo, las compañías en proceso de arranque financiadas por capital riesgo apenas cuentan con personal y se encuentran muy poco capitalizadas. Por lo general, los inversores prefieren suministrar los fondos que sean necesarios gradualmente, en forma de cantidades concretas condicionadas al cumplimiento de unas metas determinadas.

Esto les permite cubrirse en caso de que la compañía no marche bien o su desempeño no sea el esperado en su etapa inicial: simplemente no inyectan dinero adicional y abandonan el proyecto.



Los emprendedores, por su parte, están interesados en retener el mayor porcentaje posible del capital para sí mismos. Para el emprendedor, el ceder demasiado de una compañía en su fase de arranque equivale a una hipoteca muy costosa sobre su riqueza futura, en la cuál ha apostado toda su carrera. También puede representar una hipoteca para inversor al incurrir en el riesgo de que si el porcentaje de propiedad del emprendedor se diluye excesivamente éste puede perder la motivación y el compromiso con el proyecto.

De esta forma, ambas partes imponen límites y restringen la flexibilidad de su compañía. Esta falta de flexibilidad puede acarrear a veces un impacto negativo en el proyecto de negocio.

En definitiva, un acuerdo de financiación por la vía de capital riesgo supone la futura distribución de un valor económico entre dos o más partes que vendrá determinado por la interacción de tres ingredientes fundamentales: el capital, el riesgo y el tiempo. Esta interacción puede dar lugar a diferentes efectos en términos de la asignación de valor resultante.

En general, las decisiones financieras pueden acarrear la creación de valor, la destrucción de valor o la transferencia de valor entre dos o más partes negociadoras. Y una operación de capital riesgo no es la excepción. Tanto es así que una estructuración que proporcione los incentivos adecuados puede desembocar en un valor total más elevado. Esa misma operación, al tiempo que aumenta el valor total, puede a la vez suponer unos derechos muy distintos sobre el valor total creado (por ejemplo, si se establece en forma de deuda y capital), lo que reflejaría una transferencia de valor.

Asimismo, una operación mal estructurada, es decir mal diseñada, puede resultar en el fracaso del proyecto de negocio, o lo que es lo mismo, en una destrucción de valor. Una forma muy gráfica de visualizar estos conceptos es considerarlos como un “pastel de valor” cuya superficie total estará finalmente determinada por las condiciones del acuerdo y por el tamaño de las porciones individuales.



Como hemos visto, las operaciones de capital riesgo pueden abarcar desde la inyección de capital semilla, pasando por el denominado capital arranque o lanzamiento, capital expansión, hasta las operaciones de adquisiciones apalancadas (buyouts) en compañías ya establecidas. Sobre esta base, asumiremos aquí una distinción básica entre:

- ✓ inversiones de capital riesgo en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial de una compañía (capital riesgo “puro”), es decir, operaciones de financiación de proyectos de negocio cuyos flujos de caja son de difícil predicción y en las que generalmente el capital riesgo es la principal o la única fuente de financiación; e
- ✓ inversiones de capital riesgo en etapas más avanzadas del ciclo del desarrollo empresarial de una compañía, es decir, operaciones de financiación de compañías establecidas a través de diversas fórmulas de adquisición apalancada donde, como la propia denominación lo indica, la deuda constituye un componente sustancial que permite apalancar los rendimientos alcanzados por los suministradores de capital.

Analizaremos en esta primera parte los diferentes factores que conforman el contexto habitual de una negociación de un acuerdo de inversión por capital riesgo en fases iniciales o más avanzadas de desarrollo empresarial y que influyen en la preparación y en el planteamiento del enfoque de negociación.

En una segunda parte, en el capítulo siguiente, abordaremos los principales mecanismos e instrumentos financieros que los inversores y los emprendedores utilizan para estructurar dichos acuerdos⁶.

⁶ Ideas para iluminar las políticas públicas. Centro Para la Innovación Empresarial. El Instituto Independiente. 2006



I. La inversión en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial

¿Qué circunstancias llevan a los emprendedores e inversores a buscarse mutuamente, en tanto que suministradores de capital y demandantes de recursos respectivamente? Gran parte de estas circunstancias tienen que ver con las dificultades que experimentan las compañías jóvenes para acceder a los recursos para financiar la puesta en marcha del negocio o su definitivo despegue y crecimiento. Con independencia de la fórmula de financiación de que se trate (entidades bancarias, “business angels”, sociedades de capital riesgo...), se han considerado cuatro factores principales que influyen fuertemente en la escasa predisposición de los suministradores de capital para invertir en proyectos de negocio de alto riesgo, a saber:

- ✓ El alto nivel de incertidumbre respecto al futuro.
- ✓ Las asimetrías de información entre las partes implicadas en la operación.
- ✓ La naturaleza (tangible o intangible) de los activos del proyecto o compañía.
- ✓ Las condiciones cambiantes de los mercados de productos o servicios y de los mercados financieros.

Estos factores influyen de forma considerable en la decisión de los inversores y contribuyen a dificultar el acceso al capital de compañías jóvenes con alto potencial. Muchos emprendedores no poseen una comprensión adecuada de estos problemas, los cuales determinan en cada momento las decisiones u opciones de financiación que un proyecto de negocio o una compañía enfrenta en sus diferentes fases de desarrollo. Es más, todas las compañías, de nueva creación o establecidas, se enfrentan del algún modo con estos inconvenientes, pero las más jóvenes son las más vulnerables porque estos factores pueden limitar su capacidad para crecer y crear valor a partir de ideas innovadoras de negocio. A medida que una compañía se desarrolla, estos



problemas pueden cambiar rápidamente y de forma imprevista. La capacidad de respuesta de la compañía frente a tales cambios puede ser un elemento clave de su ventaja competitiva, pero, también, puede derivar en un problema para los suministradores de capital.

En suma, más allá de la opción de financiación de que se trate, los emprendedores en busca de capital deben sopesar continuamente estas fuentes de inconvenientes, y buscar formas de solventarlos. Ello les permitirá facilitar el acceso a los recursos que necesitan y optimizar el proceso de negociación y estructuración de los posibles acuerdos de financiación. La forma de reducir estos problemas, es decir, de atenuar la reticencia de los inversores a inyectar capital en proyectos de alto riesgo, dependerá en gran medida de la capacidad del emprendedor para establecer y desarrollar:

- ✓ una relación fluida con los inversores antes, durante y después de las negociaciones;
- ✓ un intercambio de información efectivo con los posibles inversores desde el principio y especialmente en el proceso negociador, si éste llega a producirse.

Los emprendedores no sólo deben conocer perfectamente los riesgos del negocio que proponen y del sector en el que pretenden operar sino, además, deben ser capaces de comunicarlo a los inversores. Asimismo, deben reducir, hasta donde sea posible, los “huecos” de información para generar credibilidad y confianza, y comunicar de forma clara cuáles son los activos fundamentales de la compañía. Y, naturalmente, deben conocer y ser capaces de interpretar objetivamente los ciclos de los mercados reales y financieros y, muy especialmente, ser capaces de presentar adecuadamente a los inversores cómo estos ciclos pueden afectar su modelo de negocio.



1. La inversión en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo empresarial

La mayoría de inversiones de capital riesgo en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo de una compañía se realizan bajo la forma de una operación de *adquisición apalancada* –conocida genéricamente en la industria con el vocablo inglés *buy-out*. Se denomina así porque la deuda es un componente relevante de la estructura financiera de la Nueva Compañía emergente de la operación en la que, además, el equipo directivo de la compañía, y en ocasiones otras personas de la misma, reciben una porción sustancial de las acciones ordinarias.

El uso de apalancamiento financiero por vía de deuda en la mayoría de las *buy outs* permite a los inversores de capital riesgo mejorar su retorno. Otra característica de estas operaciones es que la inversión de capital necesaria para financiar un *buy-out* puede, en ocasiones, ser superior al precio solicitado por el vendedor de la compañía objetivo. Es decir, se requieren recursos adicionales para financiar los planes de expansión y de desarrollo que normalmente los nuevos accionistas desean acometer una vez que se hacen cargo de la compañía.

2. El emprendedor y el inversor frente a la negociación

Una de las actividades clave de los gestores de fondos es negociar acuerdos de inversión con los emprendedores o gestores de compañías que demandan financiación. La negociación refiere aquí a la interacción entre las partes implicadas y al conjunto de todas aquellas acciones que afectan a la relación e interacción entre el inversor y el emprendedor, que eventualmente serán plasmados en un acuerdo de financiación. Muchas de estas acciones se producen antes o fuera de la negociación, y otras corresponden a las propias tratativas entre los negociadores.



3. Los intereses convergentes-divergentes del emprendedor y el inversor

Las negociaciones que conducen al establecimiento de un acuerdo de inversión por capital riesgo están determinadas por las necesidades e intereses del emprendedor y del inversor. El entender estas necesidades es la mejor forma para comprender las distintas formas de estructurar las operaciones y las cuestiones contractuales que son objeto de negociación en el proceso. Algunas de estas necesidades son convergentes, mientras otros son divergentes.

Para empezar, los *fundadores* de la compañía, que esperan que su proyecto de negocio se haga realidad y sobre el que han comprometido un gran esfuerzo personal (y la totalidad o una gran parte de sus propios ahorros), necesitan y procuran hacerse con los recursos de capital necesarios para financiar la puesta en marcha de las operaciones y/o para gestionar y hacer crecer su compañía. Las compañías de nueva creación pasan por periodos con flujos de caja negativos de manera que no pueden financiar su crecimiento con sus propios ingresos.

Los emprendedores son conscientes de que si quieren ampliar las posibilidades de éxito de sus proyectos, además de capital, necesitarán contar con el asesoramiento de expertos o de personas con experiencia y conocimiento en el sector, en la tecnología, o en el mercado objetivo. Al mismo tiempo, también necesitarán socios-inversores que posean contactos o relaciones que ellos no poseen. Por esta razón, procuran conseguir apoyo externo para hacerse con capacidades directivas, conocimientos o contactos que son críticos para montar una compañía.

De manera que los emprendedores están dispuestos a ceder parte de la propiedad de su compañía a cambio de obtener capital y, además, contar con un recurso adicional: un socio-inversor con experiencia y una red de contactos, lo que les permitirá en su momento conseguir capital adicional o los recursos que sean necesarios.



La cuestión es cuánto estarán dispuestos a ceder. Por lo general, intentarán ceder lo menos posible, es decir, aspirarán a minimizar su dilución. En otras palabras, intentaran retener para sí el máximo valor posible de la compañía pujando por una valoración elevada de la misma. La cantidad de capital que el emprendedor ceda al inversor dependerá directamente de la valoración de la compañía.

Por otra parte, los emprendedores son muy sensibles al control del proceso de decisiones operativas en la compañía. En este punto, intentarán evitar la imposición de condiciones o restricciones preventivas sobre sus acciones que afecten dicho nivel de control que, con toda probabilidad, demandará el inversor.

Existe también un nivel de necesidades personales del emprendedor, relacionadas con aspectos emocionales o racionales, que merecen atención. Los emprendedores, de una manera natural, desean mejorar y prosperar, buscando alcanzar un prestigio personal y profesional como resultado del esfuerzo comprometido en sus iniciativas empresariales. Se puede hablar objetivamente de un deseo de desarrollar y alcanzar una reputación personal apuntalada en su éxito empresarial, que, evidentemente, les reportará unos beneficios y una satisfacción personal y, a la vez, una base de credibilidad para futuros proyectos.

4. Las necesidades e intereses del inversor

El inversor, por encima de todo, estará interesado en maximizar el retorno de su inversión y, muy especialmente, de su cartera de inversiones. Es evidente que cuánto mayor sea el número y valor de las “dianas” de su cartera (éxito de las compañías participadas), mayor será su retorno. Sin embargo, esto no es tan sencillo de alcanzar. Para los inversores, el interés principal es tener acceso a las mejores oportunidades o proyectos emprendedores si bien es evidente que se trata de una tarea muy compleja con resultados difíciles de predecir.



La mayoría de las veces no existen indicadores o referencias objetivas para valorar una compañía de nueva creación; las proyecciones de ingresos o gastos son inciertas y en muchos casos ni siquiera existen referencias similares con que comparar y basar la valoración. Esta dificultad en sí misma se convierte en un reto de negociación muy exigente que requiere unas elevadas capacidades negociadoras y de relación interpersonal.

Otros de los intereses centrales de los inversores es minimizar el riesgo de pérdida de valor de su inversión, por ejemplo, manteniendo su “opción a abandonar” el proyecto. Como veremos, el uso de compromisos de inyección de capital por etapas es una forma de preservar la opción “a abandonar” si las cosas van mal o se producen conflictos asociados a comportamientos perjudiciales para sus intereses por parte de los emprendedores. Los inversores utilizan este mecanismo para cubrirse frente al alto nivel de incertidumbre que supone financiar una compañía en la que el desarrollo del mercado o segmento objetivo o la tecnología en cuestión es muy incierto, y de la cual es muy difícil evaluar los resultados en el corto plazo.

Asimismo, las fuertes diferencias (asimetrías) de información que se dan en ocasiones se convierten a menudo en un incentivo para acciones oportunistas o no cooperativas de los emprendedores que los inversores quieren evitar a toda costa. Veremos que los inversores recurren a formulas contractuales para minimizar los riesgos que pueden producirse en tales situaciones. Estos riesgos se producen como resultado de los posibles conflictos que pueden surgir en la relación contractual entre el inversor y el emprendedor de una compañía.

Dado un acuerdo contractual, dichos riesgos refieren al grado de incertidumbre asociado a la posibilidad de que tanto el emprendedor o el inversor persigan su propio interés en lugar de cumplir los requerimientos del contrato de capital riesgo.

Cabe destacar, no obstante, que los inversores también pueden optar por comportamientos oportunistas o no cooperativos en determinadas circunstancias y bajo la influencia de determinados incentivos, como lo



demuestra la investigación. Los inversores de capital riesgo prestan mucha atención a su reputación. De hecho necesitan desarrollar una reputación sólida en el sector ya que es la mejor carta de presentación cuando tienen que salir, cíclicamente, a captar nuevo capital adicional para el fondo que gestionan, o para estar bien posicionados frente a los mejores emprendedores (oportunidades de inversión) en busca del “mejor” capital. Los resultados de su gestión y de su cartera de inversiones son los principales determinantes de su credibilidad profesional en el sector.

Otro factor que contribuye a alimentar esta sensibilidad es el pequeño tamaño del sector, que en cierto modo permite conocer bastante fácilmente quién es quién en el mercado. Se puede afirmar que la necesidad de credibilidad es más crítica para los inversores que para los emprendedores. Los gestores de fondos “juegan un juego” que se repite y recomienza cada vez, mientras que no todos los emprendedores son emprendedores “en serie”, es decir, crean y lanzan un negocio más de una o dos veces. En el ciclo de capital riesgo, los gestores de fondos están sometidos a una fuerte presión para obtener buenos resultados, especialmente en los primeros años tras la primera captación de capital para un fondo. Se trata de la demostración más fehaciente frente a los inversores en el fondo que el gestor es verdaderamente competente y que, por tanto, merece su confianza. Esta presión se repite regularmente toda vez que los gestores deben “levantar” nuevo capital para el fondo. Para lograrlo los inversores deben ser capaces de desinvertir de las compañías participadas maximizando el retorno de los fondos invertidos, bien a través de la venta de su participación, bien a través de una oferta pública de acciones por toda la compañía. Una implicación directa de esta necesidad del inversor es que debe ser capaz de “forzar” dicha salida de la compañía participada y, a la vez, ser capaz de conseguir la colaboración del emprendedor para conseguirlo. En este proceso, el inversor estará atento para protegerse de posibles situaciones en la que el emprendedor no esté muy por la labor de vender la compañía o salir a Bolsa.



Por otra parte, cabe señalar que a los emprendedores también les interesa “tener a bordo” socios inversores con una buena reputación ya que de ser así supone una señal muy positiva para el mercado de capitales u otros agentes económicos en relación con las posibilidades de su negocio en el futuro.

Finalmente, la necesidad de credibilidad permite visualizar un “terreno común” en el que los intereses los inversores y los emprendedores convergen. Si los inversores buscan desarrollar una mayor credibilidad en la industria a través de inversiones rentables y de una buena gestión percibida de su cartera de inversiones, sus objetivos a la larga coinciden con los de los emprendedores puesto que ambos ganan si las compañías participadas tienen éxito en el mercado y, por tanto, su valor en el futuro es más elevado. Esta coincidencia o complementariedad de intereses puede, en determinado momento, actuar como un incentivo para propiciar una actitud más cooperativa en la negociación y estructuración de un acuerdo de inversión, y ciertamente para facilitar la relación entre los inversores y los responsables de las compañías participadas en la etapa post-inversión.

5. Volumen de la inversión

En general, el volumen de capital que un inversor está dispuesto a invertir en un proyecto de negocio en sus etapas iniciales de su desarrollo dependerá de una serie de factores, entre los que destacaremos los siguientes:

- ✓ El Plan de Negocio presentado por los emprendedores
- ✓ Los resultados del proceso de *due diligence*
- ✓ La percepción del inversor acerca del mercado potencial del concepto, producto o servicio propuesto
- ✓ La consideración del impacto en el proyecto de los factores del entorno social, económico, tecnológico y político
- ✓ La duración esperada de la inversión en relación con el posible momento de la desinversión



- ✓ las expectativas del equipo promotor en relación con la porción de la compañía que estarán dispuestos a ceder a cambio de la financiación
- ✓ La aportación de capital y el compromiso del equipo promotor.

6. Plan de negocio

En lo que se refiere al Plan de Negocio, aquí sólo se enfatizara su importancia no solo para despertar el interés inicial del inversor, sino, además, como un elemento capital para facilitar la evaluación permanente del proyecto y para diseñar la estructura financiera óptima resultante de la negociación.

El inversor utilizará el Plan de Negocio como una pieza de información clave para apoyar sus decisiones y posicionamiento en la negociación, estableciendo las oportunas reservas y ajustes dada la tendencia al “sobre-optimismo” de los emprendedores a la hora de establecer sus proyecciones. En cualquier caso, tratándose de una compañía de nueva creación o emergente, el plan de negocio deberá ser capaz de demostrar las capacidades y el compromiso personal, profesional y financiero del equipo promotor, la viabilidad del concepto/producto/servicio, unas proyecciones de ingresos y gastos futuros y una estrategia comercial.

Análisis pre-inversión

El proceso de *análisis preinversión* puede entenderse en general como un proceso de evaluación, recogida de información y validación adicional que el inversor acomete para reducir riesgos. Si como resultado de este proceso no media ningún obstáculo o revelación que pueda impedir o romper la negociación y el desarrollo de la operación, los temas que los inversores están especialmente interesados en proteger normalmente se abordan con la incorporación de garantías, restricciones, cláusulas de salvaguarda u otros mecanismos legales en los acuerdos de inversión alcanzados.



2. Tasa de retorno

En las inversiones en *start-ups* o en compañías en fases tempranas de su desarrollo, los inversores esperan obtener tasas de retorno sobre sus inversiones superiores al 50% anual, que es lo mínimo que puede inducirles a aceptar los altos niveles de riesgos asociados con este tipo de inversiones. Del otro lado de la mesa, la preocupación inmediata del equipo promotor del proyecto de negocio será hasta qué punto se diluye su participación en la propiedad de la compañía, o lo que es lo mismo, el porcentaje de la misma que poseerán una vez que la operación de entrada de capital haya sido realizada. Hemos puesto de manifiesto anteriormente que los emprendedores perciben su compromiso con la compañía como una relación de largo plazo frente a la visión más de medio plazo de los inversores.

7. Compromiso financiero del equipo promotor

Otro elemento en el que los inversores prestan mucha atención, una vez que han determinado las necesidades de capital de la inversión propuesta, tiene que ver con el nivel de compromiso financiero que el o los promotores del proyecto estén dispuestos a asumir teniendo en cuenta tales requerimientos. Para los inversores, también es crítico que el equipo directivo sea competente, esté completo y motivado y que, en especial, esté muy comprometido con el proyecto. Consideran esto un factor clave de éxito en cualquier inversión por lo que procuran, desde el principio, que la estructura lo refleje de forma precisa. La estructura financiera debe permitir que el equipo promotor posea una porción significativa en la Nueva Compañía y, a la vez, inste a sus miembros a que inviertan su propio dinero como muestra de su compromiso con el proyecto.



En otras palabras, el porcentaje de la compañía que vaya el equipo promotor debe ser lo suficientemente importante para preservar la motivación y el compromiso de los emprendedores durante el período que dure la inversión como para alinear los intereses de las partes a la hora de planificar la salida. No obstante, la búsqueda de semejante estructuración, tendiente a alinear incentivos e intereses, no debe convertirse en un fin en sí mismo que acabe por entorpecer la dedicación o el enfoque del emprendedor, tan necesarios o más para el éxito del proyecto que la propia financiación.

8. Preparación y configuración de expectativas

En primer lugar, un aspecto esencial de la negociación de una operación de capital riesgo, y de cualquier negociación, es la preparación, entendida como el conjunto de acciones tendientes a identificar y comprender el “terreno de juego” de la negociación y la naturaleza de las “partes implicadas”. Cualquier negociador debe ser capaz de ver el problema objeto de negociación desde la perspectiva de la otra parte implicada. En caso contrario, si el emprendedor o el inversor se centran exclusivamente en sus propios intereses y necesidades, y se dedican a satisfacer sus propias expectativas, el resultado más probable es que el “pastel de valor” potencial que podría crearse, en caso de producirse un acuerdo, acabe siendo bastante más pequeño que el verdaderamente obtenible. Incluso puede ocurrir que nunca llegue a crearse. Idealmente, la preparación debe ir encaminada a que esto sea posible y tendrá una influencia decisiva en la configuración de las expectativas y de la actitud negociadora del emprendedor y del inversor. Una preparación adecuada en esta dirección exige un análisis a conciencia de una serie de aspectos y dimensiones que son muy importantes de tener en cuenta antes de iniciar la negociación: Las necesidades propias y ajenas, las fuentes de poder relativo, la relación personal y la gestión de la información.



9. Análisis de las necesidades propias y ajenas

Evaluar y conocer mejor las necesidades propias y ajenas permitirá al negociador ir más allá de los meros “deseos” y encontrar fórmulas que satisfagan dichas necesidades. Este análisis previo de las necesidades de *ambas partes* debe desembocar a su vez en una evaluación a distintos niveles de las necesidades que son *comunes* frente a las *opuestas*. De esta forma, las características de las necesidades y sus prioridades pueden dar una idea previa de si se está frente a una situación de negociación de suma cero, es decir, lo que uno gana el otro lo pierde (*ganar-perder*), o por el contrario, existen un potencial para incrementar el tamaño del “pastel de valor” o integrar necesidades creando valor para ambas partes (*ganar-ganar*).

10. Evaluación de las fuentes de poder propias y ajenas

Poseer una valoración acertada de cuál es el poder de uno frente al de la otra parte permitirá al negociador ser más flexible durante la negociación. Es evidente que las expectativas generadas en este terreno serán muy diferentes si se presta o no la atención adecuada a esta cuestión. Con frecuencia, los emprendedores tienden a pensar, erróneamente, que tienen menos poder del que realmente poseen frente a los inversores. Muchas veces esta percepción es resultado de no dedicar la atención adecuada a evaluar las distintas posibles fuentes de poder de la otra parte y compararlas con las propias.



11. Preparación para la gestión de la relación

En toda negociación se dan dos niveles: el nivel del “problema” objeto de negociación, y el nivel personal o de relación, sin el cual muchas veces es imposible resolver el primero. En este sentido, prepararse para desarrollar una relación constructiva sobre la base de una comunicación fluida, y generar un nivel de confianza, es con frecuencia imprescindible para llegar a un buen acuerdo.

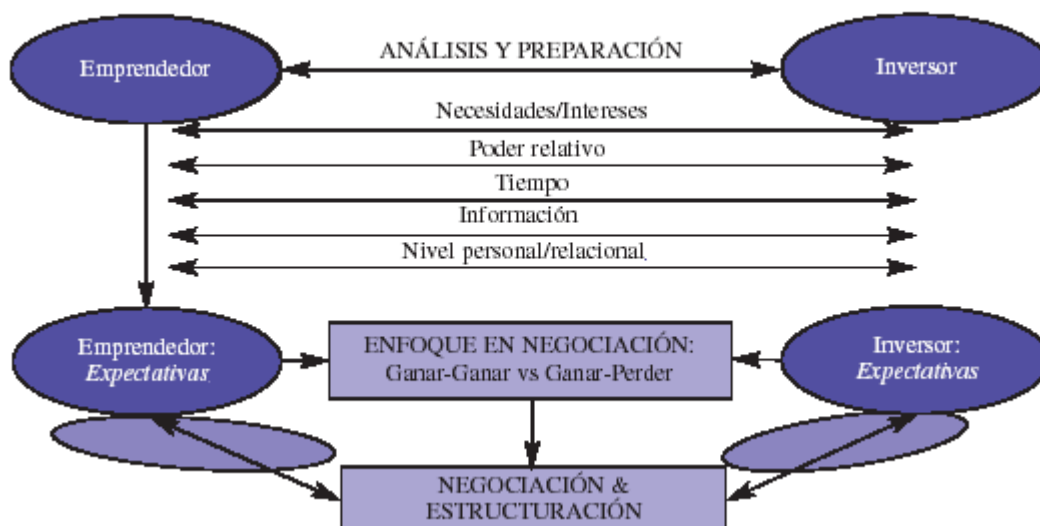
12. Planificación de la información

Es preciso evaluar el nivel de incertidumbre existente sobre la posible solución del tema a negociar, tomando en consideración tanto el punto de vista propio como el punto de vista de la otra parte. Otra faceta a preparar, relativa a la gestión de la información, consiste en predefinir dentro de lo posible qué información se estará dispuesta a compartir o no y en qué momento, lo cual requerirá también prepararse para gestionar posibles cuestionamientos sobre la información no revelada. De la misma manera, resultará útil valorar la información de la otra parte que interesará contrastar en la negociación, preparando las preguntas pertinentes⁷.

⁷ Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005



Emprendedor versus Inversor: Preparación y enfoque de negociación



Fuente: Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005

J. Resumen De Necesidades E Intereses Del Emprendedor Y El Inversor

Emprendedor	Inversor
Capital	Oportunidades de inversión
Minimizar la dilución	Maximizar el retorno de su inversión, evitando la sobredilución del emprendedor
Retener la capacidad de decisión de aspectos operativos	Control de aspectos estratégicos
Reputación personal	Reputación en el sector
Experiencia/Red de contactos	Selección de portafolio exitoso
Valoración alta	Valoración alta a medio y largo plazo
Opciones de desinversión parcial	Opciones de desinversión total a medio plazo
Referencias positivas	Referencias positivas

Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005



K. Fuentes De Poder De Negociación Del Emprendedor

1. Naturaleza del proyecto y perfil del equipo promotor

Un equipo emprendedor sólido con un proyecto de negocio de alto potencial de retorno confiere al emprendedor mucho poder de negociación frente al inversor. Este es el caso de aquellos emprendedores o equipos promotores cuya experiencia o conocimientos de un mercado o de una tecnología supone en sí mismo una ventaja competitiva, o que poseen un modelo de negocio difícil de imitar y con un alto potencial de crecimiento para dominar un mercado, o que cuentan con un acervo de relaciones y contactos en el sector o con agentes complementarios o potenciales socios, o que intentan atacar segmentos de mercados muy dinámicos, etc.

En la compleja aproximación entre el inversor y el emprendedor, los inversores evalúan, entre otras cosas, las competencias y antecedentes individuales y colectivos de los equipos promotores, el potencial de mercado del producto/servicio o de la tecnología a desarrollar, y el grado de rivalidad en la industria y la reacción de los competidores reales y potenciales. Cuánto mayor sea su confianza en la capacidad de la compañía objetivo para alcanzar sus objetivos, mayor será su predisposición a invertir en ella y en las personas que la promueven. Por ejemplo, los inversores tienden a valorar muy especialmente la existencia de una trayectoria empresarial previa conjunta de un equipo promotor en el sector en que pretenden operar, e incluso en otros sectores diferentes, o que simplemente posean una experiencia emprendedora similar a la que ahora proponen. Otras características del equipo promotor generadoras de confianza para inversor son que esté completo y equilibrado en términos de las capacidades técnicas y directivas requeridas para implementar el proyecto, y, en ocasiones, que cuente con la recomendación de terceras partes creíbles y acreditadas.



Los inversores conciben la toma de participaciones en el capital de una compañía objetivo como el establecimiento de una sociedad con dicha organización. Su objetivo es también maximizar el valor futuro de la compañía hasta donde sea posible estableciendo unas buenas relaciones de trabajo con sus nuevos socios. El proceso de negociación de un acuerdo de capital riesgo es un excelente rodaje para el establecimiento de una buena relación de trabajo ulterior. Si, por ejemplo, un inversor adopta un enfoque de negociación o se comporta durante la misma de una manera que perjudique la relación entre las partes, pueden poner en peligro la capacidad futura de la compañía para crear valor. Pero, este error no es privativo de los inversores. Tanto el emprendedor como el inversor deben ser capaces de construir una relación productiva a largo plazo entre sí, durante y después de la negociación. En definitiva, lo que negocian es un marco de relaciones para desarrollar y hacer crecer una compañía a lo largo de un determinado número de años.



Si el problema de la negociación se ve únicamente bajo el prisma de las necesidades financieras del emprendedor, lo normal es pensar que el emprendedor consentirá todo lo que se le pone sobre la mesa. En el mundo real, los emprendedores también seleccionan a los inversores. Esta elección se basa en diferentes criterios, empezando por la búsqueda de una “química” o un “encaje de personalidad” con su potencial socio inversor, y lo hacen pensando que tienen ante sí una relación de trabajo a largo plazo. Para obtener más información o detalles acerca del potencial de empatía con los posibles inversores, algunos emprendedores procuran contactar con otros emprendedores que hayan tenido una relación empresarial previa con quienes ahora ellos tienen que negociar.

Se trata éste de un factor crítico utilizado por los emprendedores para tener buenas referencias y seleccionar inversores.

Desde otro ángulo, todos aquellos emprendedores que hayan tratado o negociado previamente con un inversor se convierten en una fuente de referencia directa acerca de la trayectoria de dicho inversor frente a otros emprendedores. En consecuencia, la fuente de credibilidad de un inversor no depende exclusivamente de la tasa interna de retorno (TIR) del fondo que gestiona sino, también, de su capacidad para construir y desarrollar una relación con sus socios en las compañías participadas. El hecho que un inversor no negocie honestamente puede afectar gravemente su reputación. Con frecuencia, el origen de dichas referencias son los mismos emprendedores que en su momento padecieron semejante talante negociador.

2. Fuentes de poder de negociación del inversor

Del lado del inversor, su fuente primordial de poder es tener múltiples opciones de inversión, mientras que para los emprendedores la captación de capital es un proceso único y muy especial en el plano personal y profesional. Otra fuente de poder del inversor es la experiencia en el desarrollo del proceso de inversión.



Emprendedor	Inversor
Otras fuentes alternativas de financiación	Otras alternativas de inversión
Plan de Negocio sólido	Credibilidad/Reputación en el sector
Equipo directivo experimentado y completo	Equipo y asesores profesionales
Alianzas/Inversores	Proveedores de capital del fondo/Co-inversores
Conocimiento del negocio/tecnología	Experiencia/Redes de contactos
Coyuntura (?)	Coyuntura (?)
Tiempo (menos)	Tiempo (Más)

Fuente: Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005

L. Tipos De Buy-Outs

1. Las tres principales formas de una operación de *buy-out* son:

- ✓ *Management Buy-Out (MBO)*: Se trata de la operación de compra de una compañía o unidad de negocio establecida, en la cual los miembros del equipo directivo existente se convierten en accionistas de la Nueva Compañía, y juegan un papel clave en la operación, controlando el proceso y accediendo a una porción importante de la propiedad de la misma.
- ✓ *Leveraged buy-out (LBO)*. Es un tipo en la que el nivel de deuda en la estructura financiera de la Nueva Compañía es muy elevado y el equipo directivo existente juega un papel más o menos importante en la operación. No obstante, cabe remarcar que cualquier operación de *buy-out* incorpora un nivel elevado de deuda
- ✓ *Management buy-in (MBI)*: Se trata de la compra de una compañía establecida en la que un nuevo equipo directivo externo se incorpora en la Nueva Compañía como consecuencia de la operación, posiblemente



debido a una exigencia del inversor o a que el propietario-gestor es el vendedor.

En consecuencia, lo que distingue a una operación de *buy-out* de otra viene dado típicamente por la naturaleza de quién toma la iniciativa para sustanciar y desarrollar la transacción (equipo directivo, vendedor, inversor...), el perfil del equipo directivo de la Nueva Compañía (interno o externo) y la estructura financiera de la misma.

2. Origen de una operación de *buy-out*

Una operación de adquisición apalancada de una determinada compañía tiene su origen a partir del momento en que alguien el empresario-propietario de la compañía, el equipo directivo existente, o un equipo directivo o un directivo de otra compañía, un banco acreedor o el inversor de capital riesgo consideran que el cambio de propiedad puede ser beneficioso. La transacción que ello supone sólo será posible si el promotor o iniciador de la misma es capaz de negociar y convencer a los demás que un acuerdo en esa dirección puede resultar beneficioso para todas las partes implicadas.

Del lado de la parte vendedora, los motivos que pueden llevar a decidir vender parte o totalidad de una compañía pueden ser muy diversos. Las razones más habituales tienen que ver con:

- ✓ *Procesos de sucesión en empresa familiares* en los que, por carencia de una generación siguiente o de miembros familiares dispuestos a asumir la dirección y gestión, se considera la venta al equipo directivo no familiar existente o a una tercera parte (por ejemplo, un competidor).
- ✓ *Desinversiones de negocios no estratégicos* (por ejemplo, una compañía de gran tamaño o grupo empresarial), como consecuencia de procesos de redefinición o re-estructuración estratégica (por falta de encaje con el nuevo plan estratégico, o conflictos de interés con otras unidades de negocio, baja rentabilidad, o por necesidad de recursos por problemas de endeudamiento, etc.).



- ✓ *Desinversiones de filiales o activos por compañías con problemas financieros* con el fin de obtener recursos para afrontar necesidades urgentes de tesorería o tras una situación de quiebra.
- ✓ Otras unidades de negocio o activos de compañías en liquidación puestos a la venta por administradores judiciales.
- ✓ Etc.

Desde el punto de vista del *equipo de gestión* interesado en la adquisición de una compañía, las razones pueden deberse a un deseo de independencia, en especial, cuando en la compañía existen tensiones con la propiedad acerca de la estrategia de negocio más adecuada y su impacto en el potencial de creación de valor futuro. Otros motivos pueden ser la búsqueda de un retorno superior, o simplemente la identificación de una oportunidad, una clara convicción acerca del potencial futuro del negocio y un fuerte compromiso para convertirlo en realidad.

Del lado del *inversor de capital riesgo*, el interés en una operación de *buy-out* puede venir dado, bien porque la operación encaja con el perfil de las operaciones establecidas por el fondo en cuestión, o bien porque la relación esperada entre rentabilidad y riesgo resulta ser la apropiada en función de la posible combinación entre el nivel de deuda y el coste de adquisición. Un equipo directivo calificado para gestionar y desarrollar la Nueva Compañía; o un fuerte compromiso detectado por parte del equipo, tanto en términos de tiempo y dedicación como de recursos personales a invertir en el proyecto son, con frecuencia, motivos muy relevantes para los inversores cuando se trata de decidir de seguir adelante con una operación. La existencia de deuda garantizada y la percepción que la Nueva Compañía sea capaz de afrontarla y servirla con éxito; así como la existencia de una vía de desinversión clara al término del período de inversión, son también alicientes muy fuertes. Naturalmente, la oportunidad de comprar a buen precio o el atractivo del perfil del negocio objetivo para “comprar para desarrollar” son en ocasiones también factores significativos para el interés en una operación. En cualquier caso, existe una motivación común en el equipo de gestión y en el inversor o los



inversores implicados en una operación de *buy-out*, que se podría resumir en una convicción compartida en las propias capacidades para llevar adelante el proyecto, aportar valor y contribuir a su éxito futuro. Desde un punto de vista estratégico, la aportación de valor por parte del nuevo “equipo” (equipo directivo e inversores) en la Nueva Compañía puede canalizarse por diversas vertientes, desde establecer incentivos ligados a objetivos para los directivos mediante el empleo de opciones que actúen como acicate para su compromiso con el éxito de la compañía, pasando por planes estratégicos centrados en el crecimiento y/o de mejora de la eficiencia operativa, hasta la re-estructuración de los negocios de la compañía, como por ejemplo, desprendiéndose de negocios no estratégicos o de activos no rentables, o evaluando oportunidades de nuevas adquisiciones de negocios. En compañías establecidas de alto potencial con problemas para crecer, o que padecen estrangulamientos financieros, una operación de *buy-out* supone una inyección de capital que permite ampliar la financiación para abrir la vía de estrategias de desarrollo y crecimiento a largo plazo⁸.

M. Creación De Valor Y Desinversión

Una de las cuestiones clave en el ámbito de la inversión en capital riesgo es la capacidad de la industria para generar rendimientos superiores a otros activos. Como ya se ha visto, esta capacidad se acumula a lo largo de todo el ciclo de actividad, es decir, los rendimientos superiores se originan mediante la identificación de oportunidades únicas y accesibles exclusivamente a un determinado operador, los conocimientos para seleccionar las mejores entre ellas, y la posterior habilidad para negociar y concluir acuerdos ventajosos para los intereses de los inversores sin constreñir la capacidad de crecimiento de la compañía participada. Sin embargo, las fuentes de valor añadido de la inversión en capital riesgo no terminan aquí. Una parte sustancial de los rendimientos obtenidos se generan durante la fase de

⁸ Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005



“aportación de valor” y “desinversión” (frecuentemente aparecen como *added value* y *harvesting* en la literatura anglosajona).

Tipo de relación y creación de valor en las compañías participadas

El grado de implicación de los fondos de capital riesgo en esta última fase es muy variable y constituye uno de los elementos distintivos de la estrategia de cada fondo. Según su grado de implicación en la creación de valor, los fondos pueden ser:

- ✓ “pasivos” o “*hands-off*”, es decir, no se involucran en la compañía más allá de la negociación y cierre del acuerdo y se limitan al seguimiento de la compañía; o
- ✓ “activos” o “*hands-on*”, es decir, optan por tratar de influir directamente en la evolución de la compañía.

Para muchos, esta aportación de valor es el rasgo principal de la industria.

Otros gestores de fondos, aún siendo quizá *a priori* “*hands-off*”, ponen en práctica un enfoque “reactivo”, es decir, se involucrarán activamente en las compañías en cartera si detectan señales de alarma o si los emprendedores demandan su asistencia, aunque en principio se hayan mantenido ajenos a la evolución de las compañías, salvo para efectuar labores de control.



N. Tipos De Relación Con Las Compañías Participadas

Tipos de fondos	Relación con la compañía participada
Pasivo (“ <i>hands-off</i> ”)	Seguimiento de acuerdo a los términos de contrato Seguimiento financiero limitado
Activo (“ <i>hands-on</i> ”)	Co-desarrollo de la compañía participada Asociación activa con la compañía participada Implicación directa en la aportación de valor Seguimiento
Reactivo	“Control a distancia” sin implicación directa Aportación de vaor según necesidades o a petición de la compañía participada Seguimiento

Fuente: Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005

Las principales actividades de la implicación post-inversión son el seguimiento y control de la evolución empresarial y del equipo emprendedor, la participación en dominios clave de la gestión empresarial, y la preparación de la desinversión. La combinación de estas actividades permite a los inversores:

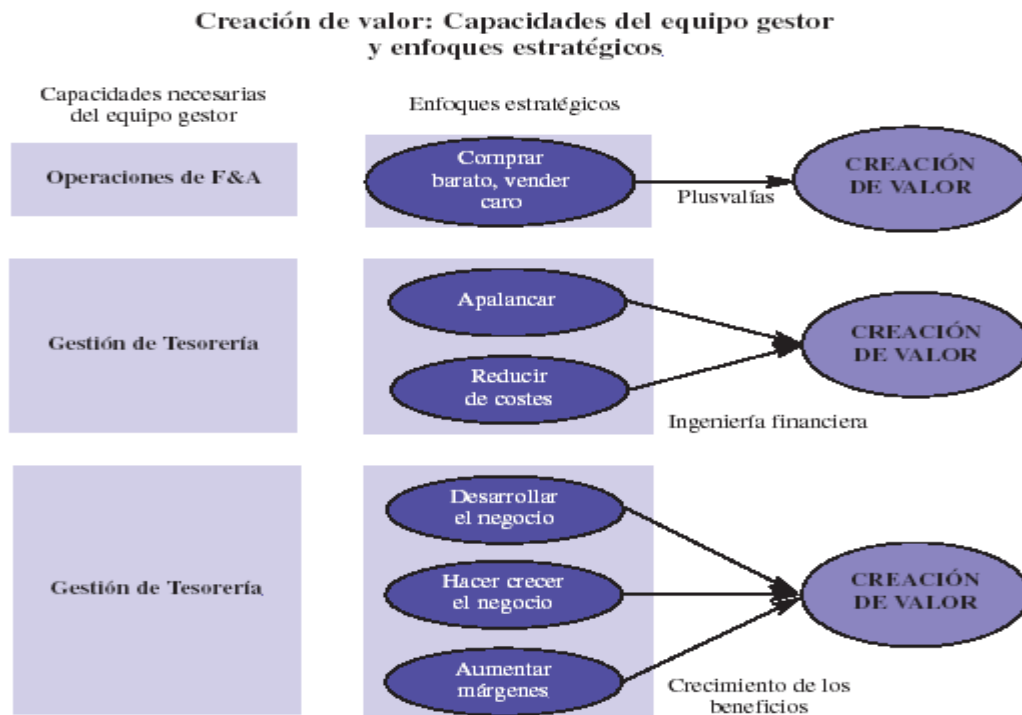
- ✓ minimizar el riesgo, y
- ✓ maximizar el beneficio, tanto a través de la presencia activa para favorecer la evolución de la compañía como por la participación en la confección de la salida más óptima.

A medida que la industria madura y los agentes se profesionalizan, la capacidad de obtener plusvalías por el simple efecto de la transacción disminuye. A este modelo básico de funcionamiento le sigue el sustentado en las habilidades de ingeniería financiera. Se diseña un paquete financiero beneficioso para el inversor, bien directamente a través de la realización de operaciones con una amplia proporción de deuda, o bien mejorando la gestión de la tesorería en las compañías que gestionan. Sin duda esto ya implica cierta aportación de valor para la compañía, y definitivamente la creación de valor para el inversor.



En la actualidad, la actividad de los fondos parece definitivamente anclada en el desarrollo y crecimiento de los negocios en los que participan, trabajando conjuntamente con el equipo emprendedor y directivo de la compañía participada. En realidad, cuanto más aumenta la competencia por conseguir operaciones (como hemos visto, las oportunidades en exclusividad son cada vez más infrecuentes) más necesaria se hace la aportación de valor como factor diferencial significativo de un fondo de capital riesgo. Entre los cambios más notables que han acontecido, principalmente en el mercado de las compras apalancadas se observa:

- ✓ exceso de capital;
- ✓ reducido acceso a operaciones en exclusividad;
- ✓ conocimiento y uso generalizado de ingeniería financiera;
- ✓ aparición de dificultades asociadas a los ciclos; o
- ✓ el surgimiento de nuevos competidores.



Fuente: Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005



La presencia e influencia de los gestores en las decisiones estratégicas clave de la compañía no garantiza el mejor retorno para el inversor. Aunque en una compañía se haya producido un crecimiento espectacular y un notorio aumento del valor de la compañía respecto al momento de entrada del inversor, éste puede perder parte del valor creado en una desinversión inoportuna o inapropiada.

Evitarlo requiere planificación y conocimiento para discernir la mejor ocasión y momento, y puede resultar especialmente difícil en determinadas fases del ciclo.

Para los emprendedores, la implicación de los gestores de los fondos es un activo importante, especialmente en las etapas iniciales del desarrollo empresarial, en las que la experiencia de los inversores puede suplir muchas de las carencias del emprendedor, sobre todo en las áreas de gestión y aspectos financieros. En fases de desarrollo posteriores, como en las operaciones de compra apalancada, la presencia de un fondo con gestores expertos también es importante, ya que puede ejercer de apoyo en negociaciones importantes e imponer una mayor disciplina financiera a la compañía.

La transferencia al inversor del valor creado debe asegurarse a través de un proceso de salida, lo cual hace esta última fase extremadamente importante para la industria. La premisa de la desinversión es un elemento omnipresente en la actividad de los fondos y está fuertemente relacionada con el ciclo de actividad de la industria. Durante la negociación y estructuración del acuerdo de inversión es uno de los elementos más importantes que está sobre la mesa. Los inversores privados (*business angels*) tienen un enfoque más flexible respecto a la planificación previa de la salida. En general, tienen un horizonte de desinversión más lejano, algunos incluso se plantean la inversión como una renta futura, siendo la permanencia ilimitada en la compañía una opción para el inversor. Sin embargo, los inversores más expertos y que operan en tramos financieros superiores y cercanos a los de los



fondos de capital riesgo son más deterministas y sí pactan y persiguen la desinversión con mayor intensidad.

La salida de las inversiones realizadas tiene implicaciones igualmente importantes para la compañía participada, ya que significa la entrada de un nuevo socio financiero o estratégico, la venta, o la salida de la compañía a bolsa. La desinversión también puede ser causa de conflictos entre el inversor y la compañía, ya que pueden tener diferentes intereses y preferencias respecto a este proceso.

3. Reducir pérdidas y maximizar beneficios

La toma de posición para minimizar el riesgo de una inversión comienza en la negociación de la operación y se materializa a través del acuerdo resultante y la posterior presencia en la compañía. Para ello, el inversor cuenta principalmente con tres fuentes de poder: financiero, social y formal.

El poder basado en la función financiera del inversor se sustenta en dos pilares: la financiación ya proporcionada, y de forma más importante, es un poder apoyado en las necesidades futuras de fondos que tendrá la compañía. En este sentido, las compañías saben que un inversor descontento es un mal compañero de viaje para acceder a financiación en el futuro. De forma más explícita, los fondos frecuentemente escalonan la provisión de fondos en distintos tramos, supeditados a la consecución de ciertos objetivos intermedios. En realidad, la financiación por tramos ("*stage financing*") es una herramienta muy potente para abandonar si no se alcanzan los objetivos fijados. El aspecto social o relacional del poder del fondo se materializa a través de las relaciones personales que establecen los miembros del equipo inversor con los miembros del equipo emprendedor o directivo. La efectividad de establecer una relación cercana a la compañía puede ser mayor que la que se obtiene al ejercer las prerrogativas que aparecen en el contrato de inversión, y es una de las fórmulas de seguimiento y control que más beneficios reportan. El inversor suele protegerse formalmente a través del uso de determinadas



cláusulas que le permiten el acceso a la información, la posibilidad de abandonar o aumentar su participación en la compañía, o tomar parte en decisiones clave. El acuerdo de inversión también incluye provisiones referentes al seguimiento y control que desea ejercer el fondo inversor. A su vez, la intensidad del seguimiento y control dependerá de la demanda del inversor en el fondo. Ya hemos visto como la demanda de información sobre las inversiones activas de los fondos de pensiones estadounidenses es superior a la de otros inversores.

Entre las principales actividades de seguimiento y control se encuentran:

- ✓ la obtención de información regular sobre la realidad empresarial y las previsiones;
- ✓ la comprobación de la correspondencia entre la evolución real, el plan de negocio y la evolución de compañías competidoras;
- ✓ la presencia en el consejo de administración, o la nominación de un profesional externo como miembro.

La tarea de los inversores resulta mucho más sencilla si existen mecanismos en funcionamiento que aseguren la elaboración de información precisa, oportuna y en el momento adecuado. Este sistema de información se encargará de la provisión de información hacia los fondos de capital riesgo y también hacia el exterior. En el caso de que no fuese así, una de las primeras tareas del equipo inversor es implantar estos sistemas de información, que constituyen una importante aportación, valiosa para futuros procesos de captación de fondos, de venta, o de salida a bolsa.



La información sobre la compañía que reclama el gestor para el seguimiento de la compañía, y a partir de la cual se elaborará la información más adecuada para los inversores, se compone principalmente de:

- ✓ las cuentas de pérdidas y ganancias mensuales, acumuladas, y desviación respecto a los presupuestos;
- ✓ actualización mensual del balance, y situación respecto a los presupuestos;
- ✓ estado mensual de la tesorería y proyecciones;
- ✓ estadísticas de facturación al menos mensual;
- ✓ informes trimestrales con la principal información mencionada;
- ✓ cuentas anuales auditadas;
- ✓ informes sobre la evolución de productos en desarrollo,
- ✓ cambios en el personal;
- ✓ información sobre proveedores y clientes; o
- ✓ evolución, cambio y tendencias en el mercado.

Por supuesto, este listado de información es flexible y adaptable a las necesidades y posibilidades de cada compañía. En el caso de compañías en sectores cambiantes y de rápido crecimiento, la generación y el análisis de información interna en el momento preciso puede ser esencial. Frecuentemente el seguimiento y control se lleva a cabo a través de un miembro del equipo gestor del fondo que participa en el Consejo de Administración. También puede llevarlo a cabo un experto o profesional externo, que haya participado en las negociaciones con la compañía o haya tenido algún tipo de relación con ésta.



O. La gestión de la desinversión

Aunque el equipo gestor del fondo haya realizado una aportación de valor adecuada y se hayan alcanzado los objetivos perseguidos, no se garantiza la transmisión del valor creado al inversor, para ello es necesaria una solución de desinversión adecuada. Como hemos visto, el equipo gestor ya ha anticipado diversos escenarios de salida en la estructuración del acuerdo de inversión. Sin embargo, las desinversiones se ven afectadas por los efectos del carácter cíclico de la industria de capital riesgo tanto o más que otras actividades del proceso de inversión. En concreto, la forma en que se lleva a cabo, el momento y los rendimientos obtenidos influyen y determinan aspectos clave de la desinversión.

Frecuentemente, cuando se menciona la desinversión se piensa automáticamente en la salida a través de una oferta pública de acciones, aunque no es la fórmula más habitual, especialmente si la industria se encuentra en una fase bajista del ciclo. Para un inversor en capital riesgo la salida puede realizarse de varias formas, siendo la más común la venta de la compañía a un tercero. Entre las otras fórmulas se encuentran la venta de la participación a otro inversor (conocida como operación secundaria), la venta al equipo directivo o la recuperación del valor invertido en acciones preferentes y deuda. En los casos más desafortunados, el reconocimiento de pérdidas, *write-offs*, también supone una forma de desinversión.



1. Cuándo desinvertir

La necesidad de preparar la futura desinversión ya aparece como un tema clave en la negociación del acuerdo de inversión. Como se ha visto en el capítulo anterior, en el momento de la entrada se pactan determinadas condiciones referentes a la desinversión. Cuando llega el momento de la salida hay una serie de aspectos en los que un buen inversor ha trabajado desde la entrada en la compañía:

- ✓ identificación de los puntos débiles de la compañía que puedan dificultar la salida;
- ✓ mejorar el equipo directivo, los sistemas, la imagen de la compañía y reducir la dependencia de un número limitado de proveedores y clientes;
- ✓ controlar los potenciales riesgos (fiscal, medioambiental, social...);
- ✓ hacer un seguimiento de los compradores potenciales y promover los contactos informales entre el equipo directivo y el comprador;
- ✓ delimitar las características de la transacción y enfocarse hacia los aspectos claves (la proposición debe ser simple y atractiva). Evidentemente diversos factores contextuales y la aparición de oportunidades y ofertas de desinversión influyen en la forma y el momento en que ésta se produce. Los profesionales de la industria reconocen mayoritariamente que la salida es una operación que debería ser cuidadosamente preparada y planificada, e incluso en el caso de que sean los compradores interesados los que susciten la operación, la compañía debe estar preparada para aprovechar las oportunidades que puedan surgir

Algunos inversores tienen muy claro el horizonte temporal de permanencia en la compañía, mientras que otros tienen un enfoque más flexible –especialmente los inversores en etapas tempranas, cuya salida de la compañía es más difícil de predeterminar. Es frecuente que inversores y emprendedores acuerden que tras la consecución de determinados objetivos el



inversor buscará dejar la compañía, y por lo tanto, a medida que el cumplimiento de dichos objetivos se aproxima ambas partes empezarán a preparar la operación de salida. Los inversores, a su entrada, se forman ciertas expectativas respecto a cuántos y a qué futuros compradores podrá interesar la compañía y efectúan un seguimiento de éstos. Cuando se trata de maximizar el retorno, la selección del momento de salida es esencial, especialmente en inversiones que no están funcionando como se esperaba. Una venta en el preciso momento puede marcar la diferencia entre un beneficio aceptable, aunque modesto, o la asunción de una pérdida significativa. La decisión de desinversión es una de las más difíciles para los inversores. Por una parte, cuando la compañía participada afronta dificultades, el inversor tiende a alargar la permanencia en la compañía, buscando explicaciones externas, tales como el estado general del sector o la fase del ciclo, que justifiquen una pobre evolución y ofrezcan esperanzas de recuperación. Por otra, la decisión de salir cuando a una compañía le va todo bien es igualmente compleja; es posible que el inversor sobreestime la capacidad de la compañía para mantenerse en esta posición y obtener resultados más ambiciosos.

Muchos fondos implementan soluciones que les permiten tomar las decisiones de salida de forma más organizada y planificada, como por ejemplo la creación de un Comité de Desinversión (*Exit Committee*), que se reúne cada cierto tiempo para planificar las opciones más adecuadas, examinar la situación de las compañías participadas, el cumplimiento de los objetivos fijados, o decidir una operación de desinversión.

2. Cómo desinvertir

Aunque la fórmula de salida que más atención pública genera es la salida a bolsa ésta no es la más habitual, especialmente durante los últimos años, ya que su éxito depende en gran medida de la situación los mercados de valores.



P. Re-venta de la participación a la dirección de la compañía

La reventa de la participación del fondo de capital riesgo a los directivos, que pueden ser los propios emprendedores, es un mecanismo habitual en muchos países.

La re-venta al emprendedor o la dirección suponen una opción de salida para el inversor cuando no existen compradores comerciales, lo cual puede ocurrir en situaciones de reestructuración interna o cuando el sector atraviesa dificultades: También es posible que los compradores no sean los más adecuados o no exista acuerdo entre los accionistas respecto a las alternativas existentes.

Entre las ventajas de estas operaciones está el carácter de incentivo al desempeño de los directivos que supone la posibilidad de recompra de la participación. Igualmente, permiten transacciones con elementos específicos, como la permanencia minoritaria de los vendedores o la aparición de temas de competencia en el sector originados por la transmisión a un comprador que posee ya una parte importante del mercado de referencia. El conocimiento entre el equipo directivo y el fondo de capital riesgo facilita la anticipación de las expectativas de ambos grupos. El riesgo de este tipo de operaciones para los inversores viene dado por la consideración temprana de una recompra sin haber explorado otras oportunidades. En estos casos, las negociaciones no contarán con una referencia de mercado, ni con una alternativa, dando lugar a una situación en la que la dirección de la compañía acumula mayor poder en la negociación de la operación.

La posición del equipo directivo en la preparación de cualquier tipo de desinversión es crucial. Los inversores deben respetar la opción de recompra, ya que de otra forma la oposición de la directiva puede desincentivar a los potenciales compradores, especialmente cuando la dirección es una de las fortalezas estratégicas de la compañía.



4. La organización de subastas

Los procesos de subastas se organizan tanto para permitir la entrada de fondos externos como para facilitar la salida de los actuales fondos de capital riesgo. Estos procesos tienen tantas ventajas como desventajas, y la compañía y el fondo implicados deben tomar precauciones antes de lanzarse a un proceso de este tipo. Los procesos de subasta fallidos envían una señal muy negativa al mercado, tanto a inversores y compradores como a clientes y proveedores, y desmotivan a la dirección de la compañía. Para el inversor, pueden retrasar significativamente la salida de la compañía. Antes de comenzar un proceso de subasta deben asegurarse lo siguiente:

- ✓ Existencia de un buen número de compradores interesados.
- ✓ Definición de los límites de la transacción, cuanto más homogéneo sea el negocio más fácil resultará.
- ✓ El precio es el principal elemento de la operación.
- ✓ El negocio es comprensible sin necesidad de publicar información comprometida.
- ✓ Los organizadores de la venta y los asesores han establecido una buena reputación en cuanto al tratamiento equitativo y transparente de los involucrados en la operación.

En los procesos de subasta la selección de los organizadores es clave ya que son operaciones que requieren dedicar atención detallada a cada uno de los compradores, gestionar la información que reciben, transmitir confianza respecto a las opciones de cada uno de ellos y, a la vez, mantener la posición de poder de la compañía en la negociación.



1. La preparación de procesos duales

A menudo las compañías y los gestores organizan diferentes alternativas de forma simultánea, por ejemplo, una salida a bolsa y una venta, o una operación de recompra por la dirección y una venta. Sin embargo, la complejidad que engendran desaconseja los procesos paralelos, ya que a menos que las preferencias de la compañía o de los inversores sean totalmente neutrales es más eficiente perseguir una única fórmula de desinversión. En los casos de procesos duales los operadores consideran que es conveniente encargar a distintos bancos la preparación de una u otra modalidad y no ambas al mismo banco, ya que éste podría tener sus propias inclinaciones hacia la conveniencia de un proceso u otro.

2. El efecto del ciclo en la desinversión

Los rendimientos también están altamente asociados al ciclo de actividad de la industria. Según la opinión de académicos expertos en el sector, los rendimientos obtenidos además están relacionados con el volumen de fondos captados en un determinado periodo —es lo que se conoce como el fenómeno “*too much money chasing deals*” (demasiado capital en busca de oportunidades), un fenómeno marcado por la poca liquidez del mercado de capital riesgo, la segmentación de la inversión en diferentes activos y la imposibilidad de ajustar rápidamente la oferta y la demanda. El problema surge con la aparición de expectativas no racionales respecto a las oportunidades existentes. En la medida en que el flujo de capital hacia la industria sea mayor que el incremento en el valor de las compañías objetivo y el incremento en el número de oportunidades de inversión aparecerá un desajuste entre la oferta y la demanda de capital riesgo. Este exceso de oferta provocará un ajuste al alza del precio (valoración de las compañías), al que se añade el largo periodo de ajuste entre oferta y demanda en el segmento de capital riesgo. Por todo ello, las valoraciones durante un periodo concreto puedan resultar considerablemente más altas que el valor de la compañía. Sin embargo, no es posible distinguir la causa del efecto, ya que es posible que



altas valoraciones envíen una señal positiva al mercado en relación con el potencial de las oportunidades existentes, provocando un incremento en los flujos de capital hacia la industria.

Hemos visto en este capítulo que en las decisiones de desinversión se debería buscar la maximización del beneficio para todos los participantes en la transacción. El carácter cíclico de la industria interactúa con otros factores de inversión intrínsecos a la operación, como la selección del momento y la fórmula más adecuados desde el punto de vista de compañía e inversor, tienen un fuerte efecto sobre los rendimientos obtenidos.

Q. Estrategia De Inversión Y Selección De Oportunidades

Una vez finalizado el proceso de captación de recursos financieros comienza la fase más característica y conocida de la actividad de la industria de capital riesgo: la inversión en compañías. Esta fase obedece a una estrategia de inversión que el fondo lleva a cabo a través de un proceso continuo de identificación, selección, valoración, y *due diligence* de las compañías. Luego sigue la posterior negociación y estructuración de un acuerdo y, finalmente, la aportación y desinversión final de la operación.

Los fondos de capital riesgo empiezan a poner en práctica la estrategia que les permitió captar inversores. Esta estrategia considera aspectos como el ámbito de inversión geográfico, el sector, la inversión conjunta con otros socios o el tipo de operaciones a las que el fondo se dirige. La definición de estos elementos constituye la base de la cartera de inversión que persigue el fondo.

Una vez que se han fijado estos parámetros que acotan el objetivo de inversión, la tarea de los gestores de los fondos es identificar y seleccionar las mejores oportunidades de inversión existentes. Para ello no existe una norma clara, depende de la red de contactos, la reputación del fondo y los gestores o la experiencia de éstos.



1. La composición de las carteras: ¿local o internacional?

El sector o industria, el área geográfica de actuación y la etapa de entrada en la compañía son tres elementos estratégicos básicos. Las preferencias de los fondos varían dinámicamente de acuerdo con el entorno y la aparición de nuevos mercados o sectores con gran potencial de inversión. Al igual que ocurre con la captación de fondos, crecientemente internacional, la inversión también cruza fronteras y cada vez más, los fondos son menos reacios a invertir, o co-invertir en oportunidades de inversión foráneas.

El número de fondos ha crecido, especialmente en el sector de capital riesgo, donde tras la crisis tecnológica parece haber una mayor escasez de buenas oportunidades de inversión y los fondos compiten internacionalmente por tales oportunidades. Sin embargo, a medida que la actividad se acerca a las compañías en fases más tempranas, la competición internacional disminuye y la práctica totalidad de los fondos que invierten en capital semilla lo hacen a nivel muy local.

En la actualidad, una gran parte de los fondos declaran tener estrategias de inversión internacionales, y casi un 30% de los fondos que operan en Europa tienen oficinas en varios países. Los grandes fondos están formados por un grupo de profesionales de distinto origen, lo que les permite tener un mejor acceso y conocimiento a los mercados locales.

2. Elementos en la composición de carteras de inversión

En los mercados más desarrollados, se observa una tendencia a la especialización estratégica en segmentos de inversión entre los equipos de capital riesgo y de operaciones apalancadas. Sin embargo, de acuerdo con la encuesta realizada para este estudio, se pueden encontrar buenas oportunidades de negocio en cualquier sector: todo depende de la capacidad del equipo para identificar tales oportunidades.

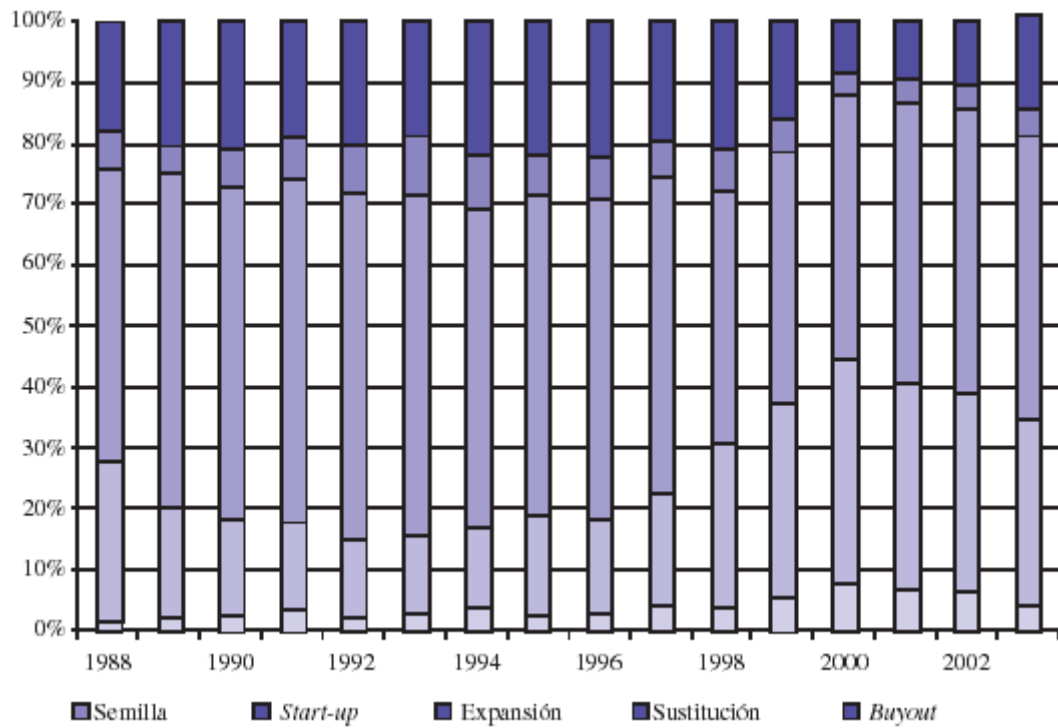


El crecimiento exponencial de la industria en la última década ha desplazado el interés de los inversores hacia operaciones cada vez mayores, tanto en operaciones de compra apalancada como en **capital riesgo puro**. Esto ha causado una preocupación acerca de la capacidad del entorno de financiar la iniciativa emprendedora y el despegue de compañías en fase temprana. Lo cierto es que, para este tipo de compañías jóvenes cada vez resulta más difícil acceder a cantidades relativamente pequeñas.

Los nuevos fondos captados se dirigen en gran parte al segmento de compras apalancadas, operaciones más seguras e igualmente rentables, lo que ha hecho incrementar notablemente el tamaño de las operaciones en este segmento. Por otra parte, la recuperación de los efectos de la burbuja tecnológica ha devuelto el volumen de fondos invertidos y el número de operaciones en fases tempranas a sus niveles anteriores. En realidad, si observamos el número de operaciones realizadas en las etapas de semilla y *start-up*, vemos una corrección mucho menos drástica en términos de volumen, lo que quiere decir que los inversores aún están presentes en el sector pero de forma mucho más prudente que en los años de la explosión tecnológica.



Distribución de inversores por etapa (número de compañías)



Fuente: Fundación de estudios financieros, "El Ciclo del capital de riesgo en Europa". Marzo del 2005



R. Resumen De Marco Teórico

El capital de riesgo algunos autores lo definen como la inversión que se realiza en empresas que desarrollan nuevas tecnologías; nosotros lo entendemos como el capital invertido en cualquier empresa o actividad, especialmente Pymes, con carácter participativo en la cual el principal objetivo es la creación de plusvalía para la posterior venta de la participación (desinversión) y así obtener una ganancia.

Existen diferentes etapas en las empresas durante las cuales se invierte el capital de riesgo:

Semilla (seed): empresas de nueva creación que presentan un elevado riesgo.

Arranque o puesta en marcha (start-up): empresas de nueva o muy reciente creación, en las que se financia el inicio de la producción y de la distribución.

Expansión: tratan de apoyar el crecimiento dentro de su actividad, así como el acceso a nuevos productos y/o mercados de empresas que ya están en funcionamiento.

Capital de Sustitución (replacement): no supone ampliación de capital porque la inversión viene a sustituir el capital de un grupo de accionistas.

Compra apalancada o adquisición con apalancamiento (Leveraged/Management Buy-Out y Management Buy-In): es la compra de empresas financiada, principalmente, con deuda garantizada en parte con activos propios de la empresa adquirida.

Reorientación (turnaround): financian empresas que atraviesan periodos de dificultad, y esto implica un cambio en la orientación de la empresa, normalmente en el equipo directivo.

En este sentido las inversiones de dinero en las etapas iniciales de la empresa o proyecto se conocerán capital de riesgo puro es decir, operaciones



de financiación de proyectos de negocio cuyos flujos de caja son de difícil predicción y en las que generalmente el capital riesgo es la principal o la única fuente de financiación.

Para la segunda parte, las inversiones de capital riesgo en etapas más avanzadas del ciclo del desarrollo empresarial de una compañía (Buy outs, o compras apalancadas) consistirán en operaciones de financiación de compañías establecidas a través de diversas fórmulas de adquisición apalancada donde, como la propia denominación lo indica, la deuda constituye un componente sustancial que permite apalancar los rendimientos alcanzados por los suministradores de capital.

S. Tipos De Buy-Outs

1. Las tres principales formas de una operación de *buy-out* son:

- ✓ *Management Buy-Out (MBO)*: Se trata de la operación de compra de una compañía o unidad de negocio establecida, en la cual los miembros del equipo directivo existente se convierten en accionistas de la Nueva Compañía, y juegan un papel clave en la operación, controlando el proceso y accediendo a una porción importante de la propiedad de la misma.
- ✓ *Leveraged buy-out (LBO)*. Es un tipo en la que el nivel de deuda en la estructura financiera de la Nueva Compañía es muy elevado y el equipo directivo existente juega un papel más o menos importante en la operación. No obstante, cabe remarcar que cualquier operación de *buy-out* incorpora un nivel elevado de deuda
- ✓ *Management buy-in (MBI)*: Se trata de la compra de una compañía establecida en la que un nuevo equipo directivo externo se incorpora en la Nueva Compañía como consecuencia de la operación, posiblemente debido a una exigencia del inversor o a que el propietario-gestor es el vendedor.



En consecuencia, lo que distingue a una operación de *buy-out* de otra viene dado típicamente por la naturaleza de quién toma la iniciativa para sustanciar y desarrollar la transacción (equipo directivo, vendedor, inversor...), el perfil del equipo directivo de la Nueva Compañía (interno o externo) y la estructura financiera de la misma.

Del lado de la parte vendedora, los motivos que pueden llevar a decidir vender parte o totalidad de una compañía pueden ser muy diversos. Las razones más habituales tienen que ver con:

- ✓ Procesos de sucesión en empresa familiares en los que, por carencia de una generación siguiente o de miembros familiares dispuestos a asumir la dirección y gestión, se considera la venta al equipo directivo no familiar existente o a una tercera parte (por ejemplo, un competidor).
- ✓ Desinversiones de negocios no estratégicos (por ejemplo, una compañía de gran tamaño o grupo empresarial), como consecuencia de procesos de redefinición o re-estructuración estratégica (por falta de encaje con el nuevo plan estratégico, o conflictos de interés con otras unidades de negocio, baja rentabilidad, o por necesidad de recursos por problemas de endeudamiento, etc.).
- ✓ Desinversiones de filiales o activos por compañías con problemas financieros con el fin de obtener recursos para afrontar necesidades urgentes de tesorería o tras una situación de quiebra.
- ✓ Otras unidades de negocio o activos de compañías en liquidación puestos a la venta por administradores judiciales.

Las inyecciones de capital de riesgo en las diferentes empresas se realizan principalmente mediante los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) y las Sociedades de Capital de Riesgo, las cuales captan los dineros de terceras personas –físicas o jurídicas- que invierten su capital en estas actividades motivados principalmente por los altos rendimientos que podrían generar las inversiones.



Sin embargo las fuentes de financiación son más amplias, desde las más sencillas como lo son los recursos privados de familiares y amigos, hasta los denominados Buy-Outs, pasando por Incobadoras de Negocios, Ángeles de Negocios, Sindicatos de Inversión, el gobierno e instituciones autónomas, etc.

T. Capital de Riesgo y Emprendedurismo

El capital de riesgo tiene un ligamen especial con el emprendedurismo, ya que la mayoría de las ideas de negocios que se pueden situar dentro de esta categoría no califican para un crédito bancario, entonces el inversor de capital de riesgo se presenta como la única opción para el emprendedor. La interacción y el éxito entre el emprendedor y el inversionista tiene que ver especialmente en tres factores: el riesgo, el capital y el tiempo.

La unión del emprendedurismo y el capital de riesgo es muy saludable para la economía de cualquier país ya que las Pymes representan aproximadamente el 80% del total de las empresas de la economía de un país.

Aunque según datos de la EVCA (european venture capital association) de cada mil proyectos que se presentan solo se tomaran en cuenta diez para invertir de los cuales cuatro serán un fracaso total, tres cubrirán apenas los costos y únicamente tres serán un éxito rotundo.

Desinversión

Una de las cuestiones clave en el ámbito de la inversión en capital riesgo es la capacidad de la industria para generar rendimientos superiores a otros activos. Como ya se ha visto, esta capacidad se acumula a lo largo de todo el ciclo de actividad, es decir, los rendimientos superiores se originan mediante la identificación de oportunidades únicas y accesibles exclusivamente a un determinado operador, los conocimientos para seleccionar las mejores entre ellas, y la posterior habilidad para negociar y concluir acuerdos ventajosos para los intereses de los inversores sin constreñir la capacidad de crecimiento de la compañía participada. Sin embargo, las fuentes de valor añadido de la inversión en capital riesgo no terminan aquí. Una parte



sustancial de los rendimientos obtenidos se generan durante la fase de “aportación de valor” y “desinversión”.



IV. MARCO DE REFERENCIA

A. Economía De Los Países A Estudiar

1. Economía De Costa Rica



Economía Producto Interior Bruto

(PIB) 15.851 millones de dólares (2000)



PIB per cápita (\$ EEUU) 4.160 (2000)

PIB por sector económico PIB: agricultura 9,4% (2000)

PIB: industria 31,2% (2000) PIB: servicios 59,4% (2000)

Presupuesto nacional Ingresos públicos 3.149 millones de dólares (1999)

Gastos públicos 3.384 millones de dólares (1999)

Unidad monetaria 1 colón = 100 céntimos

a) Exportaciones

Café, plátanos (bananas), textiles, azúcar, carne de vaca

b) Importaciones

Materias primas, bienes de consumo, equipamiento de primera necesidad, petróleo

c) Principales socios comerciales (exportaciones)

Estados Unidos, Alemania, Italia, Guatemala, El Salvador, Países Bajos, Reino Unido, Francia



d) Principales socios comerciales (importaciones)

Estados Unidos, Japón, México, Guatemala, Venezuela, Alemania
Industrias Alimentos elaborados, textiles y ropa, materiales de construcción,
fertilizantes, productos de plástico, turismo Agricultura y ganadería

e) Los principales productos comerciales son:

Café, carne de vaca, plátanos (bananas), azúcar; otros cultivos
importantes son maíz, arroz, alubias y patatas (papas); es autosuficiente en
alimentos a excepción de cereales; la sobreexplotación de los recursos
forestales ha tenido como resultado una menor producción de madera

f) Recursos naturales

Potencial para producir energía hidroeléctrica⁹

2. Economía De Chile



Economía Producto Interior Bruto (PIB) 70.545
millones de dólares (2000)

PIB per cápita (\$ EEUU) 4.640 (2000)

PIB por sector económico PIB: agricultura
10,5% (2000)

PIB: industria 33,5% (2000)

PIB: servicios 56% (2000)

Presupuesto nacional Ingresos públicos 15.195 millones de dólares (1999)

⁹ Fuente de Información: Biblioteca de Consulta Microsoft® Encarta® 2003. © 1993-2002 Microsoft Corporation. Reservados todos los derechos.



Gastos públicos 16.187 millones de dólares (1999)

Unidad monetaria 1 peso chileno = 100 centavos

a) Exportaciones

Cobre, otros metales y minerales, artículos de madera, pescado y harina de pescado, frutas

b) Importaciones

Artículos de primera necesidad, piezas de recambio, materias primas, petróleo, productos alimentarios

c) Principales socios comerciales (exportaciones)

Países de la Unión Europea, Estados Unidos, Japón, Brasil, Argentina

d) Principales socios comerciales (importaciones)

Estados Unidos, países de la Unión Europea, Brasil, Japón
Industrias Cobre, otros minerales, productos alimentarios, procesado de pescado, hierro y acero, madera y artículos de madera, material de transporte, cemento, textiles

e) Agricultura y ganadería

Gran exportador de fruta, pescado y artículos de madera; principales cultivos: trigo, maíz, uvas, remolachas, patatas (papas), frutas de temporada, productos ganaderos; carne de vaca, aves de corral, lana; autosuficiente en la mayor parte de su producción alimentaria; importador neto de productos agrícolas



f) Recursos naturales

Cobre, madera, mineral de hierro, nitratos, metales preciosos, molibdeno, cobalto, carbón, gas natural, potencial para producir energía hidroeléctrica¹⁰

3. Economía De España



La agricultura fue tradicionalmente el soporte principal de la economía española, que emplea actualmente alrededor del 7% de la población activa. Los principales cultivos son trigo, cebada, remolacha azucarera (betabel), maíz, patatas (papas), centeno, avena, arroz, tomates y cebollas. El país tiene también extensos viñedos y huertos de cítricos y olivos. En 2001 la producción anual (expresada en t) de cereales fue de 19,1 millones; de los cuales 5,5 fueron de trigo, 6,9 de cebada, 4,7 de maíz y 156.500 t de centeno. La producción anual de otros importantes productos era: 8,2 millones de remolacha azucarera, 3,1 millones de patatas, 6,7 millones de uvas, 3,1 millones de tomates, 2,6 millones de naranjas, y 1 millón de cebollas.

a) Industria

Mapa de las denominaciones de origen de los vinos de España La elaboración de vinos en España es una tradición milenaria.

En España se producen, entre otros, textiles, hierro y acero, vehículos de motor, productos químicos, confección, calzado, barcos, refinado de petróleo y cemento. España es uno de los primeros productores mundiales de

¹⁰ Fuente de Información: Biblioteca de Consulta Microsoft® Encarta® 2003. © 1993-2002 Microsoft Corporation. Reservados todos los derechos.



vino; la producción en 1994 fue de unos 2 millones de toneladas. La industria siderúrgica, que está centrada en Bilbao, Santander, Oviedo y Avilés, produjo en 1992 alrededor de 12,7 millones de toneladas de acero bruto y 4,9 millones de t de hierro.

b) Energía

Alrededor del 58% de la electricidad de España se genera en centrales térmicas convencionales que utilizan principalmente carbón o petróleo refinado. Las instalaciones hidroeléctricas producen el 12% y las nucleares el 28%. En 1991 España tenía instalaciones con una capacidad de generar energía eléctrica de unos 45,2 millones de kW (potencia instalada) y la producción anual fue de 197.694 millones de KWh en 1999.

c) Moneda y banca

La unidad monetaria es el y se emite por el Banco de España. Desde el 1 de enero de 1999, el euro se vinculó al valor de la peseta, con un cambio fijo de 166,386 pesetas por euro. El 1 de enero de 2002, la peseta dejó de circular como única moneda de curso legal.

Bolsa de Madrid Imagen del interior de la Bolsa de Madrid. Creada en 1834, nada más iniciarse el reinado de Isabel II, su principal impulsor en el aspecto jurídico fue Pedro Sainz de Andino. Instituida con la intención de promover el surgimiento y desarrollo de empresas mercantiles, así como para favorecer las inversiones de capital extranjero, en la actualidad es escenario de más del 60% del total de la contratación bursatil realizada en España.

El país cuenta con un gran número de bancos comerciales. Las principales bolsas se encuentran en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. En otras ciudades operan bolsines.



d) Comercio exterior

En 2000 España importó productos por valor de 152.870 millones de dólares y las exportaciones ascendieron a 113.325 millones de dólares. Entre las principales importaciones se encontraban combustibles minerales y lubricantes, maquinaria y equipos de transporte, crudo, productos manufacturados, alimentos, animales vivos y productos químicos. Los principales productos exportados son: maquinaria y equipos de transporte, alimentos y animales vivos, vehículos de motor, hierro y acero, textiles y artículos de confección. Los principales intercambios comerciales de España tienen lugar con Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, Estados Unidos y Portugal. Los ingresos por turismo, que según estimaciones para 1999 fueron de cinco billones de pesetas, ayudan a compensar el crónico déficit comercial de la economía española; el número de visitantes en ese mismo año ascendió a unos 51,5 millones.

e) Trabajo

En 2000 la población activa española estaba formada por unos 17 millones de personas. Alrededor de un 31% tenía empleo en la industria; un 7% en la agricultura, silvicultura y pesca; y un 62% en los servicios. La tasa de desempleo registrada en 2000 era del 14%. En 1993, alrededor del 11% de los trabajadores españoles estaban sindicados¹¹.

¹¹ Fuente de Información: Biblioteca de Consulta Microsoft® Encarta® 2003. © 1993-2002 Microsoft Corporation. Reservados todos los derechos.



Para el caso de Costa Rica:

4. Coopelesca R.L.

COOPELESCA se fundó el 24 de enero de 1965 con 365 asociados. Inicia la distribución de energía eléctrica en el año de 1969, con una extensión de líneas eléctricas de 259 kilómetros y 1.065 servicios en los siguientes lugares: Sucre, Buena Vista, Aguas Zarcas, Venecia, Río Cuarto de Grecia, Pital, Veracruz, La Palmera, Florencia, Muelle, La Tigra y Peñas Blancas de San Ramón. C.R.

Nació y año con año se fue engrandeciendo, extendiendo sus líneas de distribución eléctrica a más y más comunidades. Coopelesca posee en la actualidad un área servida de 4.956 Kms²; electrificando el cantón de San Carlos, cantón de Sarapiquí de Heredia, la zona norte del cantón de San Ramón, Río Cuarto del cantón de Grecia, San Miguel de Sarapiquí de Alajuela y el distrito de San Jorge del cantón de Los Chiles.

COOPELESCA cuenta con un área de distribución de energía eléctrica debidamente limitada, que consta de **4.956 Kms²**, concesionada por el Servicio Nacional de Electricidad, actualmente la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos y reafirmada mediante un convenio firmado con el Instituto Costarricense de Electricidad. Con orgullo podemos citar que en el territorio asignado se han desarrollado al mes de diciembre del 2004, **2.389 kilómetros** de líneas de distribución eléctricas, dando como resultado un grado de electrificación de un **95%**, distribuyendo energía eléctrica a más de 200.000 habitantes en la Zona Norte de Costa Rica¹².

¹² www.coopelesca.co.cr



V. DESARROLLO

A. España

1. El Capital de Riesgo en España

Según las diferentes fuentes de información a las cuales se tubo el acceso para realizar la siguiente investigación, en España, lo mismo que en el resto de Europa, el desarrolla del capital de riesgo se produjo con un cierto retraso, es sino hasta la fecha que en este país pueden reconocerse cuatro etapas en la introducción del capital riesgo como instrumento financiero desarrollado de forma profesionalizada:

- ✓ Puesta en Marcha (1972-1986). La primera entidad de capital riesgo fue creada en España en 1972. se trataba de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), promovida por el Instituto Nacional de Industria y por Cajas de Ahorro regionales y locales junto a algún inversor aislado. La principal característica de esta etapa es, además de la lentitud del proceso, el fuerte predominio de la iniciativa pública. Ello motivó que en un alto porcentaje de las inversiones se realizaran en empresas en proceso de constitución o arranque.
- ✓ Desarrollo de la iniciativa privada (1987-1991). esta etapa se caracteriza por el cambio de protagonismo del sector público al sector privado en esta actividad financiera, aunque también cabe destacar el espectacular crecimiento, tanto en número como en recursos de estas sociedades. Al término de esta etapa, la mayor importancia de las sociedades motivadoras de los fondos y el menor protagonismo del sector público acercaron el sector de entidades de capital de riesgo a lo existente.
- ✓ Consolidación (1992-1999). Durante los años 90 la actividad del capital de riesgo vivió una etapa de crecimiento espectacular, manteniendo un fuerte ritmo de captación de recursos que empezó a descender de manera importante a finales de la década.



- ✓ Entonces nos queda la última de las etapas la cual es llamada etapa de la Incertidumbre (2000). La crisis de los valores tecnológicos durante el año 2000 y la desaceleración económica global consolidada durante el 2001 han llevado a este mercado a una situación de cierta incertidumbre.

En este sentido, la Comisión Europea remitía, con fecha de 25 de octubre de 2001, una comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo (COM (2001)605 final) en la que instaba a estas instituciones a realizar un esfuerzo para completar el Plan de Acción del Capital de Riesgo, adoptado en junio de 1998, antes de finalizar el año 2003.

En este país se pudo notar que uno de los principales interesados en desarrollar el mencionado capital de riesgo es el Fondo Europeo de Inversiones y el E.D.F., quienes han creado un fondo de capital riesgo para financiar proyectos innovadores en PYMES, fundamentalmente para lanzar a las denominadas empresas "puntocom".

A destacar, por último, en el año 2001, en el que la inversión total del sector se situó en 1.199 millones de Euros y este es un dato para el optimismo, un 67 % más que en 1999¹³.

¹³ Informe anual sobre el sector capital de riesgo, La actividad de capital riesgo, profesor Martí Pellón, 2001.



a) Régimen legal aplicable

La normativa básica aplicable a las entidades de capital riesgo está contenida en las siguientes normas:

- ✓ Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Sociedades Gestoras. Esta Ley establece por primera vez en España un marco jurídico mínimamente estable para las Entidades de capital Riesgo.
- ✓ Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la C.N.M.V., sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras.
- ✓ Circular 5/2000, de 19 de septiembre, de la C.N.M.V., sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Sociedades Gestoras.

2. Tipos de entidades

Las entidades que realizan la actividad de capital riesgo en España, pueden ser de dos tipos: **Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo.**

Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) son sociedades anónimas cuyo principal objeto social consiste en tomar participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Para desarrollar su objeto social, las SCR podrán facilitar préstamos participativos, así como llevar a cabo otras formas de financiación. Es importante destacar que este tipo de fondos también brindan asesorías y soporte a las empresas que están financiando

También pudimos constatar que las Sociedades de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) son sociedades anónimas cuyo principal objeto social consiste en la administración y gestión de Fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo. Como actividad complementaria, las



SGECR pueden llevar a cabo actividades de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación.

3. Aspectos fiscales

Los aspectos más relevantes que afectan a la tributación de las Entidades de Capital Riesgo son los siguientes:

- ✓ Por lo que respecta al Impuesto de Sociedades, la Ley 43/1995, de 23 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, establece que los FCR son sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades. Asimismo, tanto las SCR como los FCR, tributan en este impuesto conforme al régimen general, incluyendo la aplicación del tipo de gravamen del 35% sobre las rentas que obtengan, con solo dos especialidades recogidas en el art. 69 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades:
 1. Tributación especial de las rentas obtenidas en la transmisión de acciones.
 2. Aplicación de deducción por doble imposición interna sobre dividendos percibidos procedentes de las empresas participadas.
- ✓ En cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), se considera están sujetos pero exentos los servicios de encargo realizados a las Entidades de Capital Riesgo por sociedades gestoras autorizadas y registradas en los correspondientes registros especiales administrativos¹⁴.

¹⁴ Jesús Morant Vidal. Juez sustituto y Profesor del I.V.A.S.P



4. Condiciones de Capital Riesgo en España

Tal y como indica José Martí Pellón, se han de dar una serie de características para que el mercado de Capital Riesgo optimice sus resultados. Éstas son:

- ✓ Debe existir un amplio mercado interior.
- ✓ Se precisa un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia.
- ✓ La regulación de la actividad debe ser flexible y no debe penalizar la obtención de plusvalías a largo plazo.
- ✓ Un número importante de personas debe tener interés por asumir la función empresarial, como alternativa al trabajo por cuenta ajena.
- ✓ El cumplimiento de estas condiciones permite que la oferta y la demanda alcancen situaciones de equilibrio, atendándose todos los tipos de inversiones posibles. En un principio, la racionalidad determinaría que los inversores eligiesen las inversiones de menor riesgo, decantándose por aquellas con más dilatada historia y mayor tamaño¹⁵.

¹⁵ Fuente: www.capitalriesgo.com



5. Régimen de autorización

a) Tipos de intermediarios

Existen dos tipos de entidades intermediarias. Éstas son:

- ✓ Sociedades de Capital Inversión (SCI): es una sociedad anónima cuya cartera de inversión se centra principalmente en PYMES innovadoras. Ofrecen apoyo gerencial, y no suelen tener una duración limitada, además de que, mediante ampliaciones de capital pueden incrementar los recursos de las mismas.
- ✓ Sociedades gestoras de entidades de capital inversión (SGECI): son un grupo de especialistas de reconocida experiencia y prestigio en la actividad financiera que tratan de crear, promover y gestionar fondos de inversión.

6. Historias de las primeras Sociedades de Capital Riesgo en España (1972-1986)

La primera vez que se utilizó el Capital Riesgo en España fue en Galicia en el año 1972, en donde se creó la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA) que actualmente desarrolla su actividad como XesGalicia SGEGR, S.A. Su principal actividad fue formar parte "en el capital de empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores y que tengan relación con el desarrollo y consolidación de la economía e industria de Galicia de forma temporal.

Este periodo se caracteriza, entre otras cosas, por la ausencia de marco legal y fiscal, así como un desconocimiento del Capital Riesgo en el entorno empresarial y profesional. A finales de este periodo aparece el primer intento de legislación específica del sector.



7. Expansión del Capital Riesgo En España(1987-1991)

En 1986 España entra a formar parte de la Comunidad Europea y es en este momento cuando empieza la introducción de operadores internacionales. Se utiliza la Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR), que se caracterizan por la promoción de la constitución de diversos fondos gestionados por las propias entidades. Su crecimiento fue tan rápido que a finales de 1991 ya representaba el 31% del número total de inversores y gestionaban el 65% de los recursos totales del sector. En esta época, el 66,8% de las entidades estaban participadas por capital privado.

En 1986 nace la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI):

"La Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI) nace en 1986, sin ánimo de lucro y con la vocación fundamental de desarrollar la Inversión en Capital de Empresas no cotizadas, y facilitar la interacción entre socios de la Asociación. La Asociación estimula la promoción, la búsqueda y el análisis de información del sector de Capital - Riesgo / Capital - Inversión en España, y facilita el contacto con organismos oficiales, inversores, intermediarios, escuelas de negocios.

Luego de que se incremento el uso del capital de riesgo en 1990 se registró la mayor cifra de inversión total del periodo. A partir de ese año disminuyó el número de operaciones contabilizadas y se redujo el volumen de las inversiones, así como el de incorporaciones de nuevas empresas.



Se aprecia una notable diferencia entre las entidades con mayoría de participación de capital público y las sociedades privadas. En el primer caso son empresas de nueva creación, pequeñas y muy localizadas geográficamente. En el segundo caso, la participación es mayoritariamente extranjera. Se trata de empresas que están en periodo de crecimiento, con pocas inversiones pero de mayor volumen¹⁶.

a) Consolidación del Capital Riesgo (1992-1996)

En este periodo, el apoyo a las empresas en las etapas iniciales se vio seriamente disminuido. Las inversiones pasaron a manos de un número pequeño de operadores y algunos inversores tuvieron que dejar su actividad en España. Todo esto se unía a una importante falta de incentivos fiscales, y a la dificultad para desinvertir o vender las participaciones. En ningún momento se superaron las cifras alcanzadas en 1990, tanto en volumen de recursos anuales captados, como en número de entidades. Sin embargo, se obtuvo un incremento importante en el volumen medio invertido por operación. En 1996 se contabilizaron 46 gestoras de capital inversión.

b) Actualidad: segundo ciclo de expansión del Capital Riesgo (1997-Actualidad)

Las empresas de Capital Riesgo empiezan a cobrar protagonismo dentro de la economía española. España impulsa su convergencia con Europa para alcanzar los objetivos de convergencia al Euro, y el ciclo económico, con unos tipos de interés que alcanzan mínimos históricos, parece favorecer las inversiones en general. En este periodo, alrededor de treinta nuevos gestores de capital inversión iniciaron su actividad. A finales del año 2000 había ya 65 gestores de este tipo. Se alcanzó en el año 2000 un nuevo máximo histórico en la captación de recursos.

¹⁶

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, (EVCA), www.evca.com



En general, el sector recibió un importante impulso debido a varios factores: el despegue de Internet, la liberalización de algunos sectores de la actividad empresarial y el apoyo a la iniciativa y la innovación empresarial. Las inversiones, siguiendo esta línea, se trasladaron a los sectores de Internet y telecomunicaciones, y las llevaron a cabo, principalmente, entidades de Capital Riesgo privadas. Cuando en el año 2000 se produjo la crisis en este sector tecnológico, las inversiones de Capital Riesgo se vieron seriamente afectadas.

Cronología y Fechas Importantes

1972-1986: Las primeras Sociedades de Capital Riesgo Españolas

- ✓ **1972** ODIGA (Galicia)
- ✓ **1976** SODIAN (Andalucía) SODICAN (Canarias)
- ✓ **1977** SODIEX (Extremadura)
- ✓ **1981** SODICAMAN (Castilla-La Mancha) / SODICAL (Castilla-León)
- ✓ **1983** SODIAR (Aragón)
- ✓ **1986** España entra en la Comunidad Europea, Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). Real Decreto-Ley 1/1986

1987-1991: Expansión del Capital Riesgo

- ✓ **1990** Mayor cifra de inversión total
- ✓ **1991** 31% de las entidades gestiona el 65% de los recursos y 66,8% entidades participadas por capital privado

1992-1996: Consolidación del Capital Riesgo

- ✓ **1996** 46 gestoras de capital inversión
- ✓ **1996 - 2000** Despegue de Internet y Sector de Telecomunicaciones



1997-Actualidad: Segundo ciclo de expansión del Capital Riesgo

- ✓ **1999** Promulgación de la Ley 1/1999 que regula las ECR y las SGECR
- ✓ **2000** 65 Empresas de capital inversión (Nuevo máximo histórico en la captación de recursos)

c) El Capital Riesgo en cifras

En primer lugar, el total de los fondos de participación de capital invertidos en Capital Riesgo, para el año 2004 en Europa, ascendió hasta los 30.623 millones de euros. Estas cifras ponen de manifiesto la tendencia ascendente que se viene registrando desde el año 2001.

La mayor parte de esta inversión, el 70,7%, lo forman las inversiones en la compra de participaciones mayoritarias (buyouts), el resto aproximadamente un 29,3%, perteneció a proporción de la cantidad total invertida en Capital Riesgo.



B. Chile

1. El Desarrollo del Capital de Riesgo en Chile

a) Antecedentes

Los primeros intentos por apoyar el desarrollo del Capital de Riesgo en Chile se inician a finales de los años 80, con la promulgación de la Ley 18.815 que crea los Fondos de Inversión, entre los que se incluía los Fondos de Capital de Riesgo (aunque luego pasaron a llamarse Fondos de Inversión en Desarrollo de Empresas o FIDES). La normativa de esa Ley no era apropiada para la actividad clásica de Capital de Riesgo, pues imponía un conjunto amplio de restricciones que estaban destinadas a proteger a los inversionistas institucionales (Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros), interesados en participar en los FIDES. En la práctica, los Fondos que se constituyeron al amparo de esta legislación se orientaron fundamentalmente al negocio inmobiliario o a invertir en empresas consolidadas.

Para estimular la creación de FIDES especializados en apoyar empresas emergentes y de base tecnológica, el año 1997 CORFO abrió una línea de crédito que aporta recursos hasta por un monto equivalente al capital levantado por los administradores del Fondo. CORFO intentó atraer Fondos de Capital de Riesgo extranjeros para que se asociaran a inversionistas nacionales para la constitución de los Fondos. Aunque se constituyeron algunos Fondos de estas características, incluyendo uno en que participó una administradora con experiencia internacional, las inversiones efectuadas fueron mínimas. El diagnóstico prevaleciente en las administradoras de los Fondos apuntaba a señalar las excesivas restricciones impuestas por la normativa de regulación de los FIDES, como el principal obstáculo a un mejor desempeño.



El Capital de Riesgo, a fines del año 2000 se introdujeron un conjunto de modificaciones a la Ley 18.815, siendo la más relevante la posibilidad de crear Fondos de Inversión Privados, los cuales se diferencian de los FIDES por el hecho de que se rigen exclusivamente por las cláusulas de sus reglamentos internos.

A esta modificación legal, se unió la creación de la Bolsa Emergente que impone menos exigencias de información y formalidades a las empresas para listarse, así como un conjunto de disposiciones de protección a los derechos de los inversionistas minoritarios. Aunque estos avances legales generaron muchas expectativas sobre el surgimiento de nuevos Fondos de Capital de Riesgo, lo cierto es que los resultados a la fecha no han sido muy alentadores. Aun no se ha listado ninguna empresa en la Bolsa Emergente y en operación hay seis Fondos de Capital de Riesgo (propriadamente tales) que en conjunto han invertido en cerca de 24 proyectos 46, la mayoría de los cuales no corresponden propiadamente a lo que podríamos entender como empresas emergentes de alto contenido tecnológico.

Esta falta de dinamismo del Capital de Riesgo analizado por los Fondos, presenta un contraste significativo con el hecho que, de acuerdo a un reciente estudio sobre emprendimiento en el mundo, Chile sería uno de los países más emprendedores del mundo. Este mismo estudio reporta que Chile tiene un alto nivel de inversiones informales en Capital de Riesgo, superando como porcentaje del PIB a países como España, Holanda e incluso Estados Unidos.

Aunque estos datos deben ser refrendados por estudios adicionales, el mensaje que transmiten es coherente con la percepción que se recoge de la experiencia de múltiples empresarios de ese país, en el sentido de que sus apoyos fundamentales para constituir sus negocios los han encontrado en su entorno familiar, en su círculo de contactos próximos y, en el caso de los innovadores, en programas de apoyo.



Esta suerte de brecha entre abundancia de emprendedores y escasa actividad de los Fondos de Capital de Riesgo puede tener diversos orígenes. Por ejemplo, **puede ser que los negocios proyectados no tengan una rentabilidad suficientemente atractiva para los inversionistas de riesgo**, que los negocios no se presenten de manera adecuada para ser evaluados por los inversionistas, o que no existan suficientes instancias de encuentro entre emprendedores e inversionistas.

2. El papel de CORFO.

El Estado mediante la acción de la **Corporación de Fomento de la Producción (CORFO)**, brindará a los FIDES la posibilidad de acceder a recursos, mediante una modalidad de préstamos de largo plazo. De esta manera busca incentivar el desarrollo del capital de riesgo, entendiéndose por tal el financiamiento vía aportes de capital a medianas y pequeñas empresas que generan un alto valor agregado o que sean de base tecnológica a través de préstamos a largo plazo otorgados a los FIDES que prioricen la inversión en este tipo de empresas, cuyo costo estará vinculado a la rentabilidad del Fondo.

En los últimos dos o tres años se ha observado un creciente interés tanto de parte de las autoridades como de entidades académicas, empresariales y medios de comunicación, en el tema del fomento del emprendimiento. Estimular el desarrollo de un vigoroso sector de Capital de Riesgo ha sido visto como un factor clave en esta perspectiva, y un conjunto de medidas y nuevos programas han sido puestos en marcha. Aunque en la mayoría de los casos se trata de iniciativas muy recientes como para disponer de una evaluación de sus efectos, sí es posible analizar su diseño y en algunos casos emitir ya algunos juicios sobre la forma en que han funcionado, y si ayuda o no a resolver los problemas detectados por los actores que se desenvuelven en este ámbito.



3. El Programa de Capital Semilla de CORFO.

El programa de Capital Semilla de CORFO es uno de los programas mas emprendedores en la historia de Chile en el ámbito de la finanzas, tiene como objetivo fomentar la creación de nuevas empresas y negocios que se encuentran en etapa de incubación y despegue. Para ello otorga financiamiento por hasta 35 millones de pesos (50 mil dólares aproximadamente), para actividades del proceso de puesta en marcha de la empresa, tales como la prospección y promoción comercial, constitución inicial de las empresas, preparación de planes de negocio, apoyo a la gestión estratégica y seguimiento, y en algunos casos validación de prototipos y/o diseño de productos.

En la selección de los proyectos elegibles, se da prioridad a aquellos de base tecnológica o que usan tecnologías emergentes, pero también se aceptan proyectos que no cumplan tales características, bajo la condición que sean innovadores para el medio y tengan perspectivas de fuerte crecimiento. La idea es apoyar proyectos con riesgo comercial, que hayan superado la fase de riesgo tecnológico. Si bien el programa involucra una intervención directa de recursos del sector público, el programa de CORFO no participa de los beneficios que puedan obtener las empresas apoyadas. Es por lo tanto un subsidio a fondo perdido cuya racionalidad es cubrir la falencia de recursos privados que se constata en Chile en el espacio del apoyo a las empresas innovadoras emergentes. Un aspecto distintivo del programa es que exige que los proyectos sean presentados por entidades patrocinadoras, las cuales son seleccionadas por CORFO para constituirse como tales. La idea es que las entidades patrocinadoras actúen como filtro seleccionador de los proyectos que se apoyarán, aunque la palabra final sobre el otorgamiento del subsidio la tiene CORFO. Las entidades patrocinadoras perciben una parte del subsidio por efectuar labores de acompañamiento y apoyo a la gestión de los negocios seleccionados, y tienen la opción de participar en ellos si es que los empresarios los aceptan. CORFO también exige a las entidades patrocinadoras que depositen



una garantía por el fiel cumplimiento del programa de actividades que se hará con la empresa seleccionada.

La mayoría de los negocios apoyados son del área de las tecnologías de información y comunicación (TIC), y el resto incluye materias diversas como alimentos, electrónica, salud, entre otros.

El programa tiene el mérito de estar enfocado en las fases iniciales de los negocios, y puede constituir un aporte a dar vitalidad a la cadena del Capital de Riesgo. También existen ciertos problemas en su diseño que perjudican su efectividad. Los mayores problemas se encuentran en la falta de concordancia entre el rol que se espera jueguen las entidades patrocinadoras, y la forma en que están definidas sus atribuciones e incentivos por parte de CORFO. De acuerdo a CORFO, las entidades patrocinadoras no han cumplido bien su papel en materia de selección de proyectos, pues no han aprendido a distinguir cuáles son o no elegibles ni a efectuar buenas evaluaciones del potencial de los negocios. Como una manera de disminuir este problema, CORFO estableció una fase de presentación de perfiles, de modo de evitar que los patrocinadores invirtieran demasiado tiempo en proyectos que serían luego rechazados y, adicionalmente, ha efectuado un conjunto de capacitaciones al personal de estas entidades. Posteriormente, dispuso la operación por medio de concursos (algunos definidos a nivel de regiones), a fin de definir de mejor manera los tiempos involucrados en la aprobación de los proyectos, y poder tener una base¹⁷.

¹⁷ El capital de Riesgo y sus posibilidades de desarrollo en Chile, Antecedentes y propuestas, colección de Ideas año 5, N. 55 julio 2005. Gonzalo Rivas. Master en economía por la Universidad Católica Lovaina.



4. Programas de apoyo a la demanda por Capital de Riesgo

Como en la mayor parte de los países, en Chile el foco de atención principal se ha puesto más en la tarea de estimular la disponibilidad de recursos para ser usados en Capital de Riesgo, y menos en apoyar la existencia de proyectos y negocios financiados por este tipo de inversionistas. Este énfasis en el lado de la oferta tiene sentido si el problema es que existen abundantes buenos negocios, pero no hay financiamiento disponible para apoyarlos. El diagnóstico prácticamente consensual entre los actores de la industria del Capital de Riesgo, es que en Chile sobran recursos, pero faltan proyectos.

Cuando se indica que faltan buenos proyectos, se hace referencia a tres problemas de distinta naturaleza, y que son valorados de manera diferente por los inversionistas:

- ✓ Para algunos el problema es que existe un insuficiente número de negocios innovadores.
- ✓ Para otros, particularmente quienes operan como ángeles o en el ámbito del Capital Semilla, el problema es que los emprendedores no logran transformar buenas ideas en planes de negocio.
- ✓ Finalmente, la clave está en la carencia de administradores especializados que sean capaces de conducir proyectos innovadores hacia la madurez como negocio.

Obviamente, cada problema exige una solución distinta, pero es probable que se requiera actuar en todos los niveles indicados. Dado que el tema de innovación tecnológica se trata en un capítulo separado, en lo que sigue nos concentramos en otros programas de apoyo a la demanda por Capital de Riesgo. Incubadoras de negocios tecnológicos.

El **programa nacional de Incubadoras** fue iniciado en el año 2001, y su objetivo es favorecer la creación de una red de incubadoras de negocios a lo largo de todo Chile. El programa está estructurado como una línea abierta que recibe postulaciones las cuales



son evaluadas en función del mérito del proyecto de incubadora presentado y su proyección de sustentabilidad en el tiempo. El programa apoya hasta el 60 por ciento del costo total del proyecto, por un periodo máximo de 3 años, y con un tope de 250 mil dólares.

Las instituciones que pueden postular a formar incubadoras: Universidades, Institutos Profesionales o entidades tecnológicas dependientes de Universidades. Esta limitación responde a la idea de que estas incubadoras tengan una orientación hacia los negocios tecnológicos, para lo cual la participación de los entes académicos resulta esencial en. No obstante, promueve la participación activa de empresas y empresarios en la conducción de las incubadoras.

A junio de 2005 se encontraban en funcionamiento 17 Incubadoras, tres de las cuales están recién partiendo su operación. A esa misma fecha, y considerando que la Incubadora Acces Nova del departamento de computación de la Universidad de Chile partió el año 2000, se habían incubado 120 proyectos en total.

Entre los inversionistas de Riesgo esta iniciativa ha sido bien vista, pues apunta a resolver parte de los problemas que ellos enfrentan al entrar en contacto con nuevos emprendedores, como las carencias ya aludidas en materia de planes de negocios. Otro punto que se subraya es la importancia del acceso a contactos que puede proporcionar la Incubadora.

Lo anterior, se ha observado con preocupación y escepticismo el alto número de incubadoras creadas. Entre los partícipes del mercado del emprendimiento de riesgo, existen dudas sobre la real capacidad de apoyar el surgimiento de negocios de alto valor de varias de tales incubadoras, y por lo tanto, sobre la racionalidad de canalizar recursos públicos de apoyo de manera tan amplia y dispersa. Aún es muy temprano para emitir cualquier opinión fundada, pues muchas de estas iniciativas llevan poco tiempo operando, pero habrá que estar atentos a los resultados que ellas exhiban y, si es necesario, reducir su número.



a) Otros programas de apoyo al emprendimiento.

Existe un conjunto de programas de apoyo al emprendimiento de fuente no pública, entre las que se destacan: concursos organizados por empresas privadas con o sin auspicio del Gobierno; iniciativas para contactar a empresas innovadoras seleccionadas con aportantes de capital de riesgo y consejeros especializados

Otra iniciativa reciente de constitución de redes de inversionistas es la que está impulsando Octantis (Incubadora de nuevos negocios que se encuentra bajo el amparo de la Universidad Adolfo Ibáñez y que es parte del programa apoyado por CORFO), la cual ha tenido el mérito de involucrar grandes empresas en su esfuerzo por favorecer la innovación y el emprendimiento.

No obstante, aunque meritorias, en general se trata de iniciativas de envergadura limitada o con escaso impacto y que no alcanzan a cubrir las brechas detectadas en el contacto entre emprendedores innovadores y financistas¹⁸.

5. El Mercado del Fondo de Capital de Riesgo en Chile.

En Chile un precedente de este mercado surge a mediados de los ochenta en iniciativas como las de los “Concursos de Creación de Empresas” impulsados por el banco del Desarrollo y el Colegio de Ingenieros, así como también la Corporación de fomento de la Producción de Chile incentivando a algunas instituciones al estudio del tema.

En 1986 el Banco del Desarrollo financiaba algunos proyectos en un esquema similar al del Capital de Riesgo, de manera de incentivar el espíritu emprendedor. Sin embargo no existía ninguna formalidad legal al respecto.

¹⁸ El capital de Riesgo y sus posibilidades de desarrollo en Chile, Antecedentes y propuestas, colección de Ideas año 5, N. 55 julio 2005. Gonzalo Rivas. Master en economía por la Universidad Católica Lovaina.



En Julio del año 1989 que es publicada la ley 18.815, la que viene a entregar un marco legal a los Fondos de Inversión, diferenciando en distintos tipos de fondos, donde uno de ellos será el Fondo de Inversión de Desarrollo de Empresas FIDE), que corresponderá al Capital de Riesgo.

Hay que señalar que una de las grandes razones por la que se crean estos fondos, es para dar una alternativa de diversificación a los Fondos de Pensiones, y fue a la vez aporten al financiamiento de proyectos de la pequeña y mediana empresa.

En 1981 el sistema financiero colapsó, quebrando instituciones financieras y logrando otras continuar, gracias a que el Banco Central absorbió y se responsabilizó por las deudas que ellos habían contraído con el exterior. Dentro de los factores¹⁹ que influyeron destacamos los siguientes:

- ✓ El que existieran prácticas crediticias poco prudentes, especialmente a través de la creación de sociedades de inversiones, que muchas veces sólo buscaban mediante el crédito respaldar la expansión del conglomerado financiero del dueño del banco.
- ✓ La deficiente labor administrativa dada por un modelo arcaico incompatible con la gran dinámica del negocio bancario y la velocidad en el cambio económico, produciendo un crecimiento en las instituciones bancarias, sobrepasando sus capacidades de ponderar riesgos.
- ✓ La fiscalización a la banca no fue ejercida con efectividad. Una de las causas fue la poca experiencia en el país para manejar un sistema financiero más libre que los modelos anteriores.

¹⁹ No se hace referencia sobre otros factores relevantes de tipo económico que afectaron a nivel mundial y otros a nivel nacional como fue la baja en el precio del cobre en ese país.



6. Marco Legal

El Fondo de inversión será un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para ser invertido en valores y bienes que esta ley permita. El Fondo será administrado por una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes.

La Superintendencia de Valores y Seguros(SVS)²⁰ será la Institución que fiscalice a los Fondos de inversión y a las Sociedades Administradoras.

a) Los Aportantes y la cuota.

- ✓ Podrá ser considerado como tal, sólo una vez que la Sociedad reciba el aporte del inversionista (pago de la cuota), ya sea en efectivo o vale vista bancario, o lo perciba del banco librado en caso de pago con cheque, o se curse el traspaso correspondiente tratándose de transacciones en el mercado secundario.

Los aportes serán expresados en cuotas nominativas unitarias de igual valor y características, no pudiendo ser rescatables antes de la liquidación del Fondo. Estas serán valores de oferta pública y deberán ser inscritas en el registro de Valores, debiendo además registrarse obligatoriamente, a lo menos en una bolsa de valores del país, de manera de asegurar a sus titulares un adecuado y permanente mercado secundario.

²⁰ En adelante al referirnos a la SVS lo haremos solo como Superintendencia. Cuando se trate de otra, lo dejaremos claramente establecido.



7. Asambleas

Según el artículo se realizarán dos tipos de asambleas en las cuales se reunirán los aportantes: las asambleas ordinarias y/o extraordinarias.

- ✓ Las asambleas ordinarias: se celebrarán una vez al año, dentro del cuatrimestre siguiente a la fecha de cada ejercicio, que dentro de sus materias incluirán las siguientes:
 - ✓ Aprobar la cuenta anual del Fondo.
 - ✓ Elegir anualmente a los miembros del Comité de Vigilancia;
 - ✓ Aprobar el presupuesto de ingresos y gastos del Comité.
 - ✓ Fijar las remuneraciones del Comité.
 - ✓ Designar anualmente a los auditores externos que dictaminen sobre el Fondo.
 - ✓ En general, cualquier asunto de interés común de los aportantes que no sea propio de una asamblea extraordinaria.
- ✓ Las asambleas extraordinarias: se realizarán cuando así lo exijan las necesidades del Fondo.
 - ✓ Aprobar las modificaciones que proponga la sociedad administradora al reglamento interno.
 - ✓ Acordar la sustitución de la administradora a solicitud de esta, a proposición del Comité de Vigilancia o en caso de su disolución;
 - ✓ Acordar la disolución anticipada del Fondo y designar al liquidador, fijándole sus atribuciones.
 - ✓ Determinar, si correspondiere, las condiciones de la nueva o nuevas emisiones de cuotas del Fondo.
 - ✓ Los demás asuntos que por el reglamento de la Ley o por el reglamento interno del Fondo correspondan a su conocimiento.



8. Comité de Vigilancia

Se compondrá por tres representantes de los aportantes, elegidos en asambleas ordinarias por un año con posibilidad de reelección y remuneración con cargo al Fondo. Dichos representantes no podrán ser personas relacionadas a la sociedad Administradora del Fondo. Las funciones de este comité son:

- ✓ Comprobar que la sociedad administradora cumpla lo dispuesto en el reglamento del Fondo.
- ✓ Verificar que la información para los aportantes sea suficiente, veraz y oportuna.
- ✓ Constatar que las inversiones, variaciones de capital u operaciones del Fondo se realicen de acuerdo con esta ley, a su reglamento y al reglamento interno del Fondo.
- ✓ Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones.
- ✓ Proponer a la asamblea extraordinaria de aportantes la sustitución de la Administradora del Fondo.
- ✓ Proponer a la asamblea extraordinaria de aportantes la designación de auditores externos de aquellos inscritos en el registro que al efecto lleva a la Superintendencia para que dictaminen sobre el Fondo.

a) Reglamento Interno

Es un documento, donde se establecen las características y regulaciones internas de cada Fondo. En este, se debe hacer mención al menos a los siguientes elementos:

- ✓ Nombre y duración del Fondo
- ✓ Política de inversiones, detallándose la política de diversificación y de liquidez del Fondo.



- ✓ Política de reparto de beneficios.
- ✓ Comisión que cobrara la sociedad por administrar el Fondo.
- ✓ Gastos de cargo del Fondo, estableciendo el porcentaje máximo en relación al valor de este.
- ✓ Normas respecto a la información obligatoria a proporcionar a los aportantes.
- ✓ Información del diario en que se efectuarán las publicaciones informativas a los aportantes.
- ✓ Política sobre aumento de capital.
- ✓ Política de endeudamiento.

9. Clasificación de los Fondos de Inversión en Chile.

Los Fondos de Inversión se clasificarán en distintos tipos y serán de acuerdo a sus objetivos de inversión:

- 1) Fondo de inversión mobiliaria, el que tendrá por objeto la inversión de sus recursos en valores.
 - ✓ Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile, o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor.
 - ✓ Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas.
 - ✓ Letras de créditos emitidas por Bancos e Instituciones Financieras.
 - ✓ Bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas cuya emisión haya sido registrada en la Superintendencia.
 - ✓ Acciones de sociedades anónimas abiertas.
 - ✓ Cuotas de Fondos mutuos.



- ✓ Otros valores o instrumentos de oferta pública que autorice la Superintendencia.

II) Fondo de inversión de desarrollo de empresas (FIDES), el cual tendrá por objeto la inversión de sus recursos en valores.

- ✓ Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada en la Superintendencia, siempre que la sociedad emisora cuente con estados financieros anuales dictaminados por auditores externos, de aquellos inscritos en el registro que al efecto lleva la Superintendencia;
- ✓ Otros valores o instrumentos que autorice la Superintendencia;

III) Fondo de inversión inmobiliaria:

- ✓ Bienes raíces ubicados en Chile; cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario;
- ✓ Mutuos hipotecarios
- ✓ Se entiende por negocio inmobiliario el referido a la compraventa, arrendamiento o leasing de bienes raíces, y a la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de bienes raíces, siempre que estas últimas actividades sean encargadas a terceros mediante los procedimientos y con los resguardos que establezca la Superintendencia por norma de carácter general.
- ✓ Acciones de sociedades cuyo objeto sea la participación en concesiones de obras de infraestructura de uso público.

IV) Fondo de inversión de créditos securitizados Carteras de crédito o de cobranzas.

V) Fondo de inversión internacional Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos por Estados o Bancos centrales extranjeros o que cuenten con garantía de esos Estados o instituciones por el 100% de su valor hasta su total extinción.



- ✓ Títulos de crédito, depósitos a plazo, títulos representativos de captaciones de dinero, letras de crédito o títulos hipotecarios, valores o efectos de comercio, emitidos por entidades bancarias extranjeras o internacionales o que cuenten con garantía de esas entidades por el 100% de su valor hasta su total extinción;
- ✓ Bonos y efectos de comercio emitidos por entidades emisoras extranjeras cuyas emisiones hayan sido registradas como valores de oferta pública en el extranjero.
- ✓ Acciones de transacción bursátil
- ✓ Cuotas de Fondos mutuos y Fondos de inversión constituidos en el extranjero.
- ✓ Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda de entidades emisoras extranjeras, cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en el extranjero.
- ✓ Bienes raíces ubicados en el extranjero, cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario;
- ✓ Cartera de crédito o de cobranza extranjera, autorizadas por la Superintendencia, en la forma que disponga el Reglamento de esta ley.
- ✓ Otros valores de oferta pública de emisores extranjeros que autorice la Superintendencia.
- ✓ Otros valores o instrumentos emitidos en el extranjero que autorice la Superintendencia.
- ✓ Los Fondos de inversión podrán celebrar contratos de futuro, adquirir o enajenar opciones de compra o venta sobre activos, valores e índices, y efectuar otras operaciones de similar naturaleza, con el único objetivo de utilizarlos como instrumentos de cobertura de riesgo financiero de sus inversiones, y siempre que cumplan con los requerimientos que la Superintendencia establezca mediante norma de carácter general, la que



determinara además las características generales de las operaciones y los Límites máximos que puedan comprometerse en estas.

10. Principales Aportantes

a) Fondos de Pensiones

Uno de los principales aportantes de los FIDES son los **Fondos de Pensiones**. Es por eso que mayoritariamente la ley 18.815, fue una extrapolación del “Decreto Ley sobre Administradoras de Fondos de Pensiones”, normativa aún más restrictiva. Haremos referencia sólo a algunos artículos de este Decreto Ley N° 3.500 que estableció un “Nuevo Sistema de Pensiones” incluyendo el operar de sus Administradoras.

Este Decreto Ley esta compuesto de catorce Títulos, que contienen ciento cincuenta y nueve Artículos, otro Título que contiene Disposiciones Transitorias con dieciocho Artículos. Adicionalmente están incluidos dos Artículos de la ley N°19.301 con incidencia directa en el Decreto ley N°3.500, también incorporados cinco Artículos Transitorios de la Ley N°19.301 vinculados con las disposiciones del decreto ley N°3500. Los Fondos de Pensiones y las Administradoras se registrarán bajo esta ley y serán fiscalizadas además por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

En el Artículo 45° se define en que podrán ser invertidos los recursos del Fondo, y en su letra j) se autoriza a invertir en Cuotas de los FIDES, con previa aprobación de la Comisión Clasificadora de Riesgo, conforme a las normas establecidas en el Título XI de esta misma ley. Claro que la suma de estos instrumentos tendrá un límite máximo de inversión que no podrá ser inferior al 2% ni exceder del 5% del valor del Fondo. También existirán límites para la suma de inversiones en distintos instrumentos (una especie de límites globales), es así que las inversiones realizadas en cuotas de FIDES, acciones de sociedades anónimas abiertas, acciones de sociedades anónimas inmobiliarias abiertas, cuotas de Fondos de inversión inmobiliarios, cuotas de Fondos de inversión mobiliarios, cuotas de Fondos de Inversión de



Créditos securitizados, instrumentos extranjeros y otros instrumentos de oferta pública (cuyos emisores sean fiscalizados por la SVS o SBIF ²¹) cuando se trate de instrumentos representativos de capital, no podrán ser inferior al 40% ni superior al 50% del valor del Fondo.

El mismo Artículo contempla otros ocho límites globales, además de los límites individuales.

Todas las transacciones de títulos que realice un Fondo deberán hacerse en un mercado secundario formal, este es aquel en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en la determinación de los precios de los títulos que *se transan* en él, siempre que diariamente se publiciten el volumen y el precio de las transacciones efectuadas, en otras palabras se transfieren en él los activos ya existentes, o sea, se realizan las operaciones sobre títulos ya existentes, esto está estipulado en el Artículo 48°, aunque sin perjuicio de lo anterior en el mismo Artículo, indica que se podrán adquirir varios instrumentos, entre ellos las cuotas de los FIDES, en el mercado primario formal, este mercado es aquel en que los compradores y el emisor participan en la determinación de los precios de los instrumentos *ofrecidos por primera vez* al público, empleando para ello procedimiento previamente determinados y conocida e información pública conocida, tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él. Además se indica que las Administradoras podrán celebrar directamente con los emisores, a nombre propio y para el Fondo de Pensiones, contratos de promesa de suscripción y pago de cuotas de los FIDES e Inmobiliarios. Si bien se pueden efectuar estos contratos, podrá ser siempre que el respectivo Fondo de Inversión haya informado a toda las Administradoras la emisión de cuotas, y la Superintendencia establecerá normas de carácter general para asegurar la igualdad en la presentación de ofertas.

²¹ Superintendencia de Valores y Seguros o la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Sobre estos contratos establece, que deben haber sido aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo y tendrán una duración que no podrá exceder los tres años, contados desde la inscripción de la emisión respectiva en la Superintendencia. Además no podrán exceder en su totalidad²², del 2% del valor del Fondo de Pensiones respectivo. Cuando un Fondo de Pensiones comienza su operación²³, durante los primeros doce meses, el Artículo 49°, faculta al Banco Central de Chile aumentar los límites máximos de inversión superiores a los ya fijados en la ley²⁴, esto lo podrá realizar mediante normas de carácter general.

Si bien esta ley, establece las atribuciones y obligaciones que corresponden a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, en su Artículo 94° adicionará otras funciones generales, dentro de las que destacamos las siguientes:

- ✓ Autorizar la constitución de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y llevar un registro de estas entidades.
- ✓ Fijar la interpretación de la legislación y reglamentación del Sistema, con carácter obligatorio para las Administradoras y dictar normas generales para su aplicación.
- ✓ Fiscalizar la constitución, mantenimiento, operación y aplicación del Fondo de Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del encaje y la inversión de los recursos destinados a dichos Fondos.
- ✓ Fiscalizar la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones y la composición de la cartera de inversiones.
- ✓ Establecer las normas que regulen los contratos de seguros destinados a constituir las prestaciones que establece esta ley, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y bolsas de Comercio, y fiscalizar la observancia

²² Cuotas de FIDES e Inmobiliario.

²³ Desde la fecha de resolución que autoriza la existencia y aprueba los estatutos de la Administradora.

²⁴ En los Artículos 45° y 47°.



de dichas normas y el cumplimiento de las obligaciones que emanen de los contratos.

- ✓ Aplicar sanciones y disponer la revocación de autorización de existencia de conformidad a la ley, de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y de sus sociedades filiales, o la enajenación de las inversiones efectuadas en o través de éstas, cuando no cumpla con lo establecido en la ley.

Fiscalizar los mercados primarios y secundarios en lo que se refiere a la participación de los Fondos de Pensiones en éstos, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.

b) Compañía de Seguros

El segundo aportante significativo serán las Compañías de Seguros, los que funcionarán bajo el Decreto con Fuerza de Ley N° 251, compuesto por un Título Preliminar con dos Artículos, cuatro Títulos que engloban ochenta y siete Artículos, un quinto Título que incluye ocho Artículos Transitorios, y finalmente tres Artículos Transitorios de la ley N° 19.301.

El organismo fiscalizador será la Superintendencia de Valores y Seguros, la que tendrá dentro de sus obligaciones y atribuciones²⁵:

- ✓ Autorizar la existencia, aprobar los estatutos y sus modificaciones, aprobar la prórroga del plazo de duración y la disolución anticipada de las sociedades anónimas nacionales de seguros, teniendo a la vista los documentos que acrediten que han cumplido y están en condiciones de cumplir las obligaciones de la presente ley.
- ✓ Fiscalizar las operaciones de las Compañías de seguros, hacer arqueos, pedir la ejecución y presentación de balances y otros estados financieros e informes en la fechas que estime conveniente, revisar sus libros y sus carteras, y en general solicitar todos los datos y antecedentes que le

²⁵ La ley establece trece atribuciones y obligaciones.



permitan imponerse de su estado, desarrollo y solvencia y de la forma en que se cumplen las prescripciones de ésta y de las demás leyes vigentes, y dictar normas generales para los efectos de valorizar sus inversiones pudiendo ordenar para estos efectos las demás medidas que fuere necesario ejercer.

- ✓ Convocar al directorio de las Compañías o a junta general de accionistas de las mismas, cuando lo crea necesario, así como también suspender estas y anular los acuerdos allí tomados.
- ✓ Comprobar la exactitud de las reservas técnicas y que estén según norma, lo mismo para los balances y otros estados financieros, sus cuentas componentes y demás antecedentes solicitados por ésta, con arreglo a los estatutos, leyes y reglamentos vigentes, aprobándolos, disponiendo su rectificación inmediata u ordenando las modificaciones que fuere necesario incorporar en los próximos balances, estados financieros o informes.
- ✓ Instaurar normas de carácter general, si son necesarias para disponer de información de las Compañías al público sobre el calce de sus activos y pasivos, en lo referente al plazo, re-ajustabilidad y tipo de moneda que se encuentran²⁶.
- ✓ Establecer, mediante normas de carácter general, las exigencias técnicas y patrimoniales, que se deberán cumplir para funcionar como Compañía de Seguros.
- ✓ Las Compañías podrán invertir en una serie de instrumentos con el objeto de respaldar sus reservas técnicas y el patrimonio de riesgo. Dentro de estos están las cuotas de los FIDES, así lo estipula el Artículo 21° de la ley bajo la cual se rigen, siendo el Artículo 23° el que determine los límites máximos. En este caso para las inversiones en cuotas de los FIDES no podrán exceder del 5%.

²⁶ Superintendencia de Valores y Seguros o la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Existirá también un límite de diversificación por emisor ordenando que las inversiones en cuotas de un FIDES no podrá exceder el menor valor entre 2.5% de las reservas técnicas (que son reservas exigidas por ley, que las Compañías deberán mantener a modo de encaje) y el patrimonio de riesgo de la compañía o el 10% de las cuotas suscritas de dicho Fondo.

c) Personas Naturales.

Aunque pareciera existen otros motivos que influyen mayormente, en la participación de personas naturales, como la poca liquidez de las cuotas y el ser instrumentos de largo plazo, desde una perspectiva legal, no existen incentivos, los que desaparecieron en la modificación a la Ley de Renta (1993) al ser considerados para fines tributarios, estos instrumentos como acciones de primera emisión.

d) Inversionistas Extranjeros.

Los inversionistas extranjeros deberán pagar un impuesto adicional²⁷ a la renta, con una tasa del 35%, en los siguientes casos:

- ✓ Cuando las personas naturales extranjeras no tengan residencia ni domicilio en Chile y las sociedades o personas jurídicas fueran constituidas fuera del país (incluso las que se constituyan con arreglo a las leyes chilenas y fijen su domicilio en Chile, con oficinas, sucursales, agentes o representantes), pagarán este impuesto por el total de las rentas de fuente chilena que remesen al exterior o sean retiradas, con excepción en los interés de algunos casos puntuales.
- ✓ Las personas que carezcan de domicilio o residencia en el país, pagarán este impuesto por la totalidad de las utilidades y demás cantidades que las sociedades anónimas o en comandita por acciones respecto de sus accionistas, constituidas en Chile, les acuerden distribuir a cualquier título, en su calidad de accionistas, con excepción sólo de las cantidades

²⁷ Título IV de la ley 18.985 sobre Impuesto a la Renta.



que corresponden a distribución de utilidades o de fondos acumulados que provengan de cantidades que no constituyan renta o también en el caso que dichas sociedades efectúen entre sus accionistas en forma de acciones total o parcialmente liberadas mediante el aumento del valor nominal de las acciones, todo ello representativo de una capitalización equivalente. Finalmente se exceptionará la distribución de acciones de una o más nuevas sociedades resultantes de la división de una sociedad anónima.



C. Costa Rica

a) Introducción

En el caso de Costa Rica el capital de riesgo no se encuentra tan desarrollado como en otros países incluidos los dos que se toman en cuenta para este estudio por lo que nuestro análisis no va a partir del mismo punto que ellos, ya que al no existir una legislación definida o especializada en el capital de riesgo, realmente no se puede profundizar el análisis de la manera en la que hubiésemos querido, a diferencia de España y Chile en Costa Rica no existen empresas dedicadas exclusivamente a apoyar el emprendedurismo a base de capital de riesgo.

Debido a lo anterior analizamos desde un punto de vista por un lado un caso de éxito (el de Coopelesca), y por otro lado un fondo dedicado a fomentar, apoyar y desarrollar las pequeñas medianas empresas de tecnología auspiciado por el BID, EL FOMIN y el CAF.

También se desarrolló una pequeña investigación sobre una organización sin fines de lucro que se dedica a la asesoría de empresas o personas con ideas de proyectos llamativos, la cual es llamada PARQUE TEC entre sus programas está el de desarrollo de proyectos, brindando las herramientas necesarias al emprendedor para que pueda hacer realidad sus ideas basándose en un anteproyecto elaborado con bases sólidas. A partir de ese punto de vista es que podemos pensar en esta sociedad como un inversor de capital de riesgo.

Para concluir como mencionamos anteriormente en este país no existe una infraestructura financiera que se dedique exclusivamente al capital de riesgo, lo más cercano es lo que los bancos o entidades financieras denominan como banca de desarrollo enfocado al PYMES, por lo que nos pareció prudente incluir la información referente a las categorías y requisitos para optar por este tipo de créditos.



2. Banca de Desarrollo

En nuestro país no existe un mercado de capital de riesgo tan desarrollado como si lo hay en otros países latinoamericanos, en Costa Rica lo que existe es una Banca de Desarrollo impulsada principalmente por los bancos estatales. A continuación se detallan algunos de los requisitos que deben cumplir las Pymes para acceder al crédito.

3. BCR²⁸

Crédito para pequeña y mediana empresas y personas físicas con actividades empresariales.

Para todas aquellas personas físicas o jurídicas, con actividades empresariales en el rango de medianas y pequeñas, cuyas actividades se enmarcan en los distintos sectores de la economía nacional como agricultura, industria, comercio, transportes, turismo y resto de actividades empresariales.

- ✓ Hasta 10 años de plazo si ofrece un garantía hipotecaria
- ✓ 7 años si la garantía es prenda sobre bienes muebles más fianzas adicionales
- ✓ 5 años si la garantía del crédito son únicamente fiadores (no menos de dos)
- ✓ Le financiamos todas las necesidades de su empresa:
- ✓ Capital de operación
- ✓ Compra de vehículos, maquinaria, equipo
- ✓ Inversiones fijas (Compra de terrenos para construcción, ampliación de instalaciones)
- ✓ Cancelación de deudas originadas en el giro normal del negocio

²⁸ www.bancobcr.com



I. Ventajas

1. Tasas de interés según la garantía ofrecida
2. Responsabilidad de los bienes ofrecidos en garantía hasta un 80% sobre el valor si es hipoteca sobre bienes inmuebles o hasta un 70% si es prenda sobre bienes muebles.
3. Los montos del crédito pueden ir desde el equivalente en colones a los \$1000 hasta un máximo acumulativo de \$400.000 según garantías, capacidad de pago y demás estudios a realizar sobre las necesidades de la empresa.

a) Tasa de interés

1. Créditos Hipotecarios - Tasa Básica Pasiva + 4 puntos
2. Créditos Prendarios - Tasa Básica Pasiva + 5 puntos
3. Crédito en Dólares - Tasa Prime Rate +2 para los primeros 6 meses, a partir del sétimo mes Tasa Prime Rate + 4 puntos hasta el vencimiento del crédito. La tasa se ajusta mensualmente según la tasa prime rate vigente al momento de la revisión de su préstamo
4. Depósito automático del préstamo en su cuenta corriente o de ahorros
5. Aprobación de una tarjeta de débito asociada a su cuenta corriente o de ahorro sin ningún costo ni requisito adicional cuando el crédito es hacia personas físicas
6. Acceso sin costo alguno a distintos medios electrónicos como Bancatel 258-9191 y el sitio bancobcr.com para obtener información y realizar pagos sobre su préstamo
7. Su préstamo lo puede tramitar en la oficina BCR de su mejor comodidad y accesibilidad



8. Usted mismo establece la fecha en que desea realizar los pagos para su préstamo según su flujo de ingresos.

b) Requisitos:

9. Presentar solicitud de crédito.
10. Llenar autorización para la solicitud de información a SUGEF.
11. Llenar formulario de grupos de interés económico.
12. Presupuesto, permisos y plano de construcción (cuando el plan de inversión sea construcción).

c) Personas física:

13. Original y copia de la cédula de identidad por ambos lados de los participantes.
14. Presentar estados bancarios de sus cuentas de los últimos 6 meses o facturas que respalden sus ingresos.
15. Copia del último recibo cancelado por amortización de deudas con otras Instituciones (Esta información será verificada).
16. Presentar información financiera de la actividad que permita reflejar un flujo de caja proyectado a dos años. Si el endeudamiento del cliente, incluyendo la solicitud actual excede \$250 mil dólares, deberá presentar estados financieros.

d) Personas jurídicas:

1. Personería jurídica, cédula jurídica y acta de constitución de la empresa.
2. Estados financieros.
3. Factura pro-forma u opción de compra-venta (cuando el plan de inversión sea compra de maquinaria o equipo)



4. Solo para sector lechero: estar afiliado a una cooperativa de productores de leche, además debe realizar las actividades en finca de su propiedad.

e) Si la garantía es hipotecaria adicionar:

1. Número de finca.
2. Dos copias del plano catastrado, certificadas por el Registro Público.
3. Pago del avalúo.
4. Si la finca no pertenece al solicitante, presentar consentimiento de gravamen y copia de cédula de identidad del dueño.
5. Si la propiedad está a nombre de una persona jurídica, presentar el Acta Protocolizada donde se da el consentimiento de gravamen de todos los socios, copia de cédula jurídica y personería jurídica al día.
6. Certificación de impuestos municipales al día.

f) Si la garantía es prendaria adicionar:

1. Documentación actualizada referente al bien que quedará gravado.
2. Pago de avalúo.

4. Banco Popular²⁹

a) CRÉDITO PARA MICRO PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRES

a. Características

- ✓ Atractivas tasas de interés
- ✓ El monto máximo por financiar es de ¢ 17 000 000

²⁹ www.bancopopular.com



- ✓ Los plazos máximos de financiamiento varían de acuerdo al plan de inversión según la siguiente tabla:

Plan de inversión	Plazo/ Meses
Capital de trabajo	60
Compra de equipo	96
Compra de terreno para ubicar la actividad productiva	120
Construcción activo físico	120
Compra de vehículo para el desarrollo de la actividad	60

Fuente: pagina Web Banco Popular, www.bancopopular.com

b) Garantías

- ✓ Los tipos de garantía aceptados son: fiduciaria, hipotecaria y prendaria.
- ✓ Se podrá utilizar solo un tipo o una combinación de ellas y se podrá financiar hasta un 100% del plan de inversión siempre que se aporte garantía suficiente.

c) Requisitos

1. Original y fotocopia de cédula de identidad o residencia (al día y en buen estado)
2. Solicitud de crédito completa y firmada
3. Flujo de caja preparado por un profesional competente o por un ejecutivo de Banca MiPyMes del Banco Popular
4. En el caso de proyectos nuevos, se deberá solicitar estudios, que demuestren la viabilidad del proyecto, los cuales podrán ser preparados por una organización especializada en el apoyo al sector, o por un funcionario del Banco Popular



5. Relaciones con el Banco Popular. Se debe adjuntar al expediente, la consulta sobre deudas o fianzas de los participantes
6. Referencias bancarias
7. En el caso de personas jurídicas se deberá incluir:
8. Copia por ambos lados de la cédula jurídica de la empresa y cédula de identidad o de residencia de cada uno de los apoderados generalísimos
9. Certificación del acta de constitución y del poder del representante de los interesados
10. Estados financieros internos, en caso de que los tenga

d) CRÉDITO PARA EMPRESA NO AGROPECUARIA

Es una línea de crédito destinada para el financiamiento de la micro, pequeña y mediana empresa.

Su propósito es ofrecer facilidades crediticias en condiciones especiales, de tasa de interés y plazo, ello con el fin de impulsar actividades productivas, solventando necesidades de corto y largo plazo, de pequeñas empresas, siempre y cuando, no estén relacionadas con los sectores agropecuarios, ni las actividades de consumo.

e) Características

- ✓ Tasa de interés revisable y ajustable mensualmente.
- ✓ Se aceptan todos los tipos de garantía planteadas por medio del Reglamento General de Crédito del Banco Popular (fiduciaria, prendaria, hipotecaria, real, entre otras).
- ✓ El plazo de financiamiento depende del plan de inversión.
- ✓ El monto máximo de financiamiento oscila entre \$55 000,00 y \$175 000, 00 (equivalente en colones).



Los planes de inversión por financiar son: capital de trabajo, adquisición de medios físicos para el desarrollo de la actividad. (Terreno o equipo) y construcción de activo físico.

f) Requisitos

Para clientes calificados como criterio 2, según normativa SUGEF:

- ✓ Solicitud de crédito completa y firmada
- ✓ Dos fotocopias de la cédula de identidad o de residencia (vigente y debe incluir las fechas de emisión y de última renovación)
- ✓ Referencias bancarias: se consultará al menos a una protectora de crédito
- ✓ Mediante visita del funcionario responsable del crédito se verificará la dirección del solicitante, dejando constancia de la misma en el informe de recomendación del crédito
- ✓ Flujo de caja refrendado o preparado por un ejecutivo de la Banca Mipymes del Banco
- ✓ En el caso de proyectos nuevos, se deberá solicitar estudios, que demuestren la viabilidad del proyecto, los cuales podrán ser preparados por una organización especializada en el apoyo al sector, o por un funcionario del Banco
- ✓ Relaciones con el banco. Se debe adjuntar al expediente, la consulta por número de cédula sobre deudas o fianzas de los participantes. No se podrá girar ninguna nueva facilidad si algún crédito no está al día
- ✓ Copia de patentes o permisos municipales, en caso de que la actividad lo requiera

Adicionalmente en el caso de personas jurídicas se deberá presentar:

- ✓ Dos fotocopias por ambos lados de la cédula jurídica de la empresa y cédula de identidad o de residencia de cada uno de los apoderados generalísimos (se debe verificar contra el original por el analista)



- ✓ Certificación de personería jurídica de la empresa y del poder del representante de los interesados
- ✓ Estados financieros internos, en caso de que los tenga
- ✓ Certificación del acta constitutiva de la empresa

g) Para clientes calificados como criterio 1, según normativa SUGEF:

- ✓ Solicitud de crédito completa y firmada
- ✓ Dos fotocopias por ambos lados de la cédula jurídica de la empresa y cédula de identidad o de residencia de cada uno de los apoderados generalísimos (se debe verificar contra el original)
- ✓ Certificación del poder del representante de los interesados
- ✓ Consulta a la central de deudores de la SUGEF (de la persona jurídica y del representante legal)
- ✓ Estados financieros de los dos últimos períodos fiscales completos y además un corte con una antigüedad máxima de tres meses, al momento de recibir la solicitud. El tipo de estados financieros se solicitarán de acuerdo al artículo 6, incisos e-2 y e-3, del Reglamento de Crédito vigente
- ✓ Flujo de caja con sus respectivos supuestos y preparado por un profesional legalmente autorizado. Este también podrá ser preparado por un ejecutivo de la Banca Mipymes del Banco
- ✓ En el caso de proyectos nuevos, se deberá solicitar estudios, que demuestren la viabilidad del proyecto, los cuales podrán ser preparados por una organización especializada en el apoyo al sector, o un funcionario del Banco
- ✓ Llenar boleta de grupo de interés económico
- ✓ Copia de patentes o permisos municipales, en caso de que la actividad lo requiera



h) Otros documentos a criterio del analista:

- ✓ Permiso de funcionamiento
- ✓ Patentes
- ✓ Contratos de venta o exportación
- ✓ Contratos de alquiler

i) CRÉDITO PARA EMPRESA AGROPECUARIA

Es una línea de crédito destinada para el financiamiento de la micro, pequeña y mediana empresa agropecuaria.

Su propósito es ofrecer, a estas empresas, facilidades crediticias en condiciones especiales, de tasa de interés y plazo, ello con el fin de impulsar las actividades productivas que promuevan el desarrollo de diferentes sectores económicos, en especial pequeños empresarios en los sectores agropecuarios, agrícola, forestal y porcino. Características

1. Tasa de interés revisable y ajustable mensualmente.
2. Se aceptan todos los tipos de garantía planteadas por medio del Reglamento General de Crédito del Banco Popular (fiduciaria, prendaria, hipotecaria, real, entre otras).
3. El plazo de financiamiento depende del plan de inversión.
4. El monto máximo de financiamiento es de \$175 000, 00 (equivalente en colones).

Los planes de inversión por financiar son: capital de trabajo, adquisición de medios físicos para el desarrollo de la actividad. (Terreno o equipo) y construcción de activo físico.



*j) Para clientes calificados como criterio 2, según normativa
SUGEF:*

1. Solicitud de crédito completa y firmada
2. Dos fotocopias de la cédula de identidad o de residencia (vigente y debe incluir las fechas de emisión y de última renovación)
3. Referencias bancarias: se consultará al menos a una protectora de crédito
4. Mediante visita del funcionario responsable del crédito, se verificará la dirección del solicitante, dejando constancia de la misma en el informe de recomendación del crédito
5. Flujo de caja refrendado o preparado por un ejecutivo de la Banca Mipymes del Banco

En el caso de proyectos nuevos, se deberá

k) Requisitos

- ✓ solicitar estudios, que demuestren la viabilidad del proyecto, los cuales podrán ser preparados por una organización especializada en el apoyo al sector, o por un funcionario del Banco
- ✓ Relaciones con el Banco. Se debe adjuntar al expediente, la consulta por número de cédula sobre deudas o fianzas de los participantes. No se podrá girar ninguna nueva facilidad si algún crédito no está al día
- ✓ Copia de patentes o permisos municipales, en caso de que la actividad lo requiera

Adicionalmente en el caso de personas jurídicas se deberá presentar:

- ✓ Dos fotocopias por ambos lados de la cédula jurídica de la empresa y cédula de identidad o de residencia de cada uno de los apoderados generalísimos (se debe verificar contra el original por el analista)



- ✓ Certificación de personería jurídica de la empresa y del poder del representante de los interesados
- ✓ Estados financieros internos, en caso de que los tenga
- ✓ Certificación del acta de la empresa

l) Para clientes calificados como criterio 1, según normativa SUGEF:

1. Solicitud de crédito completa y firmada
2. Dos fotocopias por ambos lados de la cédula jurídica de la empresa y cédula de identidad o de residencia de cada uno de los apoderados generalísimos (se debe verificar contra el original)
3. Certificación del poder del representante de los interesados
4. Consulta a la central de deudores de la SUGEF (de la persona jurídica y del representante legal)
5. Estados financieros de los dos últimos períodos fiscales completos y además un corte con una antigüedad máxima de tres meses, al momento de recibir la solicitud. El tipo de estados financieros se solicitarán de acuerdo al artículo 6, incisos e-2 y e-3, del Reglamento de Crédito vigente
6. Flujo de caja con sus respectivos supuestos y preparado por un profesional legalmente autorizado. Este también podrá ser preparado por un ejecutivo de la Banca Mipymes del Banco
7. En el caso de proyectos nuevos, se deberá solicitar estudios, que demuestren la viabilidad del proyecto, los cuales podrán ser preparados por una organización especializada en el apoyo al sector, o un funcionario del Banco
8. Llenar boleta de grupo de interés económico
9. Copia de patentes o permisos municipales, en caso de que la actividad lo requiera



m) Otros documentos a criterio del analista:

1. Permiso de funcionamiento
2. Patentes
3. Contratos de venta o exportación
4. Contratos de alquiler

D. Parque Tec

I. Parque Tec

Un parque de empresas en Software. Un espacio que permite la creación de nuevas empresas en un ambiente innovador y pujante, enfocado hacia la nueva sociedad del conocimiento. Representa una oportunidad única que permitirá desarrollar su propia empresa, su propia identidad y su propio futuro. Es un compromiso de trabajo y esfuerzo, una buena idea y un compromiso de trabajo y esfuerzo, una buena idea y una genética empresarial³⁰.

a) Misión y Visión

Desarrollar un espacio para la generación de una cultura del emprendimiento empresarial, ayudando a promover la Incubación de empresas en un espacio innovador y pujante, forjando a través del emprendimiento un modelo de desarrollo económico, social y sostenible.

³⁰ www.parquetec.org



b) Valores

1. Austeridad.
2. Compromiso.
3. Confianza.
4. Confidencialidad.
5. Ética.
6. Honestidad.

Parque Tec brinda además una serie de beneficios a los emprendedores que desean desarrollar su empresa dentro de Parque Tec.

c) Requisitos

Como Parque Tec es una asociación sin fines de lucro el único requisito que se necesita para ingresar es tener una Idea, presentarla en el formulario "Cuéntanos tu Proyecto" que encontrarás en el sitio y que sea aprobado por el comité de expertos.

d) ¿Es necesario endeudarse o sacar algún crédito para ingresar a Parque Tec?

No se necesita solicitar crédito alguno, Parque Tec es una Asociación sin fines de lucro.

e) Duración de la incubación

El proceso de Preincubación son 6 meses hasta que el emprendedor desarrolle su versión 1.0.



f) Beneficios de Parque Tec

Uno de los beneficios en participar en Parque Tec es contar con un coaching en la gestión empresarial que le permitirá al emprendedor llevar su idea a que se transforme en producto y transformarse de emprendedor en empresario.

Otra de los beneficios es la red de contactos empresariales que facilita el apoyo al emprendedor.

También la Comercializadora para mercadear los desarrollos de Parque Tec.

Por ultimo la ventaja más competitiva es que no hay necesidad de endeudarse para forjar la nueva empresa.

g) Participación física en Parque Tec desarrollando la idea

Según lo mencionado en el texto el desarrollo empresarial no es un ejercicio académico, es un tema vivencial y el emprendedor debe gestarse y entrenarse en ese campo vinculándose con otros emprendimientos en Parque Tec.

h) Costo

Un cubículo para 2 personas cuesta 100,000 colones por persona, por mes. En Parque Tec le ofrece a los participantes las herramientas que requieren para abrir camino e iniciar su propia empresa.

“Todos los emprendedores obtienen una serie de beneficios que les permiten una mejor planeación y ejecución de su emprendimiento”.



i) Coaching Empresarial

1. Diagnóstico de la capacidad emprendedora y el potencial de su negocio.
2. Desarrollo de los comportamientos claves de un empresario exitoso.
3. El acompañamiento para lograr la formulación del plan de negocios aplicado a su empresa.
4. Asesoría en áreas críticas del negocio.
5. Participación en una red de información y contacto con otros emprendedores capacitados por el programa.

j) Infraestructura

1. Oficina Modular.
2. Sala de Reuniones.
3. Servicios generales: Agua, luz y limpieza.
4. Imagen Corporativa.

k) Otros beneficios

- ✓ Capacitación y acompañamiento empresarial.
- ✓ Asesoramiento en mercadeo, estrategia de mercados, contable, financiero y legal.
- ✓ Red de contactos empresariales.
- ✓ Recepcionista.
- ✓ Internet y red telefónica.
- ✓ Cuenta de email.
- ✓ Fotocopiadora / Fax.
- ✓ Web Site.



- ✓ Parque Tec minimiza el riesgo empresarial y maximiza las posibilidades de éxito de la empresa.

l) Objetivo

El objetivo principal es que el emprendedor tenga una buena Idea y la pueda hacer realidad. En donde por medio de un Cuestionario se valora la posibilidad de desarrollo de un proyecto Emprendedor el cual que quieran desarrollar..

m) Perfil del emprendedor

1. Buscador de Oportunidades
2. Creativo e Innovador
3. Preocupado por la eficiencia, eficacia y la calidad
4. Alta Motivación por el logro y auto confianza
5. Capacidad de Planificar y Organizar
6. Generador de Redes de Apoyo
7. Asume riesgos calculados
8. Persistente, que acepta fracasos como aprendizajes
9. Busca información y se asesora por expertos
10. Visión de futuro positiva
11. Apasionado, humilde y curioso
12. Si crees tener estas características conjuntamente con una idea brillante, Parque Tec es tu lugar propicio.



n) Resumen de proceso del emprendedor

b. PRESELECCIÓN

1. Tener una buena idea en software.
2. Llenar el formulario "Cuéntanos tu Proyecto"
3. De ser seleccionada la idea, se hará la primera entrevista con el Comité de expertos para defender la propuesta.

c. PREINCUBACIÓN (Una vez aprobado el proyecto)

1. Se firma un Contrato de Reciprocidad, donde se especifican los detalles del Proceso.
2. Costo ₡ 100.000,00 por cubículo con una persona.
3. Costo ₡ 120.000,00 por cubículo con dos personas.
4. Aceptar coaching empresarial.

d. INCUBACIÓN

Una vez aprobado el prototipo 1.0.

- ✓ El empresario se compromete a permanecer en la incubadora.
- ✓ Constitución Legal de la Sociedad.
- ✓ Registro de propiedad intelectual del producto.
- ✓ Cesión de un 20% de las acciones de la Empresa a la Incubadora.
- ✓ Asesoría en el Business Plan.
- ✓ Red de contactos y Coaching empresarial.



E. Caso de Emprendedurismo y Capital de Riesgo en Costa Rica.

1. COMPLEJO HIDROELÉCTRICO CHOCOSUELA³¹

La generación eléctrica en nuestro país hasta hace poco estuvo en manos del Instituto Costarricense de Electricidad, sin embargo su distribución corrió por cuenta de diferentes empresas, entre ellas Coopelesca R. L.

Debido a la gran cantidad de asociados y servicios eléctricos (54.144 servicios conectados y 37.157 asociados) se decidió a mediados de la década de los 90`s poner en función una central hidroeléctrica que pudiera ayudar a suplir las necesidades crecientes de electrificación de los habitantes de la zona, con esta finalidad nació el Complejo Hidroeléctrico Chocosuela, el cual consta de plantas.

La potencia máxima a producir en forma simultánea de las tres plantas está en el orden de los 26 MW.

2. CHOCOSUELA 1

Coopelesca dio un paso más en su crecimiento como empresa, al concluir en el mes de julio de 1999 la Central Hidroeléctrica Chocosuela I, haciendo uso del Río La Vieja, ubicado en el cantón de San Carlos, Alajuela, Costa Rica.

³¹ Información suministrada por la sub gerencia de operaciones, Coopelesca R.L.



e. Ubicación y descripción general del proyecto

La Central Hidroeléctrica Chocosuela I, se localiza en Buena Vista de Ciudad Quesada, San Carlos, a 6 Kilómetros del Parque de Ciudad Quesada.

- ✓ Inicio de la construcción: Marzo 1998
- ✓ Inicio de operación comercial: Julio 1999
- ✓ Capacidad instalada: 7.1 MW
- ✓ Costo: \$8,200,000.00
- ✓ Costo unitario por kilovatio
- ✓ instalado: \$1.013.00
- ✓ Modalidad de la construcción: Llave en mano
- ✓ Empresa diseñadora: Edificadora Beta S.A.
- ✓ Empresa constructora: Edificadora Beta S.A.
- ✓ Financiamiento: Banco de Costa Rica \$6,000,000.00
- ✓ Propio Coopelesca R.L. \$2,200,000.00 (Aporte de su capital)
- ✓ Fuente de agua: Río La Vieja y quebrada San Cristóbal
- ✓ Caída aproximada: 148.55 metros (actualmente es de 130.55 m)
- ✓ Caudal: 2.87 metros cúbicos por segundo
- ✓ Caudal ecológico: 10% del agua disponible (287 litros por segundo)



a) Costos y financiamiento

El costo original estimado era la suma de \$8.106.000.00.

Se solicitó el financiamiento al Banco de Costa Rica para cubrir un 74% del total del costo. Los recursos bancarios fueron dirigidos principalmente a pagar un 100 % de la facturación del contratista llave en mano.

El costo total de la obra fue de **\$8.200.000.00**

3. CHOCOSUELA 2 y CHOCOSUELA 3

Este nuevo proyecto consistió en la construcción de dos plantas hidroeléctricas denominadas Chocosuela 2 y 3, en un desarrollo en cascada a partir del desfogue de la Planta Hidroeléctrica Chocosuela 1.

Chocosuela 2 y 3 constituyen la segunda y tercera etapas del aprovechamiento del río La Vieja

Es importante recalcar que este desarrollo en cascada ha permitido alcanzar una alta eficiencia energética por dos razones fundamentales, una es que el caudal del río La Vieja y la quebrada San Cristóbal es aprovechado por las tres Centrales, lo que además permitió evitar inversiones importantes en obras de derivación. La otra ventaja es que el desarrollo dispone de tres embalses de regulación, lo que aumenta la eficiencia energética y permite la generación confiable a las horas pico.

Inicio de la construcción: 04 Julio 2001

Fecha de pruebas finales: 03 de Junio 2003

Inicio de operación comercial: Julio 2003

Capacidad instalada: 19 MW

Presupuesto original: \$23.960.000.00 (dato tomado de factibilidad)

Costo Total Final: \$23.921.380.00



Costo unitario por kilovatio

- ✓ Instalado: \$1.250.00
- ✓ Modalidad: Por Administración
- ✓ Empresa diseñadora: Edificadora Beta S.A.
- ✓ Empresa constructora: Coopelesca R.L.
- ✓ Financiamiento: Banco de Costa Rica 68% , Coopelesca R.L. 32%
- ✓ Fuente de agua: Río La Vieja y quebrada San Cristóbal
- ✓ Caída bruta total: 346.5 metros (Chocosuela 2 + Chocosuela 3)
- ✓ Caída neta Chocosuela 2: 250.20 metros
- ✓ Caída neta Chocosuela 3: 99.30 metros
- ✓ Caudal de diseño de las turbinas: 6.17 metros cúbicos por segundo

Potencia instalada en Casa

- ✓ Máquinas 2, dos unidades: 7.307 KW cada una
- ✓ Casa Máquinas 3, una unidad: 4847 KW
- ✓ Potencia Total: 19.505 KW
- ✓ Energía: 75.3 GWh al año

Equivalente energético:

- ✓ Chocosuela 2 0.64 kWh/m³
- ✓ Chocosuela 3 0.22 kWh/m³
- ✓ Conjunto: 0.86 kWh/m³

Este tipo de financiamiento, si bien es cierto no podría llamarse capital riesgo en ciertos países, en Costa Rica es considerado de esta manera ya que aquí no existe una estructura de este tipo de financiación como si los hay en los otros dos países que se incluyen en este estudio (Chile y España).



Lo que acá algunas personas denominan capital de riesgo, no es más que Banca de Desarrollo, los cuales son créditos que destinan las entidades financieras a impulsar Pymes, en su mayoría, pero también algunos sectores estratégicos para el desarrollo nacional como es el caso de la generación eléctrica, más puntualmente el caso del Complejo Hidroeléctrico Chocosuela, de Coopelesca R.L.

Al ser Coopelesca R.L. una empresa que estaba relativamente comenzando con la generación eléctrica, existía cierta incertidumbre acerca del éxito del proyecto, con lo que hacía que las diferentes entidades financieras actuaran precavidamente, sin embargo el proyecto fue un éxito y se obtuvo otro empréstito para desarrollar las etapas II y III de Chocosuela.



F. BID, FOMIN Y CAF

1. Fideicomiso para iniciativas promovidas por nuevos emprendedores e “inversionistas ángeles”

a) US\$ 4.226.600 PARA APOYAR PYME TECNOLÓGICAS EN COSTA RICA³²

El Fondo Multilateral de Inversiones aportará \$4.226.600 dólares en donaciones y financiamiento a un programa para impulsar la creación de pequeñas y medianas empresas tecnológicas y estimular el espíritu empresarial en Costa Rica, con el auspicio del Banco Interamericano de Desarrollo.

El programa, contará con apoyo financiero de la Corporación Andina de Fomento, abarca desde la incubación de nuevos negocios de software al acceso a mercados internacionales, la formación de una red de “inversionistas ángeles” y el desarrollo de nuevos mecanismos privados para financiar empresas dinámicas en el sector tecnológico de Costa Rica.

Los recursos aprobados por el FOMIN consisten en 1,4 millones de dólares en financiamiento reembolsable y 2.826.600 dólares en donaciones. La CAF aportará 750.000 dólares al programa mientras que las contrapartes costarricenses contribuirán un total de 2.564.800 dólares, incluyendo hasta 400.000 dólares provistos por la Financiera Desyfin.

El concepto de la iniciativa: El programa propone utilizar un enfoque integral y las mejores prácticas internacionales para promover la generación de riqueza y empleo en Costa Rica mediante la creación y aceleración del crecimiento de emprendimientos y pequeñas empresas de base tecnológica de alto valor agregado³³.

³² www.iadb.org

³³ Lorena Mejicanos, especialista del equipo de proyecto del FOMIN.



Las actividades del programa cubren tanto la oferta como la demanda. Por un lado se promoverá la formación de nuevos emprendedores y proyectos de negocios a la vez que se facilitará el pleno desarrollo de los emprendedores existentes. Por otro lado se proponen novedosos vehículos financieros adecuados a las características de los emprendimientos y empresas de base tecnológica³⁴.

Bajo el programa se fortalecerá y ampliará Parque-Tec, el primer centro privado de incubación de empresas de software en Costa Rica. Esta iniciativa, inspirada en un exitoso modelo colombiano, ayudará a profesionales, técnicos, investigadores y universitarios a gestar sus ideas de negocios y convertirse en empresarios. Asimismo promoverá la cultura emprendedora con el fin de generar un modelo de desarrollo del sector tecnológico con visión empresarial.

Otro componente del programa, a cargo de la Cámara de Tecnologías de Información y Comunicación (CAMTIC) y con el patrocinio de la Promotora de Comercio Exterior (PROCOMER), alentará la mentalidad exportadora entre los nuevos emprendedores costarricenses. Se facilitará la internacionalización de emprendimientos tecnológicos y sus productos y servicios mediante el acceso a información y capacitación sobre mercados extranjeros, la formación de alianzas para exportar y la participación en ferias internacionales.

La Fundación Mesoamérica aportará recursos económicos y experiencia profesionales al componente del programa que atenderá la escasez de antecedentes empresariales, contactos comerciales y fuentes de financiamiento de los nuevos emprendedores. Desarrollará un vehículo privado de capital semilla para PYME de base tecnológica mediante “inversionistas ángeles”, experimentados empresarios con fondos para hacer inversiones de riesgo en proyectos con alto potencial de crecimiento. En apoyo a este

³⁴ Miguel Aldaz, quien lideró el equipo del FOMIN.



componente, la escuela de negocios INCAE traerá las mejores prácticas internacionales en formación y gestión de redes de “inversionistas ángeles”.

Para desarrollar mecanismos de financiamiento alternativos para nuevas empresas tecnológicas, el programa establecerá un fideicomiso con recursos del FOMIN y la CAF. Uno de los mecanismos, el Fondo de Coinversión Semilla, promoverá las operaciones de la red de “inversionistas ángeles”.

Mediante una metodología similar al factoraje, el Fondo de Descuento de Contratos de Intangibles facilitará el acceso a capital de trabajo a emprendedores que logren su primer gran contrato pero carezcan de activos, antecedentes crediticios o fuentes de financiamiento propias. Este fondo será administrado por Financiera Desyfin, entidad líder en financiación de PYME que, de este modo, fortalecerá el crecimiento del sector tecnológico costarricense.

Se espera que este programa ayude a dinamizar la estructura piramidal del clúster tecnológico en Costa Rica, propiciando la aparición de un número significativo de nuevas empresas de base tecnológica y la evolución a medianas de muchas empresas que son actualmente pequeñas³⁵.

El FOMIN, un fondo autónomo administrado por el BID, apoya el desarrollo, la modernización y la competitividad del sector privado en América Latina y el Caribe, con énfasis en la micro y pequeña empresa.

35 Alberto Franco-Mejía, representante por Costa Rica en el Comité de Donantes del FOMIN.



VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1) No Existen En Costa Rica Entidades Dedicadas a la Financiación Mediante Capital de Riesgo.

Nuestro país se encuentra rezagado en cuanto a los otros dos países de los que se hace mención en este estudio, Chile y España, no existe una legislación específica para la actividad que brinde un marco definido para que ya sean Fondos de Capital de Riesgo o Sociedades Gestoras de Capital de Riesgo inicien operaciones en nuestro país.

2) Tramites Engorrosos A La Hora De Poner En Marcha Cualquier Iniciativa Privada.

En nuestro país existen una gran cantidad de trámites que vuelven un calvario el iniciar cualquier actividad relacionada con el emprendedurismo, y que afecta el potencial que puede llegar a tener el sector del Capital de Riesgo.

3) No Existe En Costa Rica Una Política Eficaz De Apoyo A Las Iniciativas De Emprendedurismo.

Existe banca de desarrollo, y alguna que otra asesoría especialmente de organizaciones no gubernamentales, pero ninguna política estructurada y orientada a fomentar las nuevas ideas, y cuando se da este apoyo las opciones de financiamiento son muy limitadas

4) Existe Muy Poca Colaboración Entre Entes Gubernamentales Y La Empresa Privada.

Estas instituciones funcionan distantes los unos con los otros, pareciera que no existen los canales suficientes para compartir información. La empresa privada a veces no acuden a las instituciones del estado en busca de asesoría porque no las consideran lo suficientemente veloces a la hora de brindar una respuesta a cualquier inquietud



5) Colaboración muy escasa entre las empresas, el gobierno, las universidades y el INA.

Las relaciones y contacto entre empresas, universidades, el estado y el INA siempre van a ser importantes. Lección de esto nos entregan los países industrializados, donde son los propios empresarios, los que toman la iniciativa y sienten la necesidad de mantener estas relaciones. Destacamos de esta actitud, de que considera al conocimiento como fuente y generadora de capital.

La universidad y el INA debe actuar y ayudar, formando varios papeles. Uno de ellos está relacionado con el conocimiento científico y su difusión, formando profesionales, técnicos, ingenieros, etc. Las instituciones costarricenses, quedaron décadas, desfasadas en el manejo del tema, considerando que en Estados Unidos, Europa y algunos países latinoamericanos, hace veinte años que se estudia el capital de riesgo, existiendo ramos exclusivos al respecto. Poniendo énfasis, en como presentar proyectos a los inversionistas, es decir no solo se habla de su manejo administrativo y financiero, sino que se incentiva y prepara a los jóvenes emprendedores. Punto relevante, si consideramos los continuos reclamos de los ejecutivos, a la mala calidad de los proyectos que reciben.

6) Existen algunas iniciativas en el área de la investigación del capital de Riesgo

En el área de la investigación, afortunadamente vemos señales que indican mayor preocupación, por una función vital en las universidades, aunque es positivo no es suficiente.

Se están comenzando a realizar esfuerzos conjuntos, a nivel académico, empresarial y estatal, en la difusión al tema del capital de riesgo: Seminarios y publicaciones. En cuanto a lo primero, creemos que es muy ilustrativo, académico, y además incentiva a la presentación de más y mejores proyectos.



A. Recomendaciones

Las principales recomendaciones en este terreno inciden en la instauración de prácticas de autorregulación y gobierno, así como en la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos de la actividad del Capital de Riesgo en nuestro país.

Algunas de las posibles recomendaciones en este ámbito podrían resumirse en las siguientes:

- 2) *Implantar prácticas de gobierno contundentes de la gestión del capital de Riesgo.***
- 3) *Desarrollar y difundir el uso de modelos que permitan la comparación de prácticas de gestión en el sector del capital de riesgo.***
- 4) *Explorar el desarrollo de canales y plataformas de colaboración con el gremio empresarial y redes de inversores privados a fin de difundir la aportación del sector de actividad a la economía y el crecimiento.***

Agenda para la Administración

En cuanto a la Administración Pública, se debería, a través de diferentes iniciativas, promover las reformas necesarias para liberar el verdadero potencial del sector del Capital de Riesgo, como impulsor del crecimiento, la competitividad y la innovación.

Es deseable que la Administración Pública actúe como catalizador de un entorno más favorable para el desarrollo del capital de riesgo. En este sentido, es necesario potenciar un mayor diálogo entre la Administración y los diferentes estamentos interesados en el sector de capital riesgo, mediante la creación de plataformas de discusión, con objeto de revisar y contrastar de forma conjunta posibles recomendaciones y/o acciones de carácter regulatorio



o no regulatorio que afectan directa e indirectamente a esta actividad financiera en Costa Rica.

Ocho áreas prioritarias recomendadas para la acción:

1. Facilitar y promover la entrada de proveedores de fondos de Capital de Riesgo.

- ✓ Eliminar las trabas a la inversión en Capital Riesgo.

2. Dinamizar la actividad inversora.

- ✓ Agilizar los trámites para la creación y registro de entidades y sociedades gestoras de capital riesgo.
- ✓ Revisar la legislación en vigor y adecuarlas al contexto de capital de riesgo mundial.

3. Fomentar la actividad inversora de capital riesgo en las fases iniciales de empresas de nueva creación.

- ✓ Explorar vías para apoyar la creación de fondos de capital riesgo enfocados a sectores, etapas de desarrollo o áreas geográficas determinadas.
- ✓ Estimular la actividad de los inversores privados de riesgo, conocidos como *business angels*, en especial en aquellos segmentos de inversión donde su presencia complemente o sustituya la actividad de las entidades y fondos de capital riesgo, es decir en las fases de semilla y arranque. El apoyo público a la creación de redes de *business angels*; la



concesión de ventajas e incentivos fiscales a la inversión privada en empresas jóvenes e innovadoras; el desarrollo de programas de entrenamiento y formación destinados a inversores con escasa o nula experiencia; el establecimiento de mecanismos publico-privados de coinversión con la administración.

4. Promover y facilitar un entorno más propenso a la iniciativa emprendedora y el crecimiento

- ✓ Incorporar e integrar la enseñanza de la iniciativa emprendedora y los elementos clave del lanzamiento y desarrollo de nuevos negocios en el sistema educativo en general, o a través de las correspondientes organizaciones de apoyo al desarrollo empresarial.
- ✓ Reducir las brechas de información entre los agentes que ofrecen y demandan esta fórmula de financiación y facilitar el conocimiento completo de la actividad de capital riesgo:
 - desarrollando programas específicos de entrenamiento en estructuración y presentación de proyectos de negocio a potenciales inversores, dirigidos a emprendedores, empresarios y directivos, comunidad científica, universidades, escuelas de negocios, etc.
 - desarrollando programas específicos de instrucción dirigidos a inversores privados de riesgo o business angels.
- ✓ Promover programas y desarrollar incentivos e instrumentos dirigidos a empresas de tamaño medio o grande a fin de estimular la iniciativa emprendedora en el seno de tales organizaciones y aprovechar el potencial existente de innovación y crecimiento.



5. Colaboración entre las instituciones que se dedican al desarrollo de nuevas tecnologías.

- ✓ Fortalecer la cooperación entre el sistema público de ciencia y tecnología y el sector privado, y ampliar y profesionalizar los canales de transferencia de tecnología, mediante la racionalización de los instrumentos existentes y el diseño de nuevos instrumentos en este campo.

6. Fomentar la profesionalización de los Administradores de PYMES

- ✓ Promover mediante el INA u otra institución la profesionalización y dinamización de los Administradores de PYMES con el fin de potenciar el desarrollo y crecimiento a largo plazo de este tipo de empresas.

7. Difundir y reconocer el papel del capital riesgo en la comunidad

- ✓ Reconocer la aportación del sector de capital riesgo para el estímulo de la iniciativa emprendedora y del crecimiento, y apoyar la implantación de premios o galardones específicos a las mejores entidades/gestores del sector.

8. Promover la implantación en el sector de prácticas de autorregulación y gobierno, y la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos y transparencia de la actividad en aspectos tales como:

- ✓ Prácticas de gobierno/gestión contrastables; códigos de conducta; uso de modelos de comparación de prácticas de gestión, etc.



VII. BIBLIOGRAFIA

Rivas, Gonzalo. Master en economía por la Universidad Católica Lovaina. El capital de Riesgo y sus posibilidades de desarrollo en Chile, Antecedentes y propuestas, colección de Ideas año 5, N. 55 julio 2005.

Fundación de estudios financieros, “El Ciclo del capital de riesgo en Europa”: Sugestión y Aportación de valor. Marzo del 2005

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, (EVCA)

Marti Pellón, José. Madrid, El Informe de capital de riesgo en España, ASCRI, 2005.

Chartier, Sebastián Consejero Delegado Balance Capital de riesgo, Capital & Corporate año 2002.

Ciclo de Capital de Riesgo en Europa: sugestión y aportación de valor. Fundacion de Estudios Financieros en Marzo del 2005

Microsoft Encarta 2004

Balboa, Marina La rentabilidad de las Inversiones de Capital de riesgo. 2004.

Informe de

PAGINAS CONSULTADAS

- ✓ <http://www.webcapitalriesgo.com/>
- ✓ <http://www.spri.es/aSW/web/cas/ambitos/promo/socapoinf/capitalr/>
- ✓ <http://www.inovacapital.com/>
- ✓ <http://www.inovacapital.com/quienes.htm>
- ✓ <http://www.wanadoo.es/>
- ✓ <http://www.capitalderisco.gov.br/fm/>
- ✓ http://www.cnmv.es/consultas/capital_riesgo.htm
- ✓ http://www.cnmv.es/consultas/capital_riesgo/capital.htm
- ✓ http://www.capitalderisco.gov.br/VCN_ESP/



- ✓ <http://www.sena.edu.co/downloads/Emprendimiento/files/>
- ✓ <http://www.sba.gov/espanol/Financiamiento/quetipo.html>
- ✓ http://noticias.juridicas.com/areas_virtual/Articulos/
- ✓ <http://www.gestiopolis.com/canales/emprendedora/articulos/no%202/bp.htm>
- ✓ http://www.emprendedores.cl/desarrollo/mantenedores/art_indice.asp?art_id=46
- ✓ <http://www.bancomext.com/Bancomext/portal/portal.jsp?parent=3>
- ✓ http://www.conexionejecutiva.com/ls_offices.cfm/lang/0/id_cat/2/id_s_ubcat/141
- ✓ <http://www.soyentrepreneur.com/imprimir.hts>
- ✓ <http://quinto.informe.presidencia.gob.mx/docs/escrito/doc/>
- ✓ <http://www.economia.gob.mx/?P=2030>
- ✓ http://www.sba.gov/espanol/Asesoría_y_Capacitación/centro_de_desarrollo_empresarial.html
- ✓ <http://www.colmex.mx/infoacademica/>
- ✓ http://www.micit.go.cr/quienes_somos/plan_c_t_cyt.htm
- ✓ http://www.tecnociencia.es/especiales/capital_riesgo/inversores.htm
- ✓ http://www.tecnociencia.es/especiales/capital_riesgo/caracteristicas.htm
- ✓ <http://www.incae.ac.cr/seminarios/index.php>
- ✓ http://rct.conicit.go.cr/productos/bo_junio_2004/page1.html
- ✓ http://www.oit.or.cr/mdtsanjo/actemp/ilgo2002/generacion_de_las_riquezas.pdf
- ✓ <http://www.ecouncil.ac.cr/rio5/forum/espanol/day6.htm>
- ✓ <http://costarica.capitalfinanciero.com/edactual/>



- ✓ <http://www.bancobcr.com>
- ✓ <http://www.bancopopular.com>
- ✓ <http://www.parquetec.org>
- ✓ <http://www.nvca.org>,
- ✓ <http://www.ssrn.com>



VIII. ANEXOS

FORMULARIOS PARA PRESENTAR UN PROYECTO EN PARQUE TEC

Estimado Emprendedor

Parque Tec te agradece tu interés por forjar tu nueva empresa dentro de nuestra incubadora.

A continuación te presentamos un sencillo cuestionario que te solicitamos llenar con todos tus datos para poder conocer acerca de tu idea.

Recomendamos sea llenado con calma, pensando y esquematizando muy bien la idea y el concepto, lo que nos permitirá conocer al fondo el emprendimiento.

Una vez lleno debe ser enviado a la dirección incubadora@parquetec.org donde la recibiremos y nos estaremos comunicando para concertar una cita con nuestro comité de expertos.

Quedamos a la espera de la respuesta, te esperamos en Parque Tec.



Formulario para el Ingreso a la Incubadora

1. Cuál es el Producto Final, Incluir un Diagrama esquemático de flujos.
2. Identificar Futuros Productos Potenciales.
3. Identificar clientes Potenciales.
4. Presentar algún dato que muestre la necesidad del mercado en el producto propuesto.
5. Cuál es el problema que se está tratando de solucionar.
6. Cómo cree usted que el problema se está solucionando en la actualidad.
7. Cuál es su solución al problema, indique algún algoritmo o diagrama.
8. Cuáles son las ventajas de su solución sugerida.
9. Cuál es el status actual del desarrollo de su solución (Prototipo/desarrollo avanzado).
10. Cuál es el status de los derechos de autor y registro de marcas de su idea.
11. Detalle un cronograma del proyecto y como se evaluarán los avances.
12. Cuántos empleados tendrá el proyecto en su comienzo.
13. Adjuntar un Curriculum del empresario e indicar cuál va a ser el rol en su compañía.
14. Cuál va a ser el presupuesto para alcanzar el prototipo de producto.
15. Cuáles son las razones que lo llevaron a pensar en este proyecto.
16. Hay algún tipo de Plan de negocios que haya sido planteado.
17. Ve usted financiamiento o fondos de alguna otra fuente.
18. Este Proyecto ha sido propuesto en alguna otra Incubadora o Institución. Detalle en cuál y si fue rechazado el porqué.