



**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS - ESPE**

**CARRERA DE INGENIERÍA COMERCIAL**

**TESIS DE GRADO INGENIERÍA COMERCIAL**

**TEMA: “LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO COMO  
ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA  
CAPITALIZACIÓN DE LAS PYMES EN EL ECUADOR”**

**AUTOR: JOSÉ RODRIGO NÚÑEZ GAVILÁNEZ**

**DIRECTOR: ECO. LUIS GUSTAVO MONCAYO BONNE**

**CODIRECTOR: ECO. JUAN CARLOS ERAZO**

**SANGOLQUÍ, ENERO DE 2015**

**CERTIFICACIÓN DE TUTORÍA**  
**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE**  
**CARRERA DE INGENIERÍA COMERCIAL**

**CERTIFICADO**

ECO. LUIS GUSTAVO MONCAYO BONNE  
DIRECTOR

ECO. JUAN CARLOS ERAZO  
CODIRECTOR

**CERTIFICAN:**

Que el proyecto de grado titulado “LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA CAPITALIZACIÓN DE LAS PYMES EN EL ECUADOR”, realizado por el señor Núñez Gavilanez José Rodrigo, ha sido guiado y revisado periódicamente, y cumple con las normas estatutarias establecidas por la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE.

El mencionado trabajo consta con un empastado y un disco compacto que contiene los archivos en formato portátil Acrobat (pdf).

Autorizamos al señor Núñez Gavilanez José Rodrigo que entregue el trabajo a la biblioteca de la institución.

Sangolquí, enero de 2015.

-----  
ECO. LUIS GUSTAVO MONCAYO  
DIRECTOR

-----  
ECO. JUAN CARLOS ERAZO  
CODIRECTOR

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE****CARRERA DE INGENIERÍA COMERCIAL****DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD****Núñez Gavilanez José Rodrigo****DECLARO QUE:**

El proyecto de grado denominado “LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA CAPITALIZACIÓN DE LAS PYMES EN EL ECUADOR”, ha sido desarrollado respetando los derechos intelectuales de terceros, conforme las citas que se referencian, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Consecuentemente este trabajo es de mi autoría. Las ideas, comentarios, conclusiones, recomendaciones y criterios expuestos en el presente proyecto de grado, son de absoluta responsabilidad del autor.

Sangolquí, enero de 2015.

-----  
Núñez Gavilanez José Rodrigo

**AUTORIZACIÓN DE PUBLICACIÓN****UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE****CARRERA DE INGENIERÍA COMERCIAL****AUTORIZACIÓN**

Yo, Núñez Gavilanez José Rodrigo

Autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE la publicación, en la biblioteca virtual de la Institución el proyecto titulado “LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA CAPITALIZACIÓN DE LAS PYMES EN EL ECUADOR”, cuyo contenido y criterios son de exclusiva responsabilidad y autoría.

Sangolquí, enero de 2015.

-----

Núñez Gavilanez José Rodrigo

## AGRADECIMIENTO

*Al supremo creador, Dios del universo, que me ha dado la oportunidad de ver la luz del mundo y poner mi vida a su servicio.*

*Sea esta, la ocasión propicia para dejar constancia de mi reconocimiento imperecedero y gratitud sincera a todas las personas que han contribuido para cumplir con mi objetivo propuesto.*

*De manera especial, a mi querida Esposa que ha compartido los momentos difíciles, las penas y alegrías, en comunión de ideales, para continuar por el sendero de superación hasta alcanzar el éxito.*

*A mis hijos amados, que con su amor y comprensión constituyen el motivo y la razón para continuar forjando nuestro destino, con fe, optimismo y esperanza.*

*A mis distinguidos Maestros, Profesores y Tutores, quienes han sido la guía permanente, con su ejemplo de superación y sus sabias enseñanzas han cultivado mi pensamiento y han fortalecido mi alma.*

## DEDICATORIA

*Dedico este trabajo con todo cariño a mis queridos padres que desde el cielo me dan sus santas bendiciones.*

*A mi Esposa abnegada, que ha sido mi fiel compañera en la lucha permanente para el mejoramiento continuo como ser humano.*

*A mis queridos hijos que con su amor y comprensión constituyen la fortaleza moral para seguir labrando un futuro mejor para nuestra familia.*

## ÍNDICE GENERAL Y DE CONTENIDOS

CAPÍTULO I: ASPECTOS INTRODUCTORIOS	
1. CARACTERÍSTICAS DEL CAPITAL DE RIESGO	1
1.1 Introducción	1
1.2 Controversia sobre el concepto de Capital de Riesgo	3
1.3 Características Generales del Capital de Riesgo	4
1.3.1 Participación accionaria en una empresa privada	4
1.3.2 Carácter temporal de la inversión	5
1.3.3 Rentabilidad exigida por encima de la que se puede obtener en los mercados de valores.	6
1.3.4 Rentabilidad mediante plusvalías	8
1.3.5 Empresa participada innovadora y en fase de crecimiento	10
1.4 El BID como ejemplo institucional de participación de capital de riesgo	11
CAPITULO II: EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO	
2. EL CAPITAL DE RIESGO EN EL MUNDO	13
2.1 El capital de riesgo en los Estados Unidos	13
2.1.1. Evolución histórica	13
2.1.2. Orígenes	14
2.1.3. Desarrollo	15
2.2. El capital de riesgo en Francia	19
2.2.1. Antecedentes	19
2.2.2. Características Generales del Capital-Riesgo	20
2.2.2.1. Una participación en el capital social	20
2.2.2.2. El aporte de un valor añadido al capital invertido por una participación activa	21

2.2.2.3. La orientación a largo plazo	22
2.2.3. El capital de riesgo en España	22
2.3.1. Breve descripción histórica	23

### CAPITULO III: DESARROLLO LOCAL DEL CAPITAL RIESGO

3. EL CAPITAL DE RIESGO EN ECUADOR	24
3.1 Tipo de sociedades de inversión y su relación con el Capital Riesgo	24
3.2 Evolución histórica del Capital riesgo en Ecuador	27
3.3 Retos de la industria de capital de riesgo en Ecuador	29

### CAPITULO IV: CONSTITUCIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL-RIESGO

4. DEFINICIÓN DE UN FONDO CAPITAL RIESGO	33
4.1 Puesta en marcha de un patrimonio para invertir en el capital de empresas PYME	36
4.2. Exigencias de los inversores	37
4.3. Mecanismos para atraer a los inversores	38
4.4. Competidores inversores de Fondos Capital de Riesgo existentes en el mercado	39
4.5. Ámbito geográfico de actuación que persigue el fondo Capital-Riesgo	40
4.6. Universo y tamaño de las empresas objetivo	41
4.7. Nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas	42
4.8. Estimación de la predisposición de los empresarios a dar entrada en su capital a nuevos socios.	44
4.9. Coyuntura económica entre el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico.	44
4.10. Posibles inversores a los que se podrían contactar.	45



4.11. Instrumento de inversión utilizados.	48
4.12. Nivel de credibilidad a alcanzar frente a los inversores.	49
CAPITULO V: DOCUMENTOS COMERCIALES	50
5. EL MEMORANDO COMERCIAL	
5.1. Fases de Nivel de desarrollo de las empresas a invertir que emprenderán en el Fondo.	50
5.2. Tipo de empresas a invertir.	53
5.3. Fuentes utilizadas para la identificación de proyectos	54
5.4. Modelo de gestión a ser implementadas	55
5.5. Estructura del memorando Comercial	61
5.5.1. Características principales del Fondo	62
5.5.2. Equipo y logística necesarios para la gestión del Fondo	64
5.5.3. Descripción y compromiso de los socios estratégicos	65
5.5.4. Plan de Negocio del Fondo	67
5.5.5. Elementos de riesgo	69
5.5.6. Rendimientos esperados de la inversión	71
5.6. Ejemplo aplicativo de memorando comercial	77
CAPÍTULO VI: EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS	
6. FASES DE LA ETAPA OPERATIVA	89
6.1. El Contacto Inicial	89
6.2. Solicitud de información a los promotores y análisis	91
6.3. La Entrevista Personal	92
6.4. Análisis Interno	93
6.5. Evaluación Técnica del Proyecto y análisis complementario	93
6.6. Negociación y Valoración	94
6.6.1. Principales Metodologías de Valoración	94
6.6.1.1. Las proyecciones financieras	95
6.6.1.2. Valor y precio	95

6.6.1.3. Subjetividad en la valoración	96
6.6.2. Conceptos básicos de la teoría financiera y del riesgo	97
6.6.2.1. Valor Actual Neto	97
6.6.2.2. Tasa Interna de Rentabilidad	100
6.6.3. Principales métodos de valoración de empresas	100
6.6.3.1. Métodos basados en el balance (simples estáticos)	101
6.6.3.1.1. Métodos de valor contable	101
6.6.3.1.2. Método del Activo neto Real o valor contable ajustado	102
6.6.3.1.3. Método del valor Sustancial	102
6.6.3.1.4. Método del Valor de Liquidación	102
6.6.3.2. Método de Descuento de Flujos o Simples Dinámicos	103
6.6.3.2.1. Flujo de Fondos	103
6.6.3.2.2. Tasa de actualización	104
6.6.3.2.3. Horizonte temporal de la valoración	104
6.6.3.2.4. Valor residual	104
6.6.3.2.5. Descuento de flujos de caja libres (Free Cash Flow)	104
6.7. Carta de intenciones y comité de Inversiones	109
CAPÍTULO VII: MATERIALIZACIÓN DE LAS INVERSIONES	
7. DUE DILLIGENCE	110
7.1. Definiciones	110
7.2. Tipos de Due Diligence	111
7.2.1. Due Dilligence Financiero-Fiscal	111
7.2.2. Due Dilligence Operativo	112
7.2.3. Due Dilligence Transaccional	112
7.2.4. Due Dilligence Legal	113
7.3 Antecedentes del Due Dilligence	114
7.3.1 Breve Historia del Due Dilligence	114
7.3.2 En Due Dilligence en la actualidad	115

7.4 Factores que contribuyen al éxito en el desarrollo de un Due Dilligence	116
7.4.1. Entendimiento del negocio	116
7.4.2. Planeación y dirección	118
7.5. Due Dilligence y la inversión y supervisión de las sociedades participadas	121
7.6. Procedimiento para el desarrollo de un Due Dilligence	122
7.6.1. Responsabilidades respecto a los resultados del Due Dilligence	123
CAPÍTULO VIII: EJERCICIO APLICACIÓN DEL MÉTODO	
8. APLICACIÓN DEL MÉTODO	124
8.1. CASO ESPEOLIC (Hipotético)	124
8.1.1. Forma que entra el Fondo en el capital de la compañía	126
8.2. Actividad y Estructura del Grupo	127
8.3. Accionariado	128
8.4. Modelo de Gestión	128
8.5. DAFO	129
8.6. Estados Financieros	130
8.7. Método de Valoración	133
8.8. Previsiones de la Empresa en el Futuro	134
8.9. Conclusiones	135
CAPÍTULO IX: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	
9. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	136
9.1 CONCLUSIONES	136
9.2 RECOMENDACIONES	140
9.3 BIBLIOGRAFIA	142

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. Gráfico No. 1 Variación de flujo de dinero desde 1990	15
2. Gráfico No. 2 Fondos en billones de dólares	16
3. Grafico No. 3 Concentración del Venture Capital	18
4. Gráfico No. 4: Estructuración y constitución de un fondo	36
5. Gráfico No. 5: Fuentes de información	41
6. Gráfico No. 6: Estructura de gobierno típica de un fondo de capital riesgo	60
7. Gráfico No. 7 Temas estratégicos	75
8. Grafico No. 8: Hipótesis de inversión	89

## ÍNDICE DE CUADROS

1. Cuadro No. 1: Principales Métodos de Valoración	100
2. Cuadro No. 2: Ratios de la situación económica-financiera	131
3. Cuadro No. 3: Capacidad de crecimiento de la empresa	133
4. Cuadro No. 4: Plan Estratégico por periodos	135

## RESUMEN

La presente investigación hace referencia a una de las alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas que se encuentren en su fase de crecimiento y expansión, y que no tengan la posibilidad de acceder a los créditos en el sistema financiero. Esta forma de financiación permite vencer una de las principales barreras que encuentran los emprendedores cuando inician su actividad: la financiación de su empresa hasta alcanzar el equilibrio económico-financiero. Esta forma de financiación está orientada principalmente a empresas de nueva creación, o empresas de tamaño pequeño o mediano (PYMES), que necesitan fondos para hacer frente a una fase de arranque o de crecimiento. En algunos casos, el capital riesgo se utiliza también en operaciones de reestructuración financiera o de cambio en la estructura del accionariado. El capital riesgo es para los inversores un activo alternativo que ofrece una mayor expectativa de rentabilidad a cambio de un mayor riesgo. En esta inversión se pueden distinguir tres elementos interrelacionados:

- Los aportantes de los fondos: son las personas, físicas o jurídicas, que aportan capital.
- La entidad de capital riesgo: es la sociedad que gestiona el capital de los inversores y lleva a cabo las inversiones.
- La empresa participada: es la entidad receptora de los fondos de capital riesgo. El capital pasa a formar parte de los fondos propios y al menos un profesional de la entidad de capital riesgo se integra en el Consejo de Administración de la empresa.

**PALABRAS CLAVE: FONDOS DE INVERSION; CAPITAL RIESGO; VENTURE CAPITAL; SOCIEDAD GESTORA, PYMES.**

## ABSTRAC

This research refers to one of the financing alternatives for small and medium-sized enterprises which are in the phase of growth and expansion, and do not have access to credit in the financial system. This form of financing allows to overcome one of the main barriers faced by entrepreneurs when they started their activity: the financing of your company to achieve the economic-financial balance. This form of financing is mainly aimed at start-ups, or small or medium-sized (SMEs) enterprises, who need funds to deal with a start-up or growth phase. In some cases, venture capital is also used in operations of financial restructuring or change in the shareholding structure. Venture capital is an alternative asset that offers a greater expectation of profitability in Exchange for an increased risk for investors. In this investment, we can distinguish three interrelated elements:

- The contributors of funds: are persons, natural or legal, who contribute capital.
- Venture capital entity: is the company that manages the capital of investors and carry out investments.
- The investee: is the recipient of venture capital funds. Capital becomes part of the own funds and at least one professional venture capital entity joins the Board of Directors of the company.

**KEY WORDS: INVERSION FUNDS; RISK CAPITAL; VENTURE CAPITAL; MANAGEMENT COMPANY, SMES.**

## **CAPITULO I: ASPECTOS INTRODUCTORIOS**

### **1. CARACTERÍSTICAS DEL CAPITAL DE RIESGO**

#### **1.1 Introducción**

La puesta en marcha, desarrollo y conclusión de un Fondo de Capital de Riesgo guarda una relación directa con el entorno inmediato en el que se establece y las singularidades económicas y sociológicas derivadas de dicho entorno. Ello, no obstante, la gestión económica y profesional de un Fondo, más allá de su ámbito de actuación y de las peculiaridades que le son propias, debe afrontar una serie de procesos y criterios de gestión que le son comunes y cuyo cumplimiento debe permitir:

- a. Minimizar los periodos de puesta en marcha y optimizar en consecuencia, los recursos disponibles, y.
- b. Actuar desde el punto de vista metodológico y de gestión, a partir de una serie de criterios de contrastada validez que sin duda ayudarán pero en modo alguno sustituirán, al buen criterio del promotor de un Fondo.

Bajo esta premisa, el nombre de operaciones de capital riesgo se engloban aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías mediante un proceso de negociación privado (es decir, al margen de los mercados bursátiles). En general, estas operaciones se realizan a través de fondos o sociedades no cotizadas que son gestionadas por instituciones especializadas. Estas, además, deciden qué empresas deben recibir los recursos y participan de forma directa o indirecta en su gestión.

Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal, ya que, pasado un cierto período, se realizan ventas de las acciones compradas. No obstante, el plazo medio de mantenimiento de las inversiones suele ser habitualmente bastante dilatado.

Tradicionalmente, el capital riesgo se ha centrado en la financiación de empresas en fase de lanzamiento o expansión, que cuentan con escasos fondos internos y que se caracterizan por un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de su negocio, lo que les dificulta el acceso a fuentes alternativas de recursos.

No obstante, recientemente se ha observado un incremento significativo de operaciones dirigidas a compañías maduras, transacciones que están generalmente asociadas a procesos de reestructuración y que en algunas ocasiones implican la exclusión del mercado bursátil de la empresa adquirida. Esta modalidad de inversión se ha utilizado también en sociedades familiares en las que han surgido divergencias entre los accionistas sobre el mejor modo de gestionarlas.

Más allá de la definición legal, el capital riesgo otras veces llamado capital inversión, capital desarrollo, venture capital, private equity, se convierte en una técnica, modalidad o forma de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional; quien realiza inversiones en compañías con un alto potencial de crecimiento; instrumentadas a través de la compra de participaciones accionarias (en su mayoría minoritarias y que no cotizan en mercados organizados) con la expectativa de obtener dentro de un horizonte a corto/mediano plazo, plusvalías de su inversión. El inversor profesional entiende y conoce el alto riesgo al que somete su inversión que puede llevarlo a la pérdida total del capital invertido.



## 1.2 Controversia sobre el concepto de Capital de Riesgo

El capital riesgo es, por una parte, una forma de financiación empresarial alternativa al crédito bancario. Es la solución a una de las principales barreras que encuentran los emprendedores cuando inician su actividad: la financiación de su empresa hasta alcanzar el equilibrio económico-financiero. Esta forma de financiación se dirige principalmente a empresas de nueva creación, o empresas de tamaño pequeño o mediano (PYMES), que necesitan fondos para hacer frente a una fase de arranque o de crecimiento. En algunos casos, el capital riesgo se utiliza también en operaciones de reestructuración financiera o de cambio en la estructura del accionariado.

Por otra parte, el capital riesgo es para los inversores un activo alternativo que ofrece una mayor expectativa de rentabilidad a cambio de un mayor riesgo. Para Gorman y Sahlman (1989) el papel desempeñado por el capital riesgo en la creación y desarrollo de compañías como Apple Computer, Lotus Development y Federal Express, entre otras, llama la atención de académicos, inversores y políticos. En una inversión de capital riesgo se pueden distinguir tres elementos interrelacionados:

- Los aportantes de los fondos: son las personas, físicas o jurídicas, que aportan capital a la entidad de capital riesgo para que esta pueda llevar a cabo su función. El capital suele ser gestionado por la entidad de capital riesgo durante un periodo de entre cinco y diez años.
- La entidad de capital riesgo: es la sociedad que gestiona el capital de los inversores y lleva a cabo las inversiones. Puede presentar diferentes estructuras societarias, que en el caso ecuatoriano, se concretan en una: la Corporación Financiera Nacional (CFN). En ocasiones, se denomina

“inversor de capital riesgo” (venture capitalist, según la terminología anglosajona), “inversor” o “fondo de capital riesgo”.

- La empresa participada: es la entidad receptora de los fondos de capital riesgo. El capital pasa a formar parte de los fondos propios y al menos un profesional de la entidad de capital riesgo se integra en el Consejo de Administración de la empresa. A veces se denomina “inversión” o “empresa en cartera”.

Desde el punto de vista del inversor, las características principales del capital riesgo son:

- a. Participación accionarial en una empresa privada;
- b. Carácter temporal de la inversión;
- c. Rentabilidad exigida por encima de la que se puede obtener en los mercados de valores;
- d. Rentabilidad mediante plusvalías;
- e. Carácter innovador o novedoso de la empresa participada, que suele hallarse en fase de crecimiento.

### **1.3 Características Generales del Capital de Riesgo**

#### ***1.3.1 Participación accionarial en una empresa privada***

La toma de una participación accionarial en una empresa privada hace referencia a la inversión en una empresa cuyas acciones no cotizan en los mercados de valores. Es decir, todo el capital se encuentra en manos de un conjunto de accionistas claramente identificados. En la terminología anglosajona, este tipo de inversiones se define como private equity o, fondos propios en empresas no cotizadas.

Algunas de las empresas que reciben fondos de capital riesgo se convierten en el futuro en empresas públicas mediante una oferta pública de venta (OPV) en los mercados de valores. Esta circunstancia se da con mayor frecuencia en Estados Unidos, frente a lo que sucede en los mercados europeos o asiáticos, debido, principalmente a la preponderancia de la financiación bancaria en países como Alemania o Japón. Otra razón que explica el mayor éxito de la salida a bolsa de estas empresas es la existencia de un mercado como el Nasdaq con suficiente trayectoria y liquidez como para dar cabida a muchas de las estrellas del capital riesgo.

### ***1.3.2 Carácter temporal de la inversión***

La permanencia del inversor de capital riesgo en el capital de la empresa es temporal. En ciertos casos, su participación se puede prolongar en el tiempo por motivos no deseados por el inversor, como una mala situación económica o de los mercados, que influye negativamente en la valoración de la participada.

Los inversores de capital riesgo suelen mantener su participación durante un periodo de entre cuatro y seis años (Manigart, et al., 2002). Al parecer, la duración de la inversión se ha reducido en la última década, ya que, según un estudio llevado a cabo por Robinson en 1987, esta se estimaba entonces entre cinco y seis años y, de acuerdo con las respuestas de los encuestados, no se esperaba que fuese a reducirse.

Probablemente, este hecho se debe a que, en el caso de operaciones de apalancadas buy-outs, la empresa se mantiene en cartera durante un tiempo bastante inferior, alrededor de cuatro años.

Los inversores de capital riesgo no siempre venden las acciones de las empresas en cartera. En algunos casos, especialmente cuando la empresa ha salido a bolsa, las acciones de la participada se entregan a los aportantes de fondos para que estos puedan hacer líquidas las acciones cuando lo crean más oportuno. A efectos del capital riesgo, en el momento en que las acciones pasan de la entidad de capital riesgo a los aportantes de fondos se considera que la empresa ha sido desinvertida. Es importante tener en cuenta que los inversores obtienen su rentabilidad a través de la revalorización de la participación en capital; por lo tanto, es preciso encontrar el equilibrio entre vender lo antes posible, con una rentabilidad aceptable, y esperar un tiempo para conseguir una valoración superior.

### ***1.3.3 Rentabilidad exigida por encima de la que se puede obtener en los mercados de valores***

Los inversores de capital riesgo esperan obtener una rentabilidad superior al mercado que les compense el mayor riesgo asumido. Las empresas participadas por los fondos de capital riesgo son normalmente innovadoras, ya sea por abrir nuevos mercados, ya por lanzar nuevos productos o servicios, y suelen hallarse en una fase de importante crecimiento o de expansión. Esto hace que exista una fuerte variabilidad en los resultados que estas empresas pueden obtener en el futuro, tanto positiva como negativamente (Roure y Keeley, 1990).

Respecto a la valoración, para aquellas empresas en cuyas expectativas futuras no se prevén fuertes cambios, el coste del capital de los fondos propios se calcula teniendo en cuenta el coeficiente beta de la empresa. Este coeficiente nos indica el riesgo sistemático o de mercado de la empresa. Es decir, el riesgo que los inversores no pueden eliminar mediante la

diversificación. Para calcular el coeficiente beta es necesario disponer de información sobre la cotización de las acciones de la empresa o de varias empresas similares (comparables) durante varios periodos para así poder obtener la regresión entre la rentabilidad del mercado y la de la empresa. Sin embargo, en el caso del capital riesgo, al tratarse de empresas novedosas y de alto crecimiento esperado, es difícil encontrar empresas comparables que realmente lo sean, por lo que intentar estimar el coeficiente beta se convierte en una tarea casi imposible.

Para resolver este problema cada entidad de capital riesgo decide cuál es la rentabilidad que exigirá en función de las características de una determinada inversión, es decir, cuál es su coste de capital. La rentabilidad exigida depende, entre otros factores, de la fase en que se encuentra la empresa, del sector de actividad y de las posibles salidas para recuperar la inversión. Es decir, cuanto mayor es el riesgo percibido mayor es la rentabilidad exigida.

El tipo de aportantes de los recursos del fondo también determina, de alguna manera, el nivel mínimo exigido para llevar a cabo una determinada inversión. En general, los inversores de capital riesgo que entran en las empresas que se hallan en unas fases de desarrollo más tempranas (fases de semilla o arranque) exigen una rentabilidad superior. Según un estudio realizado por Manigart et al. (2002), los inversores en fases tempranas exigen entre un 36% y un 55% de rentabilidad anual acumulada. En cambio, en el caso de los inversores que toman participaciones en compañías que se encuentra en fases más maduras, con algunos años de historia y cuyo crecimiento anual esperado para los próximos años es menor (por lo tanto, existe una menor variabilidad en sus resultados), la rentabilidad exigida se sitúa entre el 26% y el 35%, si bien en determinadas ocasiones, especialmente en épocas con tipos de interés bajos, la rentabilidad exigida se puede reducir hasta alrededor del 15%.

### **1.3.4 Rentabilidad mediante plusvalías**

Los inversores de capital riesgo realizan sus ganancias en el momento de la salida de la participada. Dadas las características de las empresas en las que invierten, es raro que reciban dividendos, ya que aquellas, al encontrarse generalmente en fase de crecimiento, necesitan reinvertir todos los flujos de caja que generan.

Debido al alto nivel de riesgo, muchas empresas participadas quiebran en el primer año o en los primeros años de vida. En algunos casos esta quiebra va unida al hecho de no haber alcanzado con los hitos esperados y, por lo tanto, no obtener la financiación adicional. Para Sahlman (1990), la financiación por etapas podría ser la mejor herramienta de que disponen los inversores de capital riesgo para controlar a sus participadas. Según Gompers (1995), quien analiza una muestra aleatoria de 794 empresas que habían recibido capital riesgo, cuando los inversores reciben malas noticias, que afectan significativamente a la futura rentabilidad de la empresa, deciden no seguir adelante con las rondas de financiación adicionales. Sin estas rondas de financiación adicionales, el futuro de la empresa queda seriamente comprometido, lo que implica para muchas de ellas su desaparición.

Los inversores clasifican las empresas que siguen adelante en dos tipos: las home-run (en referencia al juego del béisbol) y los muertos vivientes (living deaths o walking deaths).

Se denominan muertos vivientes a aquellas empresas que se van retrasando en el cumplimiento de los hitos previstos en el Plan de Negocio, pero cuyo retraso, en principio, no es tan significativo como para que el inversor esté convencido de que la compañía no funcionará y, por tanto, decida matar el

proyecto: se tiene la esperanza de que en el trimestre próximo se conseguirán los resultados esperados. En muchos casos, estas empresas consiguen alcanzar el umbral de rentabilidad; en consecuencia, al no necesitar recursos financieros adicionales no se puede forzar su liquidación. En última instancia, los inversores de capital riesgo acaban teniendo una participación en una PYME que funciona, pero que no tiene el atractivo suficiente como para poder venderla y obtener una rentabilidad aceptable. En tales circunstancias, los inversores deciden permanecer en el accionariado a la espera de que se produzca algún cambio en la empresa, o en el mercado, que les permita vender de forma rentable sus acciones.

En el otro extremo se sitúan las empresas home-run. La experiencia de los fondos en Estados Unidos (Sahlman, 1990; Gompers, 1995) es que alrededor de una de cada diez participadas se convierte en un home-run que compensa con creces las pérdidas derivadas de las empresas que se liquidan y de la baja rentabilidad de los muertos vivientes.

### ***1.3.5 Empresa participada innovadora y en fase de crecimiento***

Las principales características del capital riesgo en sus inicios eran que las empresas que obtenían financiación tenían un fuerte componente tecnológico y un alto potencial de crecimiento. Las primeras inversiones las llevaron a cabo las grandes fortunas americanas, como los Rockefeller, los Vanderbilt y los Whitney, que, actuando en cierta forma como mecenas de la innovación apoyaron a pequeñas compañías tecnológicas que en aquellos momentos estaban dando sus primeros pasos. Algunas de aquellas empresas son hoy ampliamente conocidas, como la compañía de telecomunicaciones AT&T o el fabricante de aviones McDonnell Douglas.

La primera empresa de capital riesgo propiamente dicha (venture capital firm) fue American Research and Development Corporation (ARD), fundada en 1946 por el presidente del MIT, por un profesor de la universidad de Harvard y varios líderes del área de Boston; su objetivo era financiar empresas de tecnología relacionadas con el área de la defensa. El binomio capital riesgo y tecnología se ha mantenido desde entonces en Estados Unidos. En un estudio desarrollado por DRI-WEFA, para la NVCA (National Venture Capital Association) (2002), basado en el análisis de 16.278 compañías que recibieron fondos de capital riesgo entre 1970 y 2000, se pone de manifiesto que el sector de la tecnología recibió el 60% de los fondos invertidos en 1980, el 67% en 1990 y el 92% en 2000. Por otra parte, en relación a la etapa en la que se encontraba la empresa, y, por tanto, en relación con su potencial de crecimiento, las primeras fases y las etapas de expansión recibieron el 69% de las inversiones en 1980, el 75% en 1990 y el 78% en 2000.

En Europa, la situación cambia sustancialmente, ya que la tecnología no constituye el principal sector de inversión. En el mercado europeo, el capital riesgo se dirige, sobre todo a sectores tradicionales, como los bienes de consumo y la industria, si bien en los últimos años se invirtió un alto porcentaje en comunicaciones y en tecnologías de la información (TI). Así, por ejemplo, en el periodo 1997-2001, del total invertido en Europa, un 17,7% se destinó a bienes de consumo, un 11,9% a comunicaciones, un 11,4% a TI y un 10,4% a productos industriales. Respecto a la fase de inversión también se observan diferencias significativas, con solo el 50% de los recursos invertidos en el año 2001 dirigidos a primeras fases y expansión.



#### **1.4 El BID como ejemplo institucional de participación de capital de riesgo**

El Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) ha generado un fondo especial administrado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), se creó en 1993 para fomentar la función cada vez más importante del sector privado en Latinoamérica y el Caribe.

En asociación con gobiernos, organizaciones empresariales y organizaciones no gubernamentales, el FOMIN proporciona subvenciones de asistencia técnica para contribuir a las reformas del mercado, proporciona las aptitudes y conocimientos especiales para la mano de obra y amplía la participación financiera de la micro, pequeña y mediana empresa. El BID-FOMIN también actúa como catalizador para atraer capital a los sectores de la pequeña empresa y la micro financiación invirtiendo con fondos especiales de capital en el desarrollo de la comunidad, el capital de riesgo, la tecnología y las asociaciones empresariales, así como fondos que promuevan nuevos enfoques con respecto al medio ambiente.

El BID-FOMIN pretende mostrar enfoques innovadores que mejorarán el funcionamiento de los mercados, prestando especial atención a las cuestiones que afecten a la pequeña y la microempresa y que no hayan sido abordadas por reformas anteriores. Contribuyendo a la formación de la infraestructura intelectual necesaria para el crecimiento a largo plazo del sector privado, los proyectos del BID-FOMIN se centran en acciones sostenibles que aceleren y consoliden las reformas. El BID-FOMIN proporciona ayuda mediante cuatro programas:

- Entorno favorable para el desarrollo del sector privado: para contribuir al desarrollo y la modernización del marco legal, financiero y regulador necesario para un sector privado competitivo.
- Recursos humanos: para desarrollar la base de recursos humanos necesaria para conseguir un aumento en los flujos de inversión y un sector privado desarrollado.
- Desarrollo de la pequeña empresa: para promover y ampliar la participación de la pequeña empresa en la economía regional.
- Fondo de inversión de la pequeña empresa: para realizar préstamos, inversiones de capital o cuasi capital en pequeñas empresas, principalmente mediante fondos de inversión de capital creados con este propósito con otros coinversionistas.

Las propuestas de proyectos pueden proceder de cualquier país miembro del FOMIN y éstos pueden ser ejecutados directamente por los beneficiarios o por una agencia de cualquier país elegible para la financiación del FOMIN. La Oficina del FOMIN, junto con personal técnico del Banco, lleva a cabo análisis, diseños y tramitaciones de proyectos. El Comité de Donantes del FOMIN aprueba cada uno de los proyectos y, a continuación, éstos se ejecutan bajo la supervisión directa de las oficinas de representación del Banco en el país.

En general, los proyectos del FOMIN deberían poseer las siguientes características:

- Innovación: el FOMIN sólo financiará programas que muestren nuevos enfoques eficaces para el desarrollo del sector privado en términos de impacto y/o mecanismos de financiación.

- **Mantenimiento:** los beneficiarios deberán mostrar un plan realista para el mantenimiento financiero de los proyectos una vez que los recursos del FOMIN se hayan aportado.
- **Efecto demostración:** las actividades financiadas deberán poder trasladarse a otros sectores y otros países beneficiarios.
- **Concentración en el sector privado y en la pequeña empresa:** las actividades financiadas deberán fomentar claramente el desarrollo del sector privado en la región, centrándose en la pequeña empresa.
- **Sociedad:** los proyectos del FOMIN siempre se realizan en sociedad. El FOMIN requiere una cofinanciación mínima del 30% de los costes del proyecto, la mitad de la cual ha de ser en aportaciones financieras. La cofinanciación media en 1999 fue del 51%.

## **CAPITULO II: EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO**

### **2. EL CAPITAL DE RIESGO EN EL MUNDO**

#### **2.1 El capital de riesgo en los Estados Unidos**

##### **2.1.1 Evolución histórica**

Durante las dos últimas décadas, la industria del capital riesgo en los Estados Unidos ha experimentado un crecimiento sin precedentes. Las entradas de capital han crecido virtualmente desde cero en la mitad de los setenta, hasta una cifra cercana a los 105 billones de dólares en el año 2000.

Muchas de las compañías más renombradas del panorama empresarial de las décadas pasadas – incluyendo a Apple Computer, Genetech, Intel, Lotus,

Microsoft, Google, Bayo Yahoo! – han sido financiadas por fondos de capital riesgo.

Si se observa cómo ha ido evolucionando en el mercado americano, se puede decir que el capital riesgo es un ciclo, que empieza con la creación y capitalización del fondo, su seguimiento, la aportación del valor añadido a la compañía por parte de los gestores, y acaba con las salida de la empresa y la obtención del rendimiento.

Por lo general, las aportaciones a los fondos provienen de fondos de pensiones, donaciones/aportaciones de instituciones tales como universidades, así como de individuos con alto poder adquisitivo. Y suelen hacerlo de forma periódica, con una vida del fondo de un máximo de 10 años.

### **2.1.2 Orígenes**

La primera empresa moderna de capital riesgo American Research and Development (ARD), no apareció hasta después de la Segunda Guerra Mundial. Se creó en 1946 con el propósito de comercializar las tecnologías desarrolladas durante la guerra, en particular innovaciones llevadas a cabo por el MIT (Instituto Tecnológico de Massachusetts). Este fondo tuvo mucho éxito, sobre todo en su inversión en la Digital Equipment Company, en la que habiendo invertido 70.000 \$, consiguió hacer crecer hasta un valor de 355 millones de dólares. Cabe recordar que la gran mayoría de aportaciones del fondo fueron a título personal.

Muy pronto surgieron imitadores, pero de estos, las sociedades de capital riesgo fueron una minoría durante la década de los 60 y los 70. La mayoría eran fondos cerrados o pequeñas compañías inversoras (también llamadas SBICs,

Small Business Investment Companies). Se dice que éste fue el programa que inició la actividad en Silicon Valley.

El flujo anual de dinero entrante en los fondos durante estos años nunca sobrepasó los pocos millones de dólares, y esta cantidad quizá sea mucho decir. Como se puede comprobar en la imagen, la variación de los flujos desde 1990.

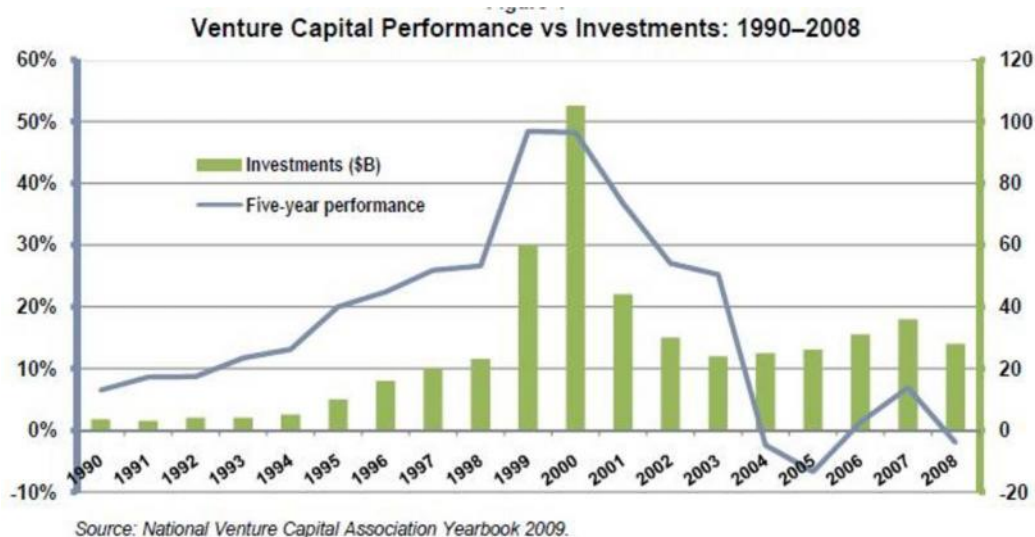


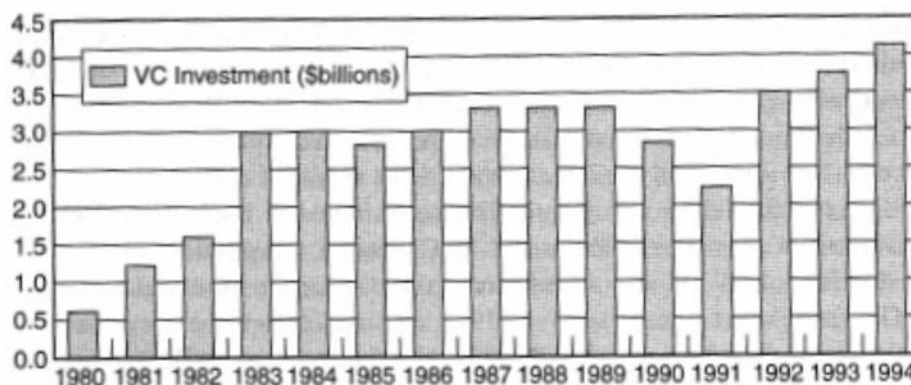
Gráfico No. 1: Variación de flujo de dinero desde 1990

### 2.1.3 Desarrollo

Un factor importante en el despegue de la inversión en fondos de capital riesgo fue, en 1979, la revisión de la ley que prohibía a los fondos de pensiones invertir en cualquier tipo de producto de riesgo. Anteriormente, el conocido como ERISA (Employee Retirement Income Security Act) lo impedía.

Esto provocó una gran entrada de dinero, en comparación con los primeros años del capital riesgo. Para poner un ejemplo, en 1978, cuando la inversión alcanzó los 481 millones de dólares, sólo un 15 % provenía de los fondos de

pensiones. Ocho años más tarde, en 1986, alcanzando más de 3 billones invertidos, más de la mitad de estos se conseguían a través de fondos de pensiones.



Obtenido de la NVCA (National Venture Capital Association)

Grafico No. 2 Fondos en billones de dólares

La actividad inversora creció rápidamente en los 80, y consiguió mantenerse así hasta el final de la década.

Ya en los 90, pese a tener un comienzo no muy bueno, experimentaron otro salto en el volumen de aportaciones, llegando a sobrepasar los 4 billones de dólares. Hasta este punto se podría decir que estaban en una etapa de pre boom.

Durante los 90, la industria del capital riesgo se volvió atractiva para muchos agentes del mercado. Inversores, asesores, gestores, todos querían su trozo del pastel.

Por aquel entonces se produjo una sobre inversión en varias industrias y una entrada de capitalistas inexpertos. Como irremediable consecuencia, muchas inversiones no fueron tan rentables como se esperaba, y muchos inversores decepcionados fueron retirando los fondos buscando otro tipo de inversión.

Aun así, el sector fue creciendo, alentado por un mercado bursátil en crecimiento, lo que favorecía las postreras salidas de las empresas invertidas mediante las IPO (Initial Public Offerings).

A finales de los 90 las empresas tecnológicas experimentaron un auge espectacular, y el capital riesgo no se quedó al margen. El mercado bursátil experimentó un crecimiento extraordinario, y con ello alentó a muchos gestores a invertir en fondos de capital riesgo.

El efecto llamada también provocó que se crearan infinidad de empresas tecnológicas, que se sustentaron con aportaciones iniciales de capital riesgo (venture capital).

Esto, unido al nacimiento de Internet, hizo que todas las miradas se dirigieran hacia la tecnología, el hardware, el software y la World Wide Web. Se crearon muchos fondos públicos cuyo leitmotiv fue incitar a las compañías a innovar (algo parecido a lo que en 1995 se conocería en Europa como el Green Paper on Innovation).

Alrededor del año 2000 se consiguió una cifra récord en cuanto a volumen de recaudación para fondos de capital riesgo, la escalofriante cifra de 110 billones de dólares.

A lo largo de este nuevo siglo, la burbuja acabó por desinflarse. Las cotizaciones en bolsa cayeron en picada, dejando sin salida a numerosos fondos que esperaban poder rentabilizar sus inversiones, a la par que obtener grandes rentabilidades. El shock fue tal que redujo los niveles de inversión a una décima parte de los años anteriores, volviendo virtualmente a mediados de los 90.

Tradicionalmente, el Venture Capital se ha concentrado en dos sectores: el Health Care y las tecnologías de la información (IT), incluyendo en éste último las industrias de las comunicaciones, semiconductores, software y hardware. Todas ellas tienen un factor en común: la capacidad de crecer rápidamente, en base a una innovación en el mercado.

A continuación mostramos un gráfico elaborado por la National Venture Capital Association, en el que se han dividido las industrias en tres fases: anteriores al boom tecnológico (1980 – 1994), durante el boom tecnológico (1995 – 2000) y tras el boom tecnológico (2001 – 2012).

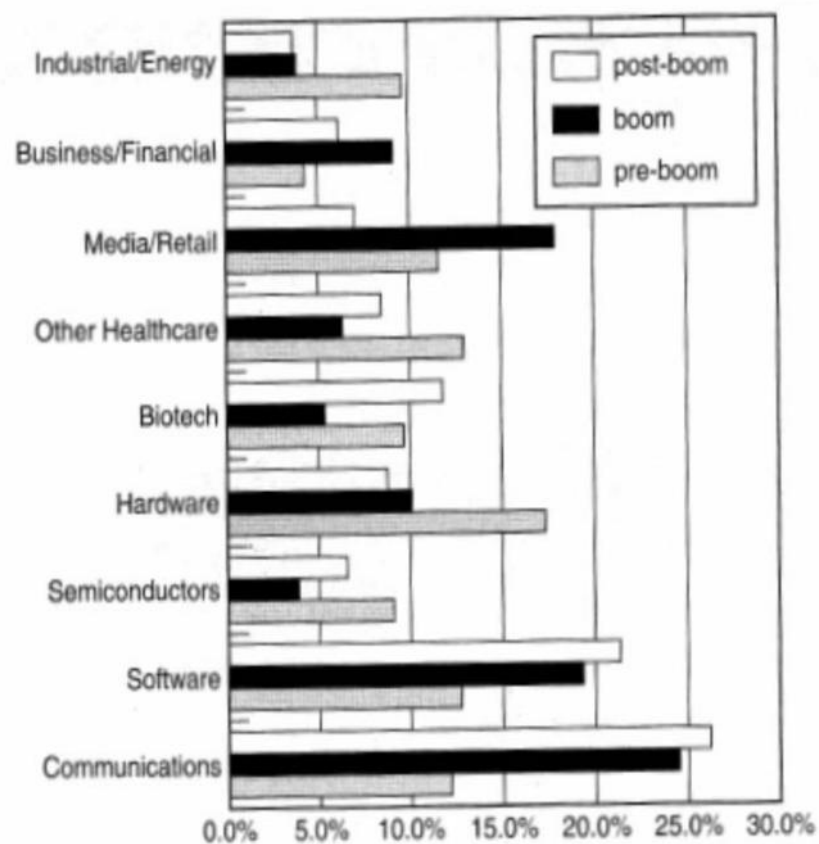


Gráfico No. 3 Concentración del Venture Capital



La preponderancia de las telecomunicaciones es palpable. Incluso después de la crisis, siguen teniendo un peso importante sobre el total de sectores.

En lo referente al Health Care, en la última época post boom, ha tomado más relevancia el sector de la biotecnología.

## **2.2 El capital de riesgo en Francia**

### **2.2.1 Antecedentes**

Podemos fechar el inicio de la actividad del capital-riesgo en Francia en 1955 con la creación de las Sociedades de Desarrollo Regional (SDR). Pero en realidad estas sociedades se orientaron hacia una actividad de fianza y concesión de crédito a largo plazo. En 1962, la sociedad ARD creó en Europa la sociedad European Enterprise Development (EED) cuyo centro administrativo estaba en Luxemburgo. Después de algunos años de buen funcionamiento (cincuenta inversiones en doce años) la actividad de la EED cesó por problemas de tesorería.

El verdadero capital-riesgo francés despegó a principios de los años 70 con la creación del Instituto de Desarrollo Industrial (1970) y las sociedades financieras de Innovación (Sofinnova 1972, Batinnova 1974 y Soginnove 1974).

Desde 1977, la actividad de capital de riesgo se extiende a todo el territorio francés con la creación de los primeros institutos regionales de participación (regionalización del capital de riesgo) (Siparex, 1977).

El año 1983 puede ser considerado como el año de la expansión de la industria francesa del capital de riesgo. En efecto, estuvo marcado por la

organización oficial de la profesión, con la fundación en julio de 1983 de la Asociación Francesa de Inversores en Capital-Riesgo (AFIC) y por la creación de los Fondos Comunes de Colocación de Riesgos (FCPR).

En 1985 la industria francesa de capital- riesgo obtuvo un cuadro legislativo y reglamentario con la promulgación de la ley del 11 de julio de 1985 y el decreto de 9 de octubre de 1985 concerniente al régimen jurídico y fiscal de las sociedades de capital de riesgo.

## **2.2.2 Características Generales del Capital-Riesgo**

Como señalan S.E. Pratt (1981) existen tres características fundamentales ligadas al capital-riesgo:

- Una participación en el capital social.
- El aporte de un valor añadido al capital invertido por una participación activa.
- La orientación a largo plazo (de 5 a 10 años), para que la inversión proporcione un rendimiento suficiente.

Estas tres características son el soporte de toda orientación de inversión en capital-riesgo y hacen que ésta sea muy diferente de la inversión efectuada en las Bolsas de Valores: los inversores en capital-riesgo son inversores activos.

### **2.2.2.1 Una participación en el capital social**

En capital-riesgo, el instrumento financiero fundamental que debe utilizar el inversor desde el momento de su intervención en una empresa, sea en el momento de su creación, sea en el momento de su expansión, es la suscripción a un aumento de capital (recursos propios). Sin embargo, otros instrumentos

financieros pueden ponerse a disposición del inversor en capital-riesgo, a fin de favorecer la demanda de los participantes de la empresa, como las cuentas corrientes de los asociados, las obligaciones convertibles, los préstamos participativos, etc. Los diferentes instrumentos financieros utilizados por los inversores en capital riesgo pueden corresponder a un estadio muy preciso de desarrollo de la empresa (su creación, su expansión no habiendo sobrepasado el punto muerto, etc.).

#### **2.2.2.2 El aporte de un valor añadido al capital invertido por una participación activa**

Después de su primera intervención en el capital de una empresa, los inversores en capital-riesgo, no quedan inactivos, sino que continúan siguiendo el desarrollo de las empresas. Los inversores en capital-riesgo no toman ninguna garantía de la empresa.

Los inversores en capital-riesgo, definen su trabajo como financiación más asistencia a la gestión de la empresa. Ponen en primer lugar la expresión de socio activo de la empresa (Battini, 1985). Con su forma de actuar, los inversores en capital-riesgo proporcionan asistencia a la determinación de la política general, al crecimiento de la empresa, a la planificación a largo plazo, a la evaluación financiera, a la contratación de personal, a las relaciones con los accionistas y finalmente a la liquidación eventual de la participación. De esta forma el inversor en capital-riesgo agrega valor a sus inversiones.

### **2.2.2.3 La orientación a largo plazo**

De la concepción de la idea al lanzamiento del negocio, y del lanzamiento a su consolidación y luego a su cotización en Bolsa, la empresa pasa por estadios de desarrollo de duración bastante prolongada.

Si los inversores en capital-riesgo quieren ver triunfar su inversión están obligados a seguir el desarrollo de la empresa y sólo liquidarán su participación cuando la empresa haya logrado su proyecto, conquistando un mercado, adquiriendo una credibilidad a los ojos del mundo industrial y obteniendo un éxito financiero.

Para un proyecto de empresa que se encuentra en el estadio de la conclusión (seed stage) los inversores en capital-riesgo deben contar con un período de 10 a 12 años antes de poder liquidar su participación en buenas condiciones (Chandler, 1981).

## **2.3 El capital de riesgo en España**

Por Real Decreto Ley 1/1986, recoge la regulación específica del sector además de otros aspectos de política fiscal y laboral de tipo coyuntural. Como señala el prof. J. Martí Pellón (1992b) “esta imagen de provisionalidad e improvisación se ha visto ratificada por la necesidad de realizar dos modificaciones en poco espacio de tiempo. La primera en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1988 y la otra en el Real Decreto-Ley 5/1992, de 21 de julio”. En la primera se dio cierta flexibilidad relativa a normas de inversión y procedencia de recursos y en la segunda, que se convirtió en Ley 28/1992 de 24 de noviembre, se incrementaron los incentivos fiscales para las

empresas de capital-riesgo. Además ésta última norma modifica sustancialmente el régimen jurídico en dos puntos fundamentales:

- a. Materialización de su objetivo social, bajo el punto de vista de que las inversiones deben concretarse en valores representativos del capital de empresas innovadoras o de aquella naturaleza que se determine reglamentariamente.
- b. Exigencia de que los activos estén formados en, al menos, un 50%, por las acciones o participaciones de las empresas antes mencionadas,

### **2.3.1 Breve Descripción Histórica**

En la evolución histórica del capital-riesgo comenzó durante la época de los 70 con la creación de unas sociedades principalmente de orientación regional e innovadora. La pionera fue la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia - SODIGA- en 1972, las Sociedades de Capital-Riesgo de las Comunidades Autónomas –SCRICA-, participadas mayoritariamente en el sector público y, muy pocas, deben su origen a un tímido esfuerzo privado: SEFINNOVA y TALDE.

Fue en la década de los 80 cuando surgen las Sociedades de Desarrollo Industrial –SODIs- en Aragón y en las dos Castillas. Y es a partir del año 1986, fecha en la que se constituye la Asociación Española de Sociedades de Capital-Riesgo –ASCRI-, cuando empieza a ver la luz un importante número de entidades privadas, que ha contribuido a que las sociedades y los fondos de capital de riesgo hayan obtenido un importante significado. A finales de 1987, el sector de capital de riesgo en España estaba constituido por 21 sociedades de capital-riesgo y 4 sociedades gestoras de fondos de capital de riesgo. En estos

últimos años la diferencia en el número de ambas se ha reducido de forma considerable.

Por último, es preciso hacer notar que el crecimiento de las sociedades y fondos de capital-riesgo no ha terminado de consolidarse en el país ibérico.

### **CAPITULO III: DESARROLLO LOCAL DEL CAPITAL RIESGO**

## **3. EL CAPITAL DE RIESGO EN EL ECUADOR**

### **3.1 Tipo de sociedades de inversión y su relación con el Capital Riesgo**

Las sociedades de inversión representan una de las opciones más accesibles en materia de inversión para el pequeño y mediano inversionista, teniendo acceso a una gran variedad de instrumentos en el mercado de valores y financiero.

El ahorrador, al invertir sus recursos en una sociedad de inversión, adquiere acciones de esta empresa y sus recursos se destinan a la adquisición de Activos Objeto de Inversión seleccionados de acuerdo a los criterios de inversión y diversificación de riesgos, que establezca la sociedad.

Tomando en cuenta que la inversión en el mercado de valores no es de fácil acceso para el público inversionista, partiendo de los montos mínimos y el conocimiento necesario para hacer un portafolio especializado que atienda las necesidades de inversión.

El objeto de estas sociedades es la adquisición y venta de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones

representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en este ordenamiento, objetivos que se realizan a través de cuatro tipos de sociedades de inversión:

**a. Sociedades de inversión de renta variable**

Estas sociedades invierten en una mezcla de Activos Objetos de Inversión compuesta por valores de mercado de dinero (instrumentos de deuda) y del mercado de capitales (acciones y similares), de modo que sus ganancias son tanto por los intereses que generan los instrumentos de deuda como por los dividendos o incrementos de valor de las acciones. Dependiendo de la estrategia de la sociedad de inversión será el enfoque de plazo y certidumbre, pero podríamos decir que van desde un mediano plazo hasta un largo plazo debido a la incorporación en su cartera de papeles que maduran o consolidan su rendimiento en periodos más largos que los de corto plazo (entre tres meses y un año) de mercado de dinero.

**b. Sociedades de inversión en instrumentos de deuda**

Invierten en Activos Objeto de Inversión que representan deuda de los emisores (Gobierno, banco o empresas privadas), de modo que en su mayoría, las ganancias que obtienen son a través de intereses y en forma secundaria por la compraventa de los títulos. Este tipo de sociedades de inversión generalmente obtiene rendimientos más pequeños que la anterior, pero de una forma más constante, también puede decirse que son de menor plazo y están expuestos a una menor volatilidad. Esto depende de la estrategia de inversión.

La calificación de la sociedad de inversión, además del prospecto de información al público inversionista, es un muy buen elemento para seleccionar una sociedad de inversión con una correcta administración y calidad de papel en su cartera.

### **c. Sociedades de inversión de capitales**

Las sociedades de inversión de capitales operarán preponderantemente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo, estas compañías reciben el nombre de empresas promovidas. Como su inversión es principalmente en el capital de las empresas (acciones, partes sociales u obligaciones) las ganancias de la sociedad de inversión están relacionadas directamente con el desempeño de las empresas promovidas.

Es muy importante que el inversionista tenga en cuenta que la inversión en la mayoría de estas sociedades de inversión es de largo plazo (de un año en adelante).

### **d. Sociedades de inversión de objeto limitado**

Estas sociedades van a operar con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y cuyas actividades están relacionadas, preferentemente, con los objetivos de planeación nacional del desarrollo.

Generalmente, estas sociedades nacen de la unión de grupos de personas con un objeto o fin común, que se unen para crear medios de financiamiento e



inversión que beneficien su actividad productiva, mediante el otorgamiento de préstamos o créditos a cargo de los socios o la emisión de valores representativos de una deuda.

Las sociedades de inversión de objeto limitado operarán exclusivamente con los Activos Objeto de Inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista.

¿Qué son los Activos Objeto de Inversión?

Los Activos Objeto de Inversión, son:

- Los valores, títulos y documentos a los que les resulte aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional o listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones.
- Los demás valores, recursos en efectivo, bienes, derechos y créditos, documentados en contratos e instrumentos, incluyendo aquellos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas.
- Las demás cosas objeto de comercio que de conformidad con el régimen de inversión y en las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión para cada tipo de sociedad de inversión, sean susceptibles de formar parte integrante del patrimonio de las Sociedades de Inversión.

### **3.2 Evolución histórica del Capital Riesgo en Ecuador**

La evolución que han experimentado los mercados y las instituciones financieras ha ocasionado que en la actualidad éstas se enfrenten a varios cambios.

En años anteriores las funciones de las diferentes entidades financieras estaban claramente establecidas; así por ejemplo los bancos captaban depósitos y concedían préstamos, las compañías de seguros vendían pólizas, las sociedades de valores compraban y vendían acciones y obligaciones; pero con la liberalización financiera ocurrida desde la aprobación de la “Ley de Instituciones del Sistema Financiero” (Ley No. 52 del Sistema Financiero, 1994) Ley de Instituciones del Sistema Financiero. (1977).

Ley No. 52 del Sistema Financiero. (1994).

Siparex. (1977). Nacimiento de la Industria Francesa.

se originó un cambio en el sistema financiero; así se pasó de un sistema altamente regulado a un sistema liberalizado. Esta ley trajo como consecuencias la conformación de grandes conglomerados y la ampliación de operaciones permitidas a las instituciones financieras y al mercado financiero.

A pesar de que no hay una legislación específica que haya regulado de forma concreta el capital-riesgo en Ecuador, este mercado ha adoptado las disposiciones y regulaciones emitidas en enero de 2002 por la Junta Bancaria en lo referente a las resoluciones para el tratamiento del Mercado Financiero, apuntando al control de las operaciones con derivados. Además, acogiendo lo hecho en materia de legislación financiera a finales del 2003 e inicios del 2004, incorporaron dos resoluciones de trascendental importancia para la supervisión orientada y preventiva, mediante las cuales el organismo de control dispuso la adopción por parte de todas las instituciones financieras, intermediarios financieros y operadores del mercado financiero un modelo de administración integral y de mejoramiento de la gestión, vanguardista en temas de esta índole.

Como consecuente de las últimas políticas en materia de inversión y promoción al emprendimiento e innovación, el actual Gobierno mediante ACUERDO MINISTERIAL N° MCPEC-2012-011, el MCPEC resuelve Aprobar

las bases de la Convocatoria de Inversión para la selección de proyectos de transformación productiva o de servicios presentados por Sociedades Anónimas legalmente constituidas en el País.

En base a esto y, a través de inversión con fondos de capital de riesgo, el Programa CreEcuador – Fondo de Capital de Riesgo, busca apoyar proyectos de transformación productiva, que generen desarrollo territorial, y que permitan una mayor participación accionaria de ciudadanos en empresas privadas.

### **3.3 Retos de la industria de capital de riesgo en Ecuador**

En el Ecuador se ha manifestado interés por promover el establecimiento del capital de riesgo como instrumento de apoyo a los nuevos emprendimientos, en particular aquellos con un mayor contenido innovador, pero no hay un avance en este tipo de financiamiento, ya que se encuentra en una etapa embrionaria y enfrenta múltiples obstáculos para su fructificación.

Diversos análisis de las condiciones para crear capital de riesgo señalan algunos problemas que son considerados los de mayor incidencia.

En el plano de las políticas y las instituciones, las principales dificultades radican en lo siguiente:

- a. El insuficiente desarrollo de los mecanismos de apoyo para la etapa precompetitiva. Se cuenta con un incipiente sistema de instituciones e instrumentos que se necesitan para convertir ideas y proyectos en productos comercializables, planes de negocios y empresas nuevas. El número de incubadoras de empresas es aún bajo y las redes de empresarios innovadores e inversionistas de capital semilla son muy incipientes. Con

ciertas excepciones, los programas públicos de apoyo al emprendimiento y la innovación son muy recientes. Como resultado, la afluencia de proyectos nuevos que se traduzcan en demanda de capital de riesgo es aún baja.

- b. Inadecuadas normas y prácticas de gobierno empresarial que inhiben la participación de socios minoritarios en los emprendimientos de riesgo. Las normas sobre entrega de información, transacciones con partes relacionadas, uso de información privilegiada, distribución del premio por la venta o toma de control, entre otras, resultan inadecuadas para precautelar los derechos de los accionistas minoritarios, como suelen ser los inversionistas de riesgo.
- c. Dificultades para evaluar la rentabilidad esperada de los proyectos. Falta uniformidad en las prácticas de registro contable y hay incompatibilidad con estándares internacionales.
- d. Doble tributación de los ingresos percibidos por los fondos. Dado que los fondos de capital de riesgo tanto para el control y la absorción de riesgos como para la administración de los proyectos en que invierten se constituyen en un vehículo intermedio entre inversionistas y empresarios, es preciso que el régimen impositivo contemple la posibilidad de transparencia tributaria.
- e. Prohibiciones y límites a la participación en ciertas actividades. En algunos casos existen, limitaciones a la participación estatal en la esfera productiva, y en otros casos, prohibiciones y límites a la participación de extranjeros en ciertas ramas de actividad. Sin desconocer los motivos de esas restricciones, sus consecuencias se expresan en una menor disponibilidad de instrumentos de apoyo estatal aunque la experiencia internacional indica que ellos son importantes catalizadores y en un restringido acceso al conocimiento y contactos de mercado que ofrecen los inversionistas extranjeros, factor que también ha sido clave para el éxito del capital de riesgo en otras economías.

- f. Regulaciones que limitan la participación bancaria. Pese a que los bancos se hallan entre los principales proveedores de recursos financieros, su participación en el capital de riesgo también tiene ciertas restricciones. Ellas se deben principalmente a la adopción de un modelo de banca especializada que, con el objeto de limitar los riesgos y conflictos de interés que pueden producirse si un banco es a la vez dueño y acreedor de una determinada empresa, prohíbe que los bancos participen directamente en la propiedad de empresas.

Entre los rasgos de la estructura de mercado que retrasan el desarrollo del capital de riesgo se encuentran los siguientes:

- a. Cultura emprendedora incipiente y estructura tradicional de la propiedad de las empresas. Muchos emprendedores y pequeños empresarios con potencial de crecimiento no valoran apropiadamente el aporte que podría realizar un socio, en término de capacidades gerenciales y de acceso a nuevas tecnologías y mercados. Prefieren no abrir la estructura de capital, tanto por razones familiares por retener el 100% del control y no compartir la administración. Existiría resistencia a demostrar los resultados de sus empresas y su efectiva situación patrimonial (en especial pasivos financieros y tributarios).
- b. Escasez de inversionistas de riesgo y visión atrasada respecto del riesgo. Son pocas las personas capacitadas en las habilidades necesarias para identificar, seleccionar y administrar proyectos innovadores y de riesgo. Aquellas con recursos disponibles prefieren inversiones seguras. Esto se debería en parte a un entorno legal que penaliza el fracaso, así como también a una visión de la actividad financiera que considera la toma y administración de riesgos como una forma espuria de enriquecimiento, más que como una actividad creadora de valor.

- c. Baja participación de inversionistas institucionales. A medida que han ido madurando reformas que se han traducido en la creación de fondos de pensiones y otras instancias de ahorro institucional, también se ha puesto en evidencia el potencial de esas instituciones para el financiamiento de la inversión.
- d. Reducido tamaño económico del mercado de emprendimientos innovadores. El bajo número de proyectos innovadores de suficiente rentabilidad se traduce, en el caso de los inversionistas, en menores posibilidades de diversificar el riesgo y, en dificultades para solventar los costos de administración de una cartera pequeña. Esto tiene que ver con el reducido tamaño de la economía.
- e. Insuficiente desarrollo de los mercados de capital y baja liquidez de los mecanismos de salida para los inversionistas de riesgo. El desarrollo insuficiente de los mercados de capital dificulta las estrategias de salida a través del mercado bursátil, debido a los altos costos de emisión y la ausencia de mecanismos de liquidez para empresas sin historial previo y/o de menor tamaño económico. A la vez, los mercados accionarios privados muestran poco desarrollo, lo que limita las posibilidades de materializar la rentabilidad de las inversiones en capital de riesgo y reduce asimismo el incentivo a participar.
- f. Bajo crecimiento económico. Finalmente, el crecimiento económico se halla entre las condiciones del entorno que influirían en el surgimiento del capital de riesgo. Este capital se vería favorecido si permanentemente estuviera apareciendo nuevos negocios, situación que se da bajo condiciones de crecimiento sostenido. Por lo tanto, las experiencias de crecimiento magro e inestable no habrían propiciado la aparición de este tipo de financiamiento

Reconociendo la incidencia de estos factores y la importancia de estimular la innovación y creación de empresas para impulsar el crecimiento económico y

lograr mayor competitividad, Ecuador ha emprendido pocas reformas encaminadas a eliminar los obstáculos al desarrollo del capital de riesgo.

## **CAPÍTULO IV: CONSTITUCIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL-RIESGO**

### **4. DEFINICIÓN DE FONDO DE CAPITAL RIESGO**

En todas las economías se utiliza el término capital de riesgo con la misma significación, pero tampoco se puede desconocer que en algunas ocasiones a este fenómeno se le acota con otras expresiones como capital fomento, capital promoción, capital desarrollo o capital inversión. (Gómez, 1991) La razón de la utilización de estos términos estriba en el cambio que se ha ido produciendo en el sector.

Han sido muchos los autores que han dado una definición del capital de riesgo a lo largo de su historia, unas más amplias y otras más restrictivas, y por ello se considera necesario hacer mención de varias de ellas. Aunque todas partían de una misma idea hay una serie de matizaciones que cabe resaltar.

Conсор define el capital riesgo como “la financiación de las operaciones de innovación y de creación que comportan un riesgo importante”. Podemos considerar que ésta es la más amplia definición de lo que se entiende por capital de riesgo, donde las únicas características que se resalta son la financiación de la innovación y el riesgo que comporta dicha inversión. No pone condiciones sobre qué tipo de empresa son objeto del capital riesgo ni el papel que desarrollará la entidad inversora en la empresa participada.

A partir de esta definición, otros autores restringen más, el concepto de capital riesgo. Centelles lo define “como un instrumento financiero, que puede contribuir de manera eficaz a la protección de la pequeña y mediana empresa dinámica e innovadora, al aportarle recursos permanentes y a riesgo de forma minoritaria y temporal para sus planes de expansión” (Centelles, 1983)

Bergareche considera el capital riesgo como una “actividad financiera profesional, mediante la cual se suministran capitales en forma de fondos propios, pero temporal y minoritariamente, en favor de medianas y pequeñas empresas innovadoras para apoyar proyectos de un alto potencial de desarrollo, en su fase de expansión y buscando rentabilidad en la inversión vía plusvalía, generadas con la posterior venta de las acciones, todo ello con un valor añadido aportado por el inversor”. (Bergareche, 1994)

Johnson, fundador de entidades de capital riesgo en los Estados Unidos, considera que “el capital riesgo, busca algo más que dinero. El capital riesgo significa inversión de dinero, y significa, también inversión de tiempo. Y lo que necesita sobre todo es talento. En un negocio que se convierte en una aventura a compartir con el empresario” (Johnson, 1985).

Battini opina que el capital riesgo se presenta como:

- “Una forma de financiación en fondos propios, destinado a pequeñas y medianas empresas.
- Una nueva industria en la que se presentan nuevos actores.
- Relaciones particulares entre la industria y el capital.
- Una sociedad entre agentes que aportan diferentes tipos de capital.
- Una fuente de riqueza para los diferentes actores gracias a la actividad empresarial”. (Battini, 1987)



Todas estas definiciones nos llevan a concluir que la inversión en el capital de empresas de reducida dimensión y con potencial de crecimiento se ha reservado al sector del capital riesgo. Además esta actividad se ha caracterizado por invertir, a través de especialistas, fondos en el capital de las pequeñas y medianas empresas que son susceptibles de obtener elevados beneficios. Los operadores invierten siempre que la rentabilidad esperada sea superior a la prima de riesgo asociada al proyecto.

Todos estos conceptos convergen cuando una PYME solicita financiación. Al haber la PYME agotado las fuentes comerciales de financiación. Su estructura de financiación será tal que necesite más fondos además de la inversión del propietario para tener acceso a otras formas de capital, como, por ejemplo, préstamos.

El fondo de capital riesgo adquirirá acciones de la empresa y cuya recaudación se destinará a cubrir algunas de sus necesidades de financiación.

En algunos casos, las acciones podrían emitirse por encima de su valor nominal. También podrían ir acompañadas de otro tipo de financiación, como préstamos. Asimismo podrían utilizarse instrumentos híbridos, como obligaciones de interés fijo.

Durante el periodo de la inversión, el fondo vigilará la inversión, y en ocasiones asesorará a la PYME en materia de gestión.

A su debido tiempo, el fondo de capital riesgo intentará vender su participación. En el caso de las empresas de éxito, los caminos de salida podrían ser la venta privada de la inversión a un inversor en sociedades, o

mediante una OPI. Dichos caminos de salida pueden reportar grandes beneficios que reflejan el alto riesgo que implica.

En un buen número de casos, la PYME podría sufrir una reestructuración de la financiación dado su bajo rendimiento, y la totalidad del capital en acciones se perdería.

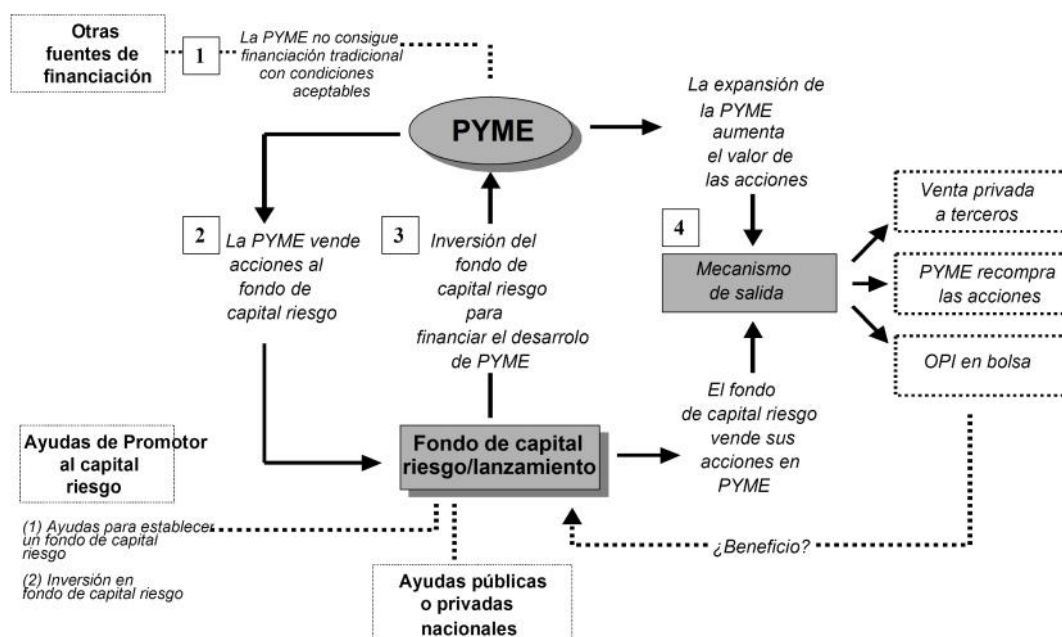


Gráfico No. 4: Estructuración y constitución de un fondo

#### 4.1 Puesta en marcha de un patrimonio para invertir en el capital de empresas PYME

Al tener un conjunto de experiencias, una intuición fundada, una base de relaciones suficiente e inclusive algunos proyectos identificados, es necesario pensar que a partir de estas premisas la puesta en marcha de un patrimonio para invertir en el capital de empresas PYME en proceso de arranque o desarrollo, puede ser una fórmula óptima para potenciar financiera y

estratégicamente su crecimiento, a la vez que un buen negocio para aquellos inversores que otorguen su confianza.

Disponiendo por lo tanto de una idea embrionaria a la que hay que dar forma y contrastar su viabilidad. Conviene entonces preguntar cuál serán las exigencias de los inversores.

#### **4.2 Exigencias de los inversores**

Para cualquier inversor invertir en Capital Riesgo significa una oportunidad de diversificar su portafolio de inversión y, aumentar las expectativas de retorno de su inversión.

Pero para tomar la decisión de invertir en un Fondo de Capital Riesgo planteará, normalmente, una serie de exigencias que pueden resumirse como sigue:

- Marco regulador y estructuras de gobierno del Fondo claras y concisas.
- Estrategia de inversión y oportunidad de mercado de un determinado Fondo:
  - Estrategia de inversión claramente definida.
  - Petición de recursos acorde con el planteamiento de inversión.
  - Oportunidad de mercado ampliamente justificada.
- “Track Record” o experiencia demostrable si la hay. Normalmente, en el caso de nuevos gestores, la inexistencia de una evidencia histórica se compensa a partir de la experiencia profesional, la coherencia de la estrategia de inversión planteada y la capacidad de identificación de proyectos previa a la puesta en marcha del Fondo.
- Equipo Inversor: Se pretende que el equipo sea cohesionado y que aun no proviniendo del mundo del Private Equity sea capaz de asimilar fácilmente

sus prácticas y que tenga probada experiencia de éxito en sus actividades previas. Las habilidades que se le exigen son:

- Focalización en el Plan de Negocio.
  - Capacidad de selección y especialización.
  - Capacidad e imaginación negociadora.
  - Capacidad de Gestión (Management), tanto de la sociedad Gestora como de las empresas en las que se invierta.
- Información relevante obtenida de las compañías susceptibles de inversión.
  - Orientación a la generación de Valor Añadido, entendido como la capacidad de aumentar significativamente el valor de la empresa/s participadas en un periodo de tiempo relativamente corto (tres / cuatro años).
  - Gobierno y Capacidad de Control: La Sociedad Gestora debe tener capacidad de influir y controlar el desarrollo de las empresas participadas.

#### **4.3 Mecanismos para atraer a los inversores**

Al contrastar si las experiencias e intuiciones son ciertas y justifican el propósito de constituir un patrimonio para invertir en las diferentes empresas objetivo.

Para saberlo, hay que dar respuesta a las siguientes consideraciones:

- Competidores respecto del patrimonio planteado.
- Ámbito geográfico de actuación.
- Universo de las empresas objetivo.
- Nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas.
- Predisposición de los empresarios del sector a dar entrada en su capital a nuevos socios.

- Coyuntura económica en el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico.
- Posibles inversores a contactar.
- Instrumento de inversión a utilizar.
- Nivel de credibilidad a alcanzar frente a los inversores.

#### **4.4 Competidores e inversores de Fondos Capital de Riesgo existentes en el mercado**

Esta tarea es relativamente fácil y transparente ya que, si hay actores que realicen actividad de capital de riesgo en el mercado, es relativamente sencillo conocer su existencia y sus parámetros de actividad. Normalmente son sociedades o Fondos ligados a alguna Institución Financiera o bien actores individuales que disponen de importantes recursos y que actúan a modo de “business angel”, es decir ayudan al desarrollo y/o puesta en marcha de empresas jóvenes con potencial de crecimiento para obtener una rentabilidad de los fondos aportados superior a la que normalmente obtendrían en el mercado.

De entre los competidores que se puede encontrar, algunos orientarán su actividad a un único sector económico, como por ejemplo: industria auxiliar del automóvil, industria agroalimentaria, sector turístico, etc., y otros lo harán de forma más genérica a partir de un enfoque multi-sectorial.

En cualquier caso, lo importante es conocer de quiénes se tratan, de qué recursos disponen y de verificar si la demanda potencial está suficiente o insuficientemente atendida.

Smida y Ben Hadj Youssef (2006) establecieron una tipología de las operaciones de capital de riesgo, según la naturaleza de los competidores e inversionistas. Así, se tiene capital de riesgo institucional, capital de riesgo informal (inversionistas ángeles) y capital de riesgo industrial. Adicionalmente, autores como Hellmann, Lindsey y Puri (2004); Mayer, Schoors y Yafehh (2005), y Barona, Gómez y Torres (2007) han evidenciado la actividad de los bancos en este segmento de mercado.

Otra tipología es la establecida por Hellmann (2002), que usa como criterio de clasificación los objetivos que persigue el capitalista de riesgo; entonces aparecen los inversionistas estratégicos, que poseen activos cuyo valor puede verse afectado por la empresa financiada, y los puramente financieros.

#### **4.5 Ámbito geográfico de actuación que persigue el fondo Capital-Riesgo**

La localización de las empresas objetivo es de suma importancia a los efectos de gestión. Desde un punto de vista pragmático, es importante disponer de entornos con alta densidad de concentración empresarial de cara a optimizar la gestión y disponer de transparencia en la información requerida.

En zonas con fuerte concentración, el contacto, la obtención de información, el contraste de la misma y la validación de todas las hipótesis de trabajo, suele ser mucho más rápido y fiable. Por el contrario, si el mercado se halla muy atomizado las distancias entre empresas son largas y los agentes económicos difieren (Ej.: bancos, asesorías, etc.) la gestión se convierte en más compleja y costosa. Ello no quiere decir que el objetivo perseguido no sea válido pero hay que concientizar que los problemas que plantea, sobre todo en términos de costo y validación de la información.

#### 4.6 Universo y tamaño de las empresas objetivo

Detectar las empresas objetivo, más allá de la experiencia personal y conocimiento del mercado, requerirá de la utilización de fuentes de información fiables que permitan validar los conocimientos. A título de ejemplo podemos señalar los siguientes:



Gráfico No. 5: Fuentes de información.

Del conjunto de fuentes mencionado, se debe estar en disposición de determinar el universo objetivo en función del tamaño de empresa deseado. Este tamaño vendrá determinado a partir de elementos medibles, tales como: la cifra de ventas, el número de trabajadores, la estructura de los fondos propios, el grado de concentración empresarial, etc. De tal forma que se establecerán parámetros que servirán de guía a las inversiones.

En el caso de que no se dispusiera de una base de datos para acceder a la información, se realizará una encuesta entre diferentes organismos empresariales, el objeto es el de dimensionar adecuadamente el mercado potencial, conjuntamente con estudios de mercado a realizar por una firma consultora y la utilización de la información disponible sobre el sector. Adicionalmente, la experiencia de otros fondos activos en el mismo mercado meta es una importante fuente de información.

#### **4.7 Nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas**

A priori el hecho de plantear invertir en un determinado sector y/o sectores deriva en el caso de las empresas en desarrollo, el hecho de que pueda existir una débil capitalización de las mencionadas empresas y probablemente, de que no existan estructuras de financiación adecuadas para atender esta necesidad o las que hay son insuficientes.

En el caso de empresas jóvenes en sus albores de actividad, el deseo puede responder a la detección de oportunidades de rápida puesta en valor de la empresa a partir de un equipo experimentado y confiable.

Por ello, antes de abordar la fase de comercialización de un proyecto, es importante dimensionar la estructura de fondos propios de las empresas objetivo, las necesidades de circulante y el deseo y sensibilidad empresarial para la incorporación de nuevos socios al proyecto. Para obtener esta información, se debe recurrir a bases de datos si las hay y a la elaboración de muestreos cuando proceda.

En el caso de que no existieran bases de datos disponibles y de que la información disponible sea insuficiente, se podría recurrir al sector bancario que



normalmente, dispondrá de información fiable, o se tendría que utilizar un sistema de evaluación basado en un trabajo de campo entre una muestra representativa de los actores del sector. Este trabajo, se desarrolla directamente o bien utilizar una consultora especializada que permitirá una mayor rapidez y fiabilidad en la obtención de la información.

Para ello, se analizan diferentes ratios para una muestra de empresas, como por ejemplo:

- **Endeudamiento**

$$((\text{Total Pasivo} - \text{Fondos Propios}) / \text{Total Pasivo}) * 100$$

Aporta información referente al peso de las deudas a corto y a largo plazo en el total del pasivo.

- **Rentabilidad Económica (ROA – Return on Assets)**

$$(\text{Resultado antes de impuestos} / \text{Total Activo}) * 100$$

Indica el rendimiento medio que obtiene una empresa como consecuencia de sus inversiones en activos.

- **Rentabilidad Financiera (ROE – Return on Equity)**

$$(\text{Resultado Neto del Ejercicio} / \text{Fondos Propios}) * 100$$

Brinda información referente a la rentabilidad media obtenida por la empresa mediante su actividad, a partir de los fondos propios.

- **Ventas por empleado**

### Ventas por empleado (miles de dólares)

Estos indicadores y otros más, brindan información referente a la rentabilidad media obtenida por la empresa mediante su actividad, a partir de los fondos propios.

A partir de estos datos se decide que las expectativas de inversión son lo suficientemente atractivas y estables como para plantear un Fondo. Quedando únicamente por contrastar, la aceptación empresarial respecto la modalidad del Capital de Riesgo.

#### **4.8 Estimación de la predisposición de los empresarios a dar entrada en su capital a nuevos socios**

Una vez analizado el nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas de un sector, es primordial identificar el interés de los empresarios del sector en incorporar nuevos socios vía capital.

Más allá de la información que se disponga derivada de la experiencia personal de los promotores y de las informaciones procedentes de otras fuentes, una formula excelente consiste en elaborar una encuesta para los empresarios previamente identificados, cuyo posterior procesamiento permitiría contrastar la viabilidad del planteamiento del fondo.

#### **4.9 Coyuntura económica entre el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico**

Por último, aunque no por ello menos importante, es necesario tomar en consideración la coyuntura económica inmediata en la que va a desarrollarse la

actividad y los factores sociológicos que influyen en la buena marcha del entorno en el que se va a actuar.

Para ello, resulta obvio señalar que se debe acudir prioritariamente tanto al criterio propio como al de diferentes expertos capaces de ofrecernos una opinión fiable y con visión a largo plazo del desarrollo económico previsible del sector o sectores de actividad y del contexto económico general. Es importante que esta opinión no responda a un análisis meramente coyuntural, sino a una visión fundada y sustanciada en una cierta perspectiva.

Este análisis se verá reforzado por la lectura de informes solventes que ayuden a validar las opiniones recibidas y la opinión de los posibles inversores institucionales del Fondo.

Es importante hacer notar que un fondo de Capital de Riesgo responde a un ciclo de diez / doce años y en consecuencia, su estructuración no puede estar condicionada exclusivamente a factores de inmediatez, máxime, teniendo en cuenta que en el momento del ciclo bajo es cuando más necesaria es la aportación de capital y mayores son las posibilidades de obtener rendimientos interesantes de las inversiones realizadas.

#### **4.10 Posibles inversores a los que se podrían contactar.**

Llegados a este punto, ya se dispone de una opinión clara sobre la conveniencia o no de proponer la puesta en marcha de un Fondo cuyo objetivo sea la toma de participaciones de capital u otras modalidades de financiación en la forma de cuasi-capital, en las empresas definidas, con el objetivo prioritario de obtener una atractiva rentabilidad para el inversor y poner a

disposición de la empresa/s los apoyos necesarios para la consecución de este objetivo.

Cuanto mayores sean las expectativas de ganancia para el Fondo mayores serán también, los valores de las empresas invertidas y por consiguiente, de los demás accionistas.

En el caso que la conclusión sea favorable a la implementación del Fondo, se debe plantear el tipo de inversores requeridos en el mismo y qué información se les debe facilitar para interesarles en el proyecto.

Esta información deberá quedar recogida en un Memorando Comercial. Ello no obstante, y previo a su elaboración, debe ser definida para su correcta estructuración, elementos tales como:

- a) Las fases de desarrollo empresarial a invertir.
- b) El modelo de gestión a implementar.
- c) Las principales características de funcionamiento y remuneración del Fondo.
- d) El equipo y la logística necesaria para gestionar el Fondo.
- e) Los rendimientos esperados de la inversión.
- f) Las oportunidades comerciales y de apreciación de capital que presentan los sectores elegidos.

Todos y cada uno de estos puntos deberán quedar reflejados en el documento de Gestión del Fondo y por consiguiente requieren de una profunda reflexión antes de su plasmación en el Memorando.

En el momento de aproximación a los posibles inversores, además de la elaboración del Memorando Comercial, se debe tomar en consideración

diferentes aspectos y formular algunas preguntas que ayudarán en la precisión del propósito:

- ¿Cuál es la sensibilidad respecto del Capital-Riesgo?
- ¿Tienen experiencia inversora en este campo?
- ¿Aun no teniendo experiencia inversora puede ser coherente una inversión de este tipo con su filosofía empresarial?
- ¿Han invertido recientemente en algún Fondo similar al que se plantea?
- ¿Cuáles son las exigencias que han planteado para inversiones similares?
- ¿Tienen limitaciones regulatorias?
- ¿Cómo encaja este proyecto dentro de su estrategia de diversificación y plazo de inversión?

Una vez contestadas estas preguntas, hay una buena disposición de elaborar una primera lista de posibles inversores o, de algún hipotético inversor de referencia al que hay que aproximarse, cuya presencia en el Fondo, supondría un claro acicate a la incorporación de otros inversores.

La aproximación a los posibles inversores puede hacerse directamente o bien a través de un agente colocador que lógicamente cobraría una comisión por el éxito obtenido en su gestión de levantamiento de Fondos.

Existen empresas especializadas en la captación de fondos, cuya actividad puede inclusive abarcar, la estructuración del documento comercial. Sus remuneraciones se establecen sobre la base de unas cantidades fijas y una comisión de éxito respecto de los Fondos obtenidos. Esta comisión de éxito suele oscilar entre el 1,5% y el 3% de los fondos captados.

#### 4.11 Instrumentos de inversión utilizados

A priori, las inversiones tendrán como objetivo la toma de participación en el capital de las empresas con carácter temporal. Ello no obstante, en función del tamaño de la empresa, la madurez del mercado y la predisposición empresarial pueden utilizarse otras formas de financiación a largo plazo que persiguen igualmente la obtención de una atractiva rentabilidad para el inversor y que a la vez confieren un marco de estabilidad para el futuro crecimiento de la empresa. La siguiente matriz muestra las diferentes posibilidades.

PRODUCTO	DESCRIPCION	RIESGO	RENDIMIENTO
Deuda Principal	Deuda de primer grado garantizada por activos de la empresa.	Bajo a moderado	Bajo a moderado
Deuda Principal con participación de ingresos.	Deuda de primer grado garantizada por activos de la empresa; acuerdo adicional para obtener un porcentaje de ingresos.	Moderado: La participación puede ser negociada debido a una mayor percepción de riesgo (colateral insuficiente, compañía nueva).	Moderado: Los rendimientos son usualmente menores para compensar la participación de ingresos. Si nunca se cumplen los niveles de ventas, baja el rendimiento.
Deuda Principal Convertible	Deuda de primer grado convertible a capital de la empresa a opción del tenedor de la deuda.	Moderado. La conversión puede ser negociada debido a que hay una mayor percepción de riesgo (colateral insuficiente, compañía nueva). Hacer valer la conversión puede ser difícil.	Moderado. El rendimiento por intereses es usualmente más bajo por el elemento de conversión - el tenedor paga una prima por la opción de capital. El tenedor convertirá solo si se anticipa que los rendimientos sobre el capital serán mayores que sobre la deuda.
Deuda subordinada	Deuda de segundo grado (junior) garantizada por activos residuales.	Moderado-alto	Moderado-alto
Deuda subordinada con participación de capital o "kickers".	Deuda de segundo grado (junior) garantizada por activos residuales; acuerdo adicional para cobrar porcentaje de ingresos, o pagos de regalías.	Moderado-alto. La compañía puede no alcanzar sus metas de desempeño y por consiguiente no pagar ninguna participación.	Moderado-alto. Ingresos mayores con participación.
Deuda subordinada con Características convertibles/garantías.	Deuda de segundo grado garantizada por activos residuales. Opción adicional para conversión de deuda a capital, o para ejercer opción de compra de capital a un precio pre Determinado.	Moderado-alto. La conversión y las garantías pueden ser difíciles de hacer valer en mercados menos desarrollados.	Moderado-alto. Utilidades mayores dependen de la conversión
Acciones preferentes.	Capital con dividendos fijos, con o sin derechos	Alto. Tiene preferencia sobre las acciones	Alto. El dividendo es fijo, aunque es determinado por

	limitados de votación.	comunes para el pago de dividendos y activos de la corporación en el caso de bancarota. El atractivo depende del ambiente legal / regulatorio del país.	la Junta Directiva; ya sea acumulativo (hacia delante) o no acumulativo. Dividendos comunes no pueden pagarse si no se pagan dividendos preferentes.
--	------------------------	---	--

PRODUCTO	DESCRIPCION	RIESGO	RENDIMIENTO
Acciones Preferentes Convertibles.	Capital con dividendos fijos, con o sin derechos limitados de votación, convertible a capital común.	Alto. El dividendo fijo es el mismo, la conversión depende del desempeño de la empresa. La convertibilidad puede ser difícil en mercados menos desarrollados.	Alto. El tenedor tiene la opción de hacer la conversión a acciones comunes si la empresa se desempeña bien.
Acciones comunes.	Capital común con derecho a votación.	Alto. Liquidez (egresos e ingresos) basada en el valor de mercado de las acciones y el pago de dividendos.	Los más altos rendimientos potenciales. Totalmente dependiente del desempeño de la compañía, apreciación del valor del capital (y habilidad para salir), y pago de dividendos.

#### 4.12 Nivel de credibilidad a alcanzar frente a los inversores

Cuando se trata de sociedades gestoras de probada experiencia, uno de los elementos que toman en consideración los inversores es los resultados obtenidos por la sociedad de gestión en el pasado.

Sin embargo, es necesario tomar en consideración que la experiencia histórica no es más que un dato, y que por sí misma no constituye una garantía para los resultados futuros. En consecuencia, se trata de una nueva o una experimentada sociedad gestora, los inversores tenderán a evaluar el riesgo de confiar su dinero a un tercero sobre dos pilares fundamentales:

- a. El riesgo estructural implícito.
- b. El riesgo de los resultados a obtener (“performance risk”).

Por tanto, es necesario ser consciente que el inversor tomará en consideración respecto al primer punto las siguientes capacidades:

- El potencial financiero.
- Capacidades de gestión y atención al cliente.
- Capacidad de apoyo a las empresas invertidas.

Respecto al segundo punto, el inversor considerará la fiabilidad de los procedimientos de inversión, la calidad del equipo de gestión y su capacidad de negociación, los sistemas de investigación y apoyo que utiliza la sociedad gestora y su orientación al beneficio.

## **CAPITULO V: DOCUMENTOS COMERCIALES**

### **5. EL MEMORANDO COMERCIAL**

La elaboración del memorando comercial debe tomar en consideración diferentes aspectos cuyo desarrollo coherente permite una correcta comercialización del Fondo.

#### **5.1. Fases de Nivel de desarrollo de las empresas a invertir que emprenderán en el Fondo**

Entre otros, de vital importancia para la buena marcha de un Fondo es la adecuada elección de la tipología de inversión que se aplicará a las diferentes oportunidades que vayan surgiendo. La modalidad o las modalidades que adoptemos, vendrán condicionadas por el tamaño del Fondo, el tamaño de las empresas a invertir, el periodo de duración prevista de la inversión, el grado de maduración de los proyectos, el potencial de crecimiento, etc.



En la terminología del Capital de Riesgo, las distintas fases de inversión que puede abordar un Fondo son las siguientes:

- **Capital SEMILLA:** El emprendedor presenta un concepto de negocio para que se desarrolle, involucrando la producción de un plan de negocio, prototipos y búsqueda adicional. La etapa de este tipo de inversión es anterior a brindar un producto al mercado y empezar una fabricación a gran escala, en consecuencia comporta un nivel de riesgo muy elevado.
- **Puesta en Marcha START-UP:** El emprendedor requiere financiación para acabar el desarrollo de sus productos y financiar el marketing inicial. La compañía se encuentra en sus fases iniciales de comercialización de producto, aunque en ocasiones ya ha realizado algunas ventas.
- **EXPANSIÓN:** El emprendedor busca financiación para hacer crecer y expandir la compañía que ya está establecida. Por ejemplo, para financiar un incremento en la capacidad de producción, desarrollo de producto, marketing y para proveer capital de trabajo adicional. Se conoce también como capital desarrollo o de crecimiento. Esta modalidad presenta un perfil de riesgo más bajo que las anteriores.
- **Adquisición con apalancamiento (MANAGEMENT BUY-OUT / BUY-IN):** Son adquisiciones de empresas en que una parte sustancial del precio de compra se financia con deuda garantizada por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos a medio camino entre recursos propios y ajenos (mezzanine financing). En la modalidad BUY-OUT los adquirentes de la empresa son directivos de la propia compañía. Mientras que en la modalidad BUY-IN los adquirentes pertenecen al equipo directivo

de otra empresa. En ocasiones puede producirse una mezcla de las dos modalidades (BIMBO).

- Reorientación (Turn around). Modalidad que permite financiar un cambio en la orientación estratégica de una empresa en dificultades.
  
- Capital de Sustitución (Replacement Capital). Son operaciones en las que el inversor de Capital de Riesgo sustituye algún grupo accionario de la empresa invertida. En realidad, no se produce una nueva aportación de Fondos, sino una sustitución de parte de los existentes. Normalmente estas operaciones se producen en empresas de carácter familiar con el doble objetivo de:
  - Eliminar posibles conflictos de interés.
  - Profesionalizar los órganos de gobierno y dirección de la empresa.

Todo Fondo debe identificar una clara especialización del tipo de inversiones que quiere realizar y normalmente, en la caso de Fondos destinados a PYMES el tipo de inversión que se plantea es la de Capital de Arranque y/ o Expansión. El capital semilla, que implica una componente de riesgo muy alto, es proveído normalmente desde el sector público. Las operaciones de Management Buy-Out, Management Buy-In, etc. son propias de Fondos que orientan sus inversiones a tamaños de empresas superiores a las PYMES.

## **5.2. Tipo de empresas a invertir**

Muchas compañías pequeñas son negocios life-style, cuyo objetivo es proveer de un buen nivel de vida y una satisfacción laboral a sus dueños. Estos negocios generalmente no son apropiados para la inversión de capital

accionarial de capital-riesgo, pues no pueden proveer de retornos financieros adecuados para provocar el interés de un inversor externo. Sin embargo, si pueden ser atractivas para la utilización de instrumentos de cuasi-capital, si la rentabilidad objetivo del Fondo es permisible.

Los negocios emprendedores se distinguen por sus aspiraciones y su potencial de crecimiento, independientemente de su tamaño.

Como norma se dice que a menos que un negocio pueda ofrecer la perspectiva de un crecimiento significativo en un plazo máximo de 5 años, no es conveniente invertir por parte de un Fondo de Capital Riesgo.

El capital-riesgo, pues, es sólo para empresas con ambición e importantes proyecciones de crecimiento, que dispongan de promotores y directivos conocedores del negocio y capaces de convertir las expectativas de su Plan de Negocio en realidad.

Antes de abordar una inversión, es necesario formular los siguientes cuestionamientos:

- ¿Tiene el equipo experiencia relevante y buena reputación en el sector?  
¿Existe un liderazgo claro y una dirección competente en las áreas complementarias de gestión: marketing, finanzas, etc.?
- ¿Tiene la compañía importantes perspectivas y la capacidad necesaria para materializarlas en un periodo de tiempo corto?
- ¿Tiene la compañía un plan de negocio bien definido y realista?
- ¿Tiene la compañía un producto o servicio con un perfil competitivo?
- ¿Existe un compromiso económico y/o de riesgo por parte de los promotores proporcionado a su nivel de ambición?

A partir de estas premisas, es necesario identificar aquellos proyectos que hayan tenido un crecimiento superior a la media del sector en los últimos tres años tanto en volumen de ventas como en rentabilidad sobre el capital, y que tengan además proyectos claros de expansión futura.

Así de las empresas identificadas se debe efectuar una selección previa de aquellas en las que se puede invertir y mantener conversaciones con algunas de ellas para empezar a despertar su interés en el proyecto.

Es necesario tener en cuenta que el periodo de maduración de una inversión puede oscilar en condiciones normales, entre 4 y 12 meses y en consecuencia para ser capaces de invertir en el primer año de vida del fondo, el identificar inversiones previas a su lanzamiento es de gran interés.

Ello además, es de utilidad durante la fase de comercialización del fondo ya que puede convertirse en un atractivo adicional para los potenciales inversores que podrán constatar la existencia de un pipeline de posibles inversiones que sustentan el planteamiento del fondo (existencia de demanda, instrumentos financieros a emplear, tamaño promedio de las inversiones, cobertura geográfica, etc.) y que genera un clima de confianza respecto de las expectativas planteadas.

### **5.3. Fuentes utilizadas para la identificación de proyectos**

En esta fase, se identifican las posibles fuentes de financiación que podrían ser aplicables a los proyectos. Se toma en cuenta las posibles fuentes de financiaciones tanto públicas como privadas. El método a seguir es en primer lugar, establecer una clasificación de los proyectos, de acuerdo con la líneas de

actuación, y segundo, identificar las fuentes de financiación existentes aplicables a cada tipo de proyecto.

Dentro de las principales fuentes de financiación tenemos:

- Información derivada de estudios previos.
- Información procedente de líderes del sector.
- Información procedente de organizaciones empresariales.
- Red de contactos personales.

#### **5.4. Modelo de gestión a ser implementadas**

Con independencia de que la razón de ser de un Fondo de Capital de Riesgo se justifica a partir de la ayuda al crecimiento de las empresas en las que se invierte y la rentabilidad potencial a obtener de estas inversiones. Los modelos de gestión pueden diferir de un Fondo a otro, tanto desde el punto de vista de filosofía de gestión como de organización interna. Por ello, es deseable definir muy claramente estos aspectos al objeto de que el potencial inversor disponga de elementos de juicio suficientes a la hora de decidir su aportación.

La impronta de la filosofía de gestión la determina la personalidad de los promotores y gestores del Fondo, así como las características del propio Fondo: Tamaño, fases de desarrollo en las que se invierte, recursos disponibles, etc.

Es importante definir los siguientes aspectos:

a) Modelo de Asociación deseado con las empresas objeto de inversión:

El tipo de relación a establecer con las empresas a invertir puede tener diferentes grados de intervención. En los extremos se situaría una fuerte política intervencionista que conferiría además de la presencia en el Consejo de Administración de la empresa, la intervención periódica y la tutela de la misma con el objeto de ayudar a la consecución de su plan de negocio desde un fuerte compromiso del inversor en el desarrollo cotidiano de la firma.

En el extremo contrario, se establecería un modelo en el que con independencia de la presencia en el Consejo de Administración, la intervención de la sociedad Gestora sería mínima y se limitaría a mantenerse informada y a hacer las sugerencias estratégicas oportunas en el marco del Directorio.

Las empresas en fase de arranque requieren, sobre todo el primer año de actividad, de una tutela muy intensa para corregir las posibles desviaciones, y en caso necesario, reorientar las estrategias pre-establecidas.

Para una empresa PYME, la entrada de dinero nuevo procedente de un Fondo, ya sea en forma de capital o de cuasi-capital, constituye una gran oportunidad para potenciar su crecimiento y aumentar sus beneficios a condición que la utilización del dinero sea extremadamente profesional y convenientemente arropada.

b) Modelo de relación a establecer con los inversores:

El modelo de relación, al igual que el posicionamiento de la Administradora en las empresas en las que invierta, puede tener diferentes niveles de intervención.

En este punto conviene resaltar que un Fondo puede concebirse desde un equipo promotor que posteriormente será el encargado de administrarlo o bien, desde la voluntad de uno o varios inversores que detectan una necesidad de mercado y deciden implementar el Fondo, asumiendo a partir de tal decisión el protagonismo en la selección de la administradora y en la configuración de los órganos de gobierno del Fondo.

Quiere ello decir que, según quien sea el impulsor del Fondo el modelo de relación puede ser diferente y el nivel de involucración de los inversores del Fondo también.

De hecho las compañías administradoras jóvenes y, en consecuencia, con escaso bagaje, si bien pueden concebir la puesta en marcha de un Fondo necesitarán consensuar normalmente, su estructura y su modus-operandi con uno o dos inversores de referencia, lo cual conduce a un modelo de relación mixto en el que aun respetándose la independencia de la Sociedad Administradora, se dispone de un Comité de Inversión con presencia directa o indirecta de los inversores de referencia.

Cuando la Sociedad Gestora dispone de una amplia experiencia y de probados logros, la relación con los inversores es de carácter informativo, ya que todo el modelo de gestión y reglamentación del Fondo lo desarrolla sobre la base de sus logros y sus experiencias.

c) Principios éticos por los que se regirá la gestión.

Un mercado transparente es una condición fundamental para el correcto desarrollo de los negocios y el impulso del crecimiento económico de un país.

A partir de esta afirmación, parece evidente que tanto el planteamiento de un Fondo como sus criterios de gestión deben responder a principios de ética empresarial que más allá de un planteamiento meramente filosófico, partan de la conciencia que este comportamiento incide directamente en el tejido social en el que actúa. Y que en cualquier caso, el principio de actuación que les mueve debe corresponderse con esta voluntad.

En términos generales un directivo en su toma de decisión debe plantearse tres preguntas básicas: (Kenneth, 1989)

- ¿Es legal lo que plantea?
- ¿Es equilibrado? Es decir, ¿puede el planteamiento ser perjudicial para alguna de las partes? Cuando una decisión es desequilibrada todas las partes acaban perdiendo.
- ¿Cómo se sentirá a partir de la decisión que tome y como se sentirán los afectados por la misma?

Estas exigencias éticas deberán corresponderse con la estructura organizativa planteada. Se puede partir de un concepto moral y apriorístico de un buen comportamiento ético como norma de conducta, pero razones morales aparte, tal y como se ha mencionado, un comportamiento basado en la transparencia y unos principios éticos de gestión es una condición indispensable para garantizar el desarrollo de un sector privado competitivo y propiciar el crecimiento económico, todo ello respetando el entorno y las necesarias prácticas de respeto medioambiental. Por consiguiente la estructuración de un Fondo, deberá contar con cuatro pilares básicos:

- Un reglamento de Gestión que regule las relaciones y responsabilidades de los diferentes agentes que forman parte del Fondo, estableciendo



claramente las reglas del juego sobre las que se regirá el Fondo, prevea las posibles situaciones de conflicto de interés y establezca los mecanismos adecuados para evitarlos.

- La Junta de Partícipes, (Asamblea de Inversores) que deberá ser informada periódicamente sobre las decisiones de inversión que se adopten, así como de los posibles conflictos de interés que se susciten, a la vez que se reservará para sí, la determinación de las líneas estratégicas del Fondo.
- La Sociedad Gestora que asumirá la gestión diaria del Fondo de acuerdo con el marco reglamentario que se establezca.
- El Comité de Inversión que tomará las decisiones de inversión a propuesta de la Sociedad Gestora. Con independencia de su composición definitiva, es muy importante que las decisiones de este Comité se tomen de forma independiente y en caso de eventuales conflictos de interés, el reglamento del Fondo prevea el mecanismo adecuado para su resolución. El Comité de Inversión deberá velar además por que las inversiones se realicen en empresas que no perjudiquen el entorno medioambiental.

Este esquema organizativo responde a la voluntad de actuar con transparencia y se convierte en un modelo equilibrado en el que las posibles desviaciones sobre la voluntad de transparencia queden puestas de manifiesto y son susceptibles de corrección inmediata.

El modelo se complementa con obligaciones informativas de auditoría anual por firma de reconocido prestigio y reporte de gestión. Todo ello sin menoscabo del siempre eficaz establecimiento de canales de relación franca e informal con los inversores, al objeto de asegurar la máxima transparencia.

d) Órganos de gobierno del Fondo.

En términos generales un Fondo de Capital Riesgo dispone tres tipos de órganos de gobierno:

- Órganos de Decisión: Junta de Partícipes y Comité de Inversiones.
- Órganos de Gestión: Sociedad Gestora.
- Órganos de Asesoramiento: Comité Asesor de los Inversores y asesoría contable, legal, fiscal y técnica.

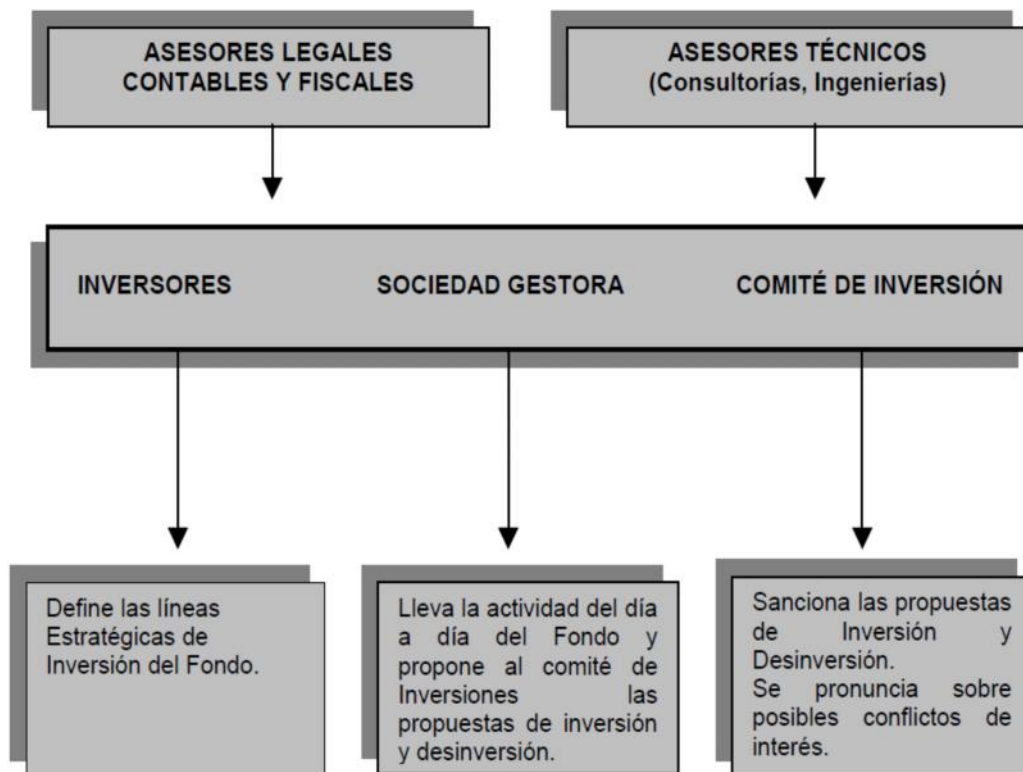


Gráfico No. 6: Estructura de gobierno típica de un fondo de capital riesgo

## 5.5. Estructura del memorando Comercial

El memorando comercial es el documento que sirve de base para comercializar el fondo entre los diferentes posibles inversores. Es probable que cuando se desarrolla el documento, se hayan comentado previamente con algún posible inversor que por su relevancia institucional y por su orientación haya considerado que el proyecto es de su interés y puede haber hecho un compromiso verbal e inclusive escrito de participación, condicionado a la obtención de Fondos adicionales. Si este fuere el caso, se le solicita autorización para incorporarlo como socio estratégico en el documento de comercialización.

El documento deberá explicitar los siguientes aspectos:

*Un sumario ejecutivo* en el que se detallará la definición del proyecto, sus objetivos, su justificación y su oportunidad. (El sumario recogerá en dos, máximo tres páginas un resumen de la justificación, perfil, objetivos y aspectos más relevantes del Fondo)

*Las características principales del Fondo.* (De modo esquemático se describirán las características fundamentales del proyecto)

*Equipo y logística* necesaria para gestionar el Fondo. (En este apartado se formulará una descripción de los promotores, equipo de inversión del Fondo, detallando su experiencia conjunta, sus logros profesionales y sus capacidades para el proyecto que plantea, haciendo una descripción detallada de su filosofía de gestión. Así mismo se explicitarán las condiciones y recursos necesarios para la gestión del proyecto).

*Descripción y compromiso de los Socios estratégicos, (si los hay).*

*Plan de Negocio del Fondo.* (El Plan de negocio recogerá “in extenso”, los objetivos, la estrategia comercial, los criterios de inversión, el calendario de actuación, los proyectos pre-identificados, etc.)

*Los elementos de Riesgo que pueda plantear el Fondo para los inversores.*

*Rendimientos esperados de la inversión.* (En este apartado incluiremos el modelo financiero previsto).

Definición de los principales términos legales usados en el documento para su correcta interpretación.

### **5.5.1 Características principales del Fondo**

Los principales elementos que definen un fondo de inversión son los siguientes:

- a. Unión de recursos en propiedad colectiva: cada inversor es dueño en forma proporcional del total de todos los activos del fondo, así como responsable de los riesgos, pérdidas y ganancias que pueden producirse. El fondo es una sociedad en la cual los aportantes reciben participaciones, que son títulos de propiedad del fondo. Cada participación tiene un mismo valor en el Mercado, de forma que si un inversor desea una mayor proporción, tiene que poseer un mayor número de participaciones.
- b. Políticas de administración y de inversión predefinidas: el fondo es diseñado de tal modo que sus políticas de inversión sobre los instrumentos, el grado de diversificación, las expectativas, y el grado de aversión al riesgo influyen en los inversores. Así pues, es un instrumento que sigue una determinada

política para reunir a inversores que tengan las mismas preferencias de inversión y riesgo.

- c. Administración profesional: es una sociedad de valores la que tiene la gestión del fondo. Ésta aporta sus conocimientos, infraestructura y organización para administrar el fondo y decidir la composición de la cartera. De esta forma, se logran las llamadas economías de escala o ahorros, ya que el coste de gestión y composición es pagado por todos los partícipes, lo cual sería imposible para pequeños inversores de forma individual.
- d. Transparencia: es una de las principales características que se les exige a las sociedades gestoras, y se obtiene mediante:
  - Elaboración de un reglamento: se definen límites dentro de los cuales el administrador puede tomar decisiones de inversión.
  - Leyes y regulaciones: se establecen los requisitos que deben cumplir los fondos y su administración, tales como definición de políticas de inversión, parámetros mínimos de diversificación, etc.
  - Derecho por parte del inversor y ajenos a verificar que el administrador está cumpliendo con el proyecto, leyes y normas existentes.
  - Elaboración de un boletín de información periódico donde se muestra la cartera de inversión del fondo, así como la evolución en los últimos periodos.

Una vez que se dispone de toda la información detallada, acordando en las características previamente definidas, se esté en condiciones de elaborar un perfil del fondo.

### 5.5.2 Equipo y logística necesarios para la gestión del Fondo

La gestión del Fondo requiere de:

- Recursos Humanos.
  - Gestores directos.
  - Asesores
- Recursos Económicos.
- Entorno logístico.

Conviene a partir de aquí analizar las necesidades prestando especial atención al componente humano, dado que es la clave para una gestión eficaz del Fondo.

En el caso de tener que proceder a la selección del equipo gestor del Fondo, se debe prestar especial atención a los extremos: Filosofía de gestión, definición del perfil y aptitudes de las personas a contratar, exigencia ética, y esquema de remuneración a establecer.

La filosofía de gestión debe ser compatible con los principios diseñados para el Fondo respecto a las relaciones y principios a establecer con las empresas participadas y los inversores del Fondo, además de contemplar la necesaria exigencia ética previamente comentada. Para poder perfilar correctamente las necesidades se debe tomar en consideración aspectos tales como:

- Tamaño y tipo de sociedades en las que se quiere invertir el Fondo.
- Porcentajes máximos y mínimos de participación en el capital.
- El nivel máximo de riesgo dispuesto a asumir en un solo proyecto en relación con el tamaño del Fondo.

- Si el Fondo tiene carácter multisectorial, cual es el nivel de riesgo máximo a asumir en un determinado sector.
- Forma de proponer la posible resolución de conflictos de interés.
- Estructura de las remuneraciones del Fondo y el esquema de reembolso de las participaciones.

### **5.5.3 Descripción y compromiso de los socios estratégicos**

En las últimas décadas, se ha observado un cambio en el rol de las empresas en la sociedad. Algunas de las tendencias claves que han causado este giro incluyen la globalización de los mercados, el nacimiento de desafíos sociales y ambientales a nivel global, así como la decreciente capacidad de los gobiernos para encarar estos temas en solitario. Más aún, ha aumentado la influencia de las organizaciones de la sociedad civil. Uno de los resultados de estas tendencias consiste en un aumento de la complejidad y la dinámica del contexto operativo de todo tipo de organizaciones, incluyendo las empresas. A fin de comprender y tratar de resolver los temas que surgen de esta complejidad dinámica, los distintos actores, ya sean empresas, organizaciones de la sociedad civil o gobierno dependen cada vez de las posibilidades que tengan de compartir información y trabajar en conjunto.

En este contexto cambiante, las empresas juegan un rol más importante que antes. Sus actividades tienen un impacto económico, ambiental y social en la sociedad, tanto en la escala local como global. En muchos países, las compañías participan activamente en el desarrollo de políticas públicas y cambios de legislación.

Más aún, en muchas partes del mundo, la ola de privatizaciones y la creciente formación de alianzas intersectoriales han profundizado el rol del

sector privado en la prestación de servicios tradicionalmente considerados públicos. La mayor participación de las empresas privadas en las actividades de desarrollo internacional a menudo en colaboración con organismos internacionales constituye un cambio notable en este contexto.

En la actualidad, la vanguardia de la comunidad empresarial ha empezado a valorar las contribuciones de la participación de los socios estratégicos en el aprendizaje y la innovación de productos y procesos, así como en el logro de la sostenibilidad de las decisiones estratégicas dentro y fuera de las compañías. Estas relaciones permiten a las empresas alinear su desempeño social, ambiental y económico con su estrategia principal. Estos procesos de relación implican la suma de los recursos (de know-how, financieros, humanos u operativos) que pueden ayudar a las partes a obtener conocimientos, superar desafíos y alcanzar metas que ninguna de ellas podría lograr de forma independiente.

A pesar de los desafíos obvios, los resultados de las mejores prácticas posibles en las relaciones justifican claramente los esfuerzos necesarios. Las relaciones exitosas no sólo ayudan a las empresas a asegurar su liderazgo en un contexto cada vez más complejo y cambiante, sino que sirven también para producir los cambios sistemáticos que requiere el desarrollo sostenible.

Las relaciones efectiva y estratégicamente alineadas sirven para:

- Facilitar una mejor gestión de riesgo y reputación
- Permitir que las empresas aprendan de sus socios, lo que genera mejoras de productos y procesos



- Desarrollar la confianza entre una empresa y sus socios
- Posibilitar la comprensión del contexto complejo de los negocios, incluso el desarrollo de mercados y la identificación de nuevas oportunidades estratégicas.
- Informar, educar e influenciar a los socios y al entorno empresarial para mejorar sus procesos de toma de decisiones y las acciones que afectan a las compañías y a la sociedad
- Conducir a un desarrollo social más equitativo y sostenible al brindar una oportunidad de participar en los procesos de toma de decisiones a quienes tienen derecho a ser escuchados
- Permitir la combinación de recursos (conocimiento, personas, dinero y tecnología) que resuelva los problemas y alcance objetivos que las organizaciones no pueden lograr de forma independiente

Por ende y, en caso de llegar a un acuerdo con los socios estratégicos, es conveniente detallar las características y compromiso de la inversión, a la vez que es necesario especificar claramente las motivaciones que hayan conducido a considerar el interés de participar en el Fondo propuesto.

#### **5.5.4 Plan de Negocio del Fondo**

El plan de negocio del Fondo debe explicitar los objetivos comerciales del mismo, la forma de aproximarlos, el calendario de inversión, las limitaciones a la inversión y los recursos económicos necesarios, para el cumplimiento de los objetivos.

Los Fondos de Capital de Riesgo tienen habitualmente el siguiente esquema de remuneración:

INVERSION	FUENTES DE INGRESO	FUENTES DE GASTO
Fondos Aportados por los Inversores.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Devoluciones del Capital.</li> <li>• Ganancias del capital.</li> <li>• Intereses derivados de las cantidades aportadas y no invertidas.</li> <li>• Ingresos procedentes de actividades de asesoría realizadas por la Sociedad Gestora en las empresas participadas cuyos honorarios netos se aplican al Fondo total o parcialmente.</li> <li>• Dividendos procedentes de las sociedades participadas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gastos Preoperativos.</li> <li>• Comisiones de colocación (<i>si las hay</i>).</li> <li>• Comisión de Gestión a pagar a la Sociedad Gestora.</li> <li>• Comisión de éxito a pagar a la Sociedad Gestora</li> <li>• Gastos Jurídicos.</li> <li>• Gastos de Auditoria.</li> <li>• Gastos derivados de operaciones no concretadas.</li> <li>• Gastos derivados de informes técnicos y asesorías relativas a los proyectos de inversión.</li> </ul>

Sobre la base de este esquema de ingresos y gastos, el modus operandi habitual, cabe establecerlo como:

#### **Fase de Desembolso.**

- Compromiso de Inversión por un determinado importe.
- Primer desembolso.
- Posteriores desembolsos a petición de la Sociedad Gestora en función de sus compromisos de inversión.
- Periodo de inversión suele abarcar un lapso de entre 3 y 4 años.
- Primeras desinversiones suelen producirse entre el año 4 y el año 5 de actividad del Fondo.

### **Fase de recuperación del Capital:**

- A medida que se van produciendo las desinversiones se procede a la devolución del capital a los inversores en el fondo.
- Debe también atenderse al pago de la tasa de retorno preferente que normalmente se instrumenta tomando una tasa de interés anual según el país del que se trate, ésta se actualiza con algún índice de referencia para protegerse de la inflación.

### **5.5.5 Elementos de riesgo**

La inversión en fondo de capital riesgo comportará elementos de riesgo y en consecuencia la inversión en el mismo es apropiada para todos aquellos inversores ya sean, institucionales, privados o sociedades que convenientemente advertidos, disponen de suficientes recursos y pueden permitirse inmovilizar el montante de su inversión.

Es necesario considerar los siguientes elementos de riesgo antes de comprometer la inversión en fondo de inversión, fondo de capital riesgo:

<b>Riesgos inherentes a las tomas de participación previstas</b>	El Fondo tiene como objetivo el invertir en empresas jóvenes y prioritariamente en sectores que comportan elementos significativos de riesgo. Además, este tipo de empresas afectan generalmente sus recursos a la financiación de su crecimiento y distribuyen poco dividendo.
<b>Retorno de la inversión a Largo Plazo</b>	El reembolso del capital invertido y la realización de beneficios no se producirán hasta que se produzcan las desinversiones. Para que ello sea posible debe transcurrir un número de años suficiente durante los cuales el Inversor no obtendrá retornos de su inversión.
<b>Ausencia de Liquidez</b>	Los activos del Fondo estarán constituidos por

	títulos de empresas no cotizadas en el mercado bursátil con lo cual, la posibilidad de negociar los títulos se halla muy condicionada. Por otra parte, no existen garantías de que las desinversiones puedan producirse en los plazos previstos.
<b>Comisión de Gestión en ausencia de Inversiones</b>	Con independencia de las favorables expectativas de fondo de inversión, fondo de capital riesgo para la identificación y estructuración de oportunidades de inversión, existe siempre el riesgo de no alcanzar las expectativas previstas que permitan invertir la totalidad de los compromisos adquiridos por los inversores. Ello, no obstante, el fondo deberá proceder semestralmente, al pago de la Comisión de Gestión acordada calculada sobre la base del Capital Comprometido por los Participes inclusive antes de que el Capital Comprometido sea desembolsado en su totalidad.
<b>Riesgos ligados a la Refinanciación</b>	En el caso de que el fondo acordara una financiación puente a una determinada inversión con la idea de refinanciar una parte de la mencionada inversión, existe el riesgo de que el fondo no consiga la mencionada refinanciación y en consecuencia el fondo tendría un montante invertido bajo la fórmula de financiación puente a largo plazo y no podría invertir estos fondos en otras inversiones.
<b>Conflictos de Interés</b>	Si el Reglamento de Gestión del Fondo presta una especial atención a la evitación de posibles conflictos de interés y está previsto que la Sociedad Gestora consulte con el Comité Asesor sobre las operaciones en las que, pudieren surgir conflictos de interés; la posibilidad de que se produzcan conflictos no puede ser enteramente descartada.
<b>Incumplimiento por parte de los Inversores de sus obligaciones de desembolso</b>	Aunque existen sanciones significativas aplicables a cualquier Inversor que no cumpla correctamente con los compromisos de desembolso, el incumplimiento de estos en el momento de su pudiere provocar la pérdida de oportunidades de inversión para el Fondo o suscitar efectos desfavorables para el mismo.
<b>Control de la Sociedad Gestora</b>	La actividad del Fondo será gestionada por la Sociedad Gestora que actuará con criterios de independencia en el desarrollo de su gestión y aunque los inversores disponen de mecanismos de control importantes y de un Comité Asesor de carácter consultivo, no disponen de la posibilidad de intervenir en la gestión del Fondo.

### 5.5.6 Rendimientos esperados de la inversión

Los objetivos financieros pueden diferir de forma considerable en cada fase del ciclo de vida de un negocio. La teoría de la estrategia de negocios sugiere varias estrategias diferentes, que las unidades de negocio pueden seguir, y que van desde un crecimiento agresivo de la cuota de mercado hasta la consolidación, salida y liquidación. A fin de simplificar, sólo se identifican tres fases:

- **Crecimiento:** Es la fase más temprana del ciclo de vida de los negocios. En esta fase los negocios pueden operar con cash flows negativos y muy bajos rendimientos sobre el capital invertido. En este caso el objetivo financiero será un porcentaje de crecimiento de ventas en los mercados, grupos de clientes y regiones seleccionados, manteniendo unos niveles de gasto adecuados para el desarrollo de los productos y los procesos, los sistemas, las capacidades de los empleados y el establecimiento de nuevos canales de marketing.
- **Sostenimiento:** En esta fase los negocios siguen atrayendo inversiones y reinversiones, pero se les exige que obtengan unos excelentes rendimientos sobre el capital invertido, los proyectos de inversión se dirigirán más a solucionar cuellos de botella, a ampliar la capacidad y a realizar la mejora continua. En esta fase el objetivo financiero que se persigue está relacionado con la rentabilidad. Las medidas utilizadas relacionan los ingresos contables obtenidos con el nivel de capital invertido en la unidad de negocio. Medidas como los rendimientos sobre las inversiones, los rendimientos sobre el capital empleado y el valor añadido económico.
- **Cosecha:** En esta fase la empresa quiere cosechar o recolectar las inversiones realizadas en las dos fases anteriores. Estas empresas ya no requieren inversiones importantes, sólo lo suficiente para mantener los

equipos y las capacidades, y no para ampliar o crear nuevas capacidades. El objetivo principal es aumentar al máximo el retorno del cash flow a la corporación. Los objetivos financieros en esta fase serían el cash flow y reducir las necesidades de capital circulante.

Para cada una de las tres fases estratégicas por las que pasa una organización, existen tres temas financieros que impulsan las expectativas de los inversores:

- **Crecimiento y diversificación de los ingresos:** implica la expansión de la oferta de productos y servicios, llegar a nuevos clientes y mercados, cambiar la variedad de productos y servicios para que se conviertan en una oferta de mayor valor añadido. *El indicador más común, sería la tasa de crecimiento de las ventas y la cuota de mercado regional y de clientes seleccionados.*

Indicadores: Porcentaje (%) de crecimiento en ventas de nuevos productos o servicios.  
Cuota de mercado.

**Nuevos Productos:** Los negocios en fase de crecimiento acostumbran a poner el énfasis en la expansión de las líneas de productos existentes o a ofrecer productos y servicios completamente nuevos.

Indicadores: % de ingreso de nuevos productos en un tiempo determinado.

**Nuevas Aplicaciones:** Los ejecutivos de negocios en fase de sostenimiento creen que es más fácil y más económico aumentar los ingresos gracias a productos existentes a lo que se les encuentran nuevas aplicaciones.

Indicadores: % de ventas en volumen y en dinero.

**Nuevos clientes y Mercados:** Hacer llegar los productos y servicios existentes a nuevos clientes y mercados también puede ser un camino deseable para el crecimiento de los ingresos.

Indicadores: % de ingresos procedentes de nuevos clientes.  
No. de clientes por segmento y regiones.

**Nuevas relaciones:** Muchas empresas emprenden estrategias para aprovechar la sinergia entre sus diferentes unidades de negocios o clientes de distintos productos, haciendo que estas unidades de negocios cooperen entre sí en el desarrollo de nuevos productos que brinden mayores satisfacciones a los clientes mediante un mayor valor añadido o ventas a los clientes actuales.

Indicadores: Volumen de ingresos obtenido por ventas de servicios con valor añadido (o por colaboración entre unidades de negocios).

**Nueva estrategia de precios:** Puede que las organizaciones maduras se encuentren en la necesidad de subir los precios cuando los ingresos no cubren los costos. Una ayuda a esta decisión sería un buen indicador que permita conocer cuándo deben incrementarse los precios.

Indicadores: % de rentabilidad por producto o servicio.  
% de rentabilidad por cliente.

- **Reducción de costos/mejora de la productividad:** El objetivo de esta acción supone esfuerzos para rebajar los costos directos de los productos y servicios, reducir los costos indirectos y compartir los recursos comunes con otras unidades de negocio.

**Aumento de la productividad de los ingresos:** El objetivo de productividad para las empresas en fase de crecimiento debe centrarse en el crecimiento de los ingresos (ingresos por empleado), para animar los cambios a productos y servicios con mayor valor añadido y para aumentar las capacidades de personal y físicos de la empresa.

Indicadores: % de ingresos por empleado.

**Reducción de los costos unitarios:** Los negocios en fase de sostenimiento lograrán mayor rentabilidad y rendimiento sobre las inversiones, al alcanzar costos competitivos, mejorando los niveles de gastos indirectos y de apoyo.

Indicadores: Costo por unidad producida o servicio.

**Mejorar el Mix de los Canales de Distribución:** Se refiere a la diversidad de canales que posee la empresa para que el cliente pueda realizar transacciones comerciales. (Ejm: cajeros automáticos, comunicación electrónica para pedidos directos, enlaces de internet, etc), cada día se hace más evidente los bajos costos de los canales electrónicos versus los canales tradicionalmente manuales.

Indicadores: No. 0 % de transacciones ejecutadas por canal.



**Reducir los gastos de explotación:** Se refiere a la reducción de gastos de ventas, generales y administrativos, en comparación con los costos o ingresos totales.

Indicadores:      Tradicionales:

% de gastos de ventas o generales de las ventas totales.

Ideal:

Volumen de gastos vs. Volumen de calidad y cantidad de resultados

Relación Input vs Output

### Temas estratégicos

		Crecimiento y diversificación de los ingresos.	Reducción de costos/mejora de la productividad	Utilización de los activos
ESTRATEGIA DE LA UNIDAD DE NEGOCIO	<b>CRECIMIENTO</b>	Tasa crecimiento de vtas x segmento % de los ingresos procedentes de nuevos productos, servicios y clientes.	Ingresos/empleados	Inversiones (% de ventas) I+D (% de ventas)
	<b>SOSTENIMIENTO</b>	Cuota de cuentas y clientes seleccionados. Venta Cruzada %ingr. De nuevas aplicaciones Rentabilidad de la línea de productos y clientes.	Costo frente a competidores. Tasas de reducción de costos. Gtos. Indirectos (% de ventas)	Ratios de capital circulante (ciclo de maduración) ROCE por categorías de activos clave. / Tasas de utilización de activos
	<b>RECUPERACION</b>	Rentabilidad de la línea de producto y clientes. % de clientes no rentables	Costos por unidad (por unidad de output, por transacción)	Período de recuperación (Pay-back) Throughput

Gráfico No. 7 Temas estratégicos

- **Utilización de los activos/estrategias de inversión:** En este caso los ejecutivos para aumentar los rendimientos obtenidos de sus activos físicos y

financieros, se esfuerzan por reducir los niveles de capital circulantes que se necesitan para apoyar a un volumen y una diversidad de actividades del negocio, también tratan de darle un mayor aprovechamiento a sus activos poco utilizados en su capacidad, utilizando de modo más eficiente los recursos y vendiendo los activos que proporcionan unos rendimientos inadecuados.

Indicadores: Rendimiento sobre capital empleado.  
Rendimiento sobre inversiones.  
Valor añadido económico.

**Ciclo de Caja:** El capital circulante, especialmente las cuentas por cobrar, las existencias y las cuentas a pagar, es un elemento importante para muchas empresas. Así pues, el ciclo de caja representa el tiempo necesario para que la empresa convierta los pagos a los proveedores de inputs, en cobros a los clientes.

Indicadores: No. de días crédito o días calle.

**Mejorar la utilización de los activos:** Otras medidas de utilización de los activos pueden centrarse en mejorar los procedimientos de inversión, tanto para mejorar la productividad de los proyectos de inversión como para acelerar dichos procesos, a fin de que los ingresos en dinero procedentes de estas inversiones se realicen más rápido.

Indicadores: Tiempo de fabricación.  
Aumento de la Capacidad Operativa.  
Mejor uso de capacidad técnica del personal.  
Tiempo y Dinero invertido en investigación.

## 5.6 Ejemplo aplicativo de memorando comercial

Características principales del Fondo, ejemplo de modelo de presentación:

### FONDO INVER-ESPE.- Características Principales

<b>El Fondo</b>	El Fondo debe invertir en empresas que reúnan las características definidas previamente mediante la fórmula de tomas de participación en el capital y eventualmente, mediante operaciones de casi-capital (préstamos participativos, subordinados, etc.). Especial atención se debe prestar a las expectativas y diseños de desinversión, desde el mismo momento en que deciden participar en una empresa.
<b>Objetivos del Fondo</b>	Se trata de ampliar la oferta de fondos de esta naturaleza, implicar el máximo posible de actores económicos, contribuir a la adecuada capitalización y proyección de los proyectos objeto de inversión, teniendo en cuenta que el objetivo último del Fondo consiste en maximizar la rentabilidad de su inversión. El fondo debe perseguir la triple finalidad de: 1. Actuar según las prácticas y criterios de rentabilidad propios del Venture Capital. 2. Animar y favorecer el desarrollo de las empresas y proyectos innovadores capaces de mejorar la competitividad económica y favorecer el crecimiento. 3. Maximizar los rendimientos económicos de su inversión.
<b>Dotación del fondo</b>	El objetivo del Fondo es el de un montante de xxx dólares, invirtiendo una media del 2% al 5% del importe total por proyecto en empresas PYMES con base tecnológica y/o con proyectos fuertemente innovadores. Y que tengan unos volúmenes de facturación de hasta yyy miles de dólares anuales.
<b>Enfoque</b>	Las inversiones deben tener un carácter multisectorial e ir destinadas a aquellas empresas que planteen proyectos claramente INNOVADORES que faciliten su competitividad y crecimiento. Especial atención se debe otorgar, sin embargo, a los sectores relacionados con la denominada "Nueva Economía": (i) Tecnologías de la información y comunicaciones, (ii) Proyectos relacionados

	<p>con actividades y servicios “on line”, (iii) Proyectos relacionados con la industria de contenidos, (audiovisual, multimedia, etc), (iv) Proyectos relacionados con las ciencias de la vida, tales como, biotecnología, salud, agribusiness, etc. (v) Proyectos relacionados con el medio ambiente.</p>
<b>Modalidades y políticas de INVERSIÓN</b>	<p>El Fondo debe invertir en las empresas que reúnan las características definidas en el apartado anterior mediante la fórmula de tomas de participación en el capital y eventualmente, mediante operaciones de casi-capital (préstamos participativos, subordinados, etc.). Especial atención se prestará a las expectativas y diseños de desinversión, desde el mismo momento en que se decida participar en una empresa.</p>
<b>Estructura de Participaciones</b>	<p>Las inversiones deben tener un carácter minoritario y no podrán ser superiores al 35%, salvo autorización expresa del Comité de Inversiones.</p> <p>Por otra parte, una inversión no podrá ser superior al 15% del importe total del Fondo y un determinado sector no podrá absorber más del 30% de dicho importe total. Algunas inversiones se deben realizar en dos o más fases, invirtiendo en la primera fase hasta el 3% del importe, y reservando el saldo que se estime procedente, con las limitaciones ya señaladas, para cubrir las futuras inversiones.</p>
<b>Duración del Fondo</b>	<p>El Fondo debe tener una duración de diez años, con la posibilidad de ser ampliado en un año o dos años.</p>
<b>Sociedad Gestora</b>	<p>Sociedad gestora XXXXX, sociedad autorizada por el Consejo Nacional de Valores. El equipo de gestión de sociedad gestora XXXXX debe ser asistido por un Comité tecnológico que evalúa e informa sobre la viabilidad técnica de los proyectos a invertir.</p>
<b>Junta de Partícipes</b>	<p>El Fondo debe tener una Junta de Partícipes en la que están representadas las personas físicas o jurídicas que dispongan de participación en el Fondo. Las funciones de la Junta es de carácter estratégico si bien todos los aspectos relacionados con la gestión directa del Fondo quedan fuera de su competencia.</p>
<b>Comité de Inversores</b>	<p>El Fondo dispondrá de un Comité de Inversiones constituido por cinco personas, y del que formarán parte dos miembros de la Sociedad Gestora y tres miembros independientes de entre personalidades del</p>

	<p>mundo empresarial. La decisión final de una inversión o desinversión será tomada colegiadamente por este Comité bajo criterios de estricto rigor y procurando evitar cualquier posible conflicto de interés que pudiere suscitarse.</p>
<p><b>Comité Asesor de los Participantes</b></p>	<p>El Fondo INVER-ESPE se debe dotar, asimismo de un Comité Asesor de los Inversores que se deben reunir periódicamente con la Sociedad Gestora al objeto de evaluar la marcha del Fondo, intercambiar opiniones, sugerir acciones y opinar sobre temas relacionados sobre posibles conflictos de interés que pudieren suscitarse. Todo ello con el objetivo de contribuir a la optimización de los resultados del Fondo.</p>
<p><b>Distribución de flujos generados por las inversiones del Fondo</b></p>	<p>Las redistribuciones se lo harán con prioridad a los inversores, hasta la devolución completa de las cantidades aportadas en su día. Una vez liquidadas estas cantidades, los fondos excedentes se pueden aplicar de la siguiente forma:</p> <p>Pago a los partícipes de la tasa de retorno preferente acordada, que supondrá un 25% de los capitales aportados.</p> <p>Pago a la Sociedad Gestora del 25% señalado en el apartado anterior.</p> <p>La diferencia entre las cantidades reembolsadas en concepto de principal más tasa de retorno preferente y las ganancias obtenidas, se aplicará en la proporción de un 80% en favor de los partícipes y un 20% para la Sociedad Gestora.</p>
<p><b>Comisión de gestión</b></p>	<p>La comisión de gestión oscila en un 2,5% p.a. sobre el capital comprometido del Fondo.</p>
<p><b>Co-inversión</b></p>	<p>El Fondo INVER-ESPE podría co-invertir conjuntamente con otros fondos respetando los criterios antes señalados.</p>

### Perfil del equipo de gestión

La filosofía de gestión, se ve detallada en el criterio con que el equipo afronta la gestión del Fondo. Se fundamenta en tres ejes:

- Modelo de relación con los inversores.
- Modelo de relación con las empresas participadas.

- Principios éticos en los que se basa la gestión.

El equipo directivo gestor del fondo debe disponer de un espíritu claro de asociación empresarial, ya que a la sociedad gestora le corresponde tener en cuenta que sólo a partir de unas relaciones claras, sólidas y estables, resulta posible realizar emprendimientos conjuntos de medio y largo plazo y aportar valor añadido.

Para que ello sea posible el equipo gestor dispone de las siguientes capacidades:

- Estimar atentamente o confeccionar conjuntamente con la empresa el Plan de Negocio.
- Estimar la capacidad de generación de Cash-Flow de las posibles empresas a invertir, y sus parámetros fundamentales.
- Analizar los puntos fuertes y los puntos débiles de la empresa, desde el punto de vista: comercial, de producto, de calidad humana, etc.
- Desarrollar, en su caso, el proceso negociador.

### **Asociaciones Estratégicas**

El Fondo establece relaciones de privilegio con los centros incubadores, las universidades, los centros de investigación, las organizaciones empresariales locales y empresas de servicios. Se trata de detectar el máximo de proyectos susceptibles de inversión atendiendo a sus posibilidades de crecimiento y posicionamiento en el mercado. En paralelo, es voluntad de los promotores del fondo el vincularse estrechamente a organizaciones locales de fomento de la canalización de proyectos novedosos. En este sentido debe existir un acuerdo

de principio con los responsables locales para el intercambio permanente de información.

## **Plan de Negocio**

### ***Estrategia de inversión***

La información procedente de las diversas bases de datos que se disponen y se utilizan como referencia inicial para la selección de los proyectos en los cuales se va a invertir. Proyectos que, como es sabido, corresponderán a empresas PYMES localizadas en Ecuador con volúmenes de facturación comprendidos entre 0.3 y 30 millones de dólares.

Se debe disponer de una base de datos procedente de la empresa “X” respecto al universo de empresas de Ecuador que cumplen las características antes descritas.

Así mismo el Fondo debe disponer de una cantidad de proyectos identificados susceptibles de inversión en sectores de fuerte carácter innovador como el sector bio-tecnológico, multimedia y audiovisual, agroalimentario, de telecomunicaciones, etc.

El Fondo toma como criterio analítico de los proyectos a estudiar el planteamiento innovador de la empresa con independencia de cuál sea su sector de actividad y su nivel tecnológico. Es decir, todos aquellos proyectos empresariales de carácter INNOVADOR capaces de facilitar el crecimiento de la empresa y mejorar su productividad. Ello no obstante, se otorgará un tratamiento prioritario, dado su fuerte componente INNOVADOR, a empresas

jóvenes que presenten expectativas de alto crecimiento y a los sectores directamente relacionados con la denominada “NUEVA ECONOMÍA “.

Para la selección de empresas objetivo de inversión también hay que tomar en cuenta la información facilitada por diversas asociaciones, instituciones y demás organismos cuyos ámbitos de actuación sean afines con los objetivos del Fondo propuesto.

Con el objeto de detectar a las empresas con mayor tendencia INNOVADORA, se debe pretender establecer una alianza estratégica con centros públicos especializados en el desarrollo de la innovación e identificar las empresas que han desarrollado o puedan desarrollar proyectos de INNOVACIÓN con estas instituciones.

La estrategia consiste en invertir prioritariamente desde la primera ronda de financiación en aquellas sociedades que dispongan del potencial para convertirse en empresas líderes. El objetivo del Fondo pasa por constituir una cartera diversificada por sector y tipología de riesgo.

### ***Sectores prioritarios de actuación.***

- Las tecnologías de la información y las comunicaciones: Las TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones) son el medio a través del cual ha sido posible la innovación de contenidos audiovisuales e incluso Internet. Se considera, por lo tanto, que la innovación de estos últimos sectores ha ido ligada a la innovación en las TIC.
- Las actividades y servicios on-line: Internet continúa siendo una fuente importante de innovación a pesar de la reordenación que se ha producido en



el mercado. En este sentido, se estima que Internet y los negocios en la red siguen siendo de alta importancia estratégica y pieza básica para la modernización empresarial.

- **El Medio Ambiente:** La creciente sensibilización respecto a la contaminación y sus repercusiones ha impulsado proyectos diversos en el ámbito del medio ambiente. La depuración de las aguas, la obtención de agua potable del mar, el estudio y la prevención de la contaminación en la cadena alimenticia, las catástrofes ecológicas, la investigación en materiales sustitutivos menos contaminantes, etc. son temas y actividades a ser atendidas en el marco de la estrategia de inversión.
- **Las Ciencias de la Vida:** Las ciencias de la vida no sólo se refieren a la aplicación de ciencias como la medicina y la química en la salud humana sino también a su influencia en sectores como la agricultura, la salud animal, etc. La importancia de los recientes progresos experimentados por ciencias como la genética o la biotecnología han confirmado el carácter innovador de este sector y han facilitado el reconocimiento por parte de los inversores.
- **La industria de contenidos (Multimedia, Audiovisual, etc.):** Con esta denominación se conoce a los productos de esta área de la industria del software imprescindibles para el relleno de los “contenedores” (televisores, vídeos, monitores de PC y teléfonos móviles). También en este sector, los importantes avances (formato digital, auge de la televisión por cable, Internet, etc.) junto con el elevado grado de competitividad entre las empresas tecnológicas y las de telecomunicaciones comporta una fuerte demanda sobre la industria audiovisual de contenidos, ya que sólo éstos pueden rentabilizar las inversiones (con la audiencia). En este caso, son objetivo de inversión proyectos que se engloben en este marco, ya sea la

creación de software nuevos, proyectos de emisiones televisivas o cinematográficas u otros soportes audiovisuales.

### ***Nivel de desarrollo de las empresas a invertir***

La mayor parte de las inversiones se realizan en empresas que hayan superado su primera fase de desarrollo y que dispongan de la organización, la estrategia y el posicionamiento de mercado suficiente para estimar que su potencial de crecimiento y rentabilidad futura garantizan las expectativas del Fondo.

### ***Tamaño de las inversiones.***

El Fondo se ha fijado invertir con una inversión media de 5% del monto total por proyecto. En determinadas sociedades la inversión será realizada en 2 o 3 fases dependiendo de la empresa y el sector.

### ***Localización geográfica.***

El Fondo invertirá en proyectos que se desarrollen en Ecuador si bien excepcionalmente, podrá invertir en proyectos que desborden el ámbito geográfico del territorio ecuatoriano pero cuya gestación se origine en el mismo.

### ***Criterios de inversión.***

La apreciación sobre las oportunidades de inversión parte de la visión global que se debe tener sobre la cartera a constituir, los sectores de actuación considerados estratégicos y la necesaria diversidad de la cartera. Por otra

parte, existe un conjunto de criterios de referencia que fundamentan las decisiones de inversión:

- Calidad del equipo directivo.

La tipología de los equipos directivos, debe estar configurado por un conjunto de personas muy cohesionadas, con capacidad de adaptación a los cambios que se produzcan en el entorno y con criterios óptimos de profesionalidad y rigor en la gestión. El equipo debe disponer de una capacidad técnica contrastada, una metodología de actuación eficiente y un diseño estratégico realista y bien orientado.

- Potencial del mercado.

Es necesario invertir en sociedades capaces de alcanzar cuotas significativas de mercado a partir de la calidad y diferenciación de sus productos así como de la excelencia de su gestión. Además de la penetración en el mercado, se debe prestar atención a las expectativas de generación de ingresos y rentabilidades acordes con los objetivos del Fondo.

- Ventajas competitivas.

El Fondo pretende participar en las empresas que tengan una ventaja competitiva clara respecto a sus competidores. Deseablemente esta ventaja competitiva debiere ir ligada a un avance tecnológico convenientemente protegido industrialmente y con un diseño estratégico claro y creíble.

- Puesta en valor.

En concordancia con los objetivos del fondo, es necesario buscar invertir en sociedades cuya tasa interna de retorno (TIR) se sitúe por encima del 30% en el bien entendido que el fondo tiene como objetivo alcanzar una rentabilidad de alrededor de un 22%. A tal efecto, buscaremos los pertinentes elementos de comparación a partir de criterios de evaluación conservadores y rigurosos.

### ***Liquidez.***

El Fondo pretende que el equipo dirigente de las sociedades participadas comparta la voluntad de puesta en valor de la sociedad en un periodo de 3 a 5 años.

Normalmente, las desinversiones son realizadas bien con los accionistas iniciales de la empresa o con terceras partes interesadas. Sin embargo, no se excluye la posibilidad de introducción en bolsa cuando así lo aconseje la evolución y el tamaño de la empresa.

### ***Proceso de decisión.***

El proceso de decisión de una inversión se basa en el estudio detallado de los aspectos tecnológicos, comerciales, estratégicos y económico-financieros del proyecto, recabando, cuando proceda, los informes externos necesarios para la correcta evaluación.

La decisión del comité de inversiones tiene un carácter colegial y se fundamentará en el “due diligence” elaborado por el equipo de gestión con el apoyo del Comité Tecnológico a partir de los criterios de rigor y profesionalidad mencionados.

## Elementos de riesgo

La inversión en fondo de capital riesgo comporta elementos de riesgo y en consecuencia la inversión en el mismo es apropiada para todos aquellos inversores ya sean, institucionales, privados o sociedades que convenientemente advertidos, dispongan de suficientes recursos y puedan permitirse inmovilizar el montante de su inversión.

Es recomendable, tomar en consideración los elementos de riesgo anotados en el apartado **5.5.5 Los elementos del riesgo** antes de comprometer la inversión en fondo de inversión, fondo de capital riesgo.

## Rendimiento de la inversión

### *Resumen modelo financiero*

Fondo de Inversión – Fondo de capital riesgo INVER-ESPE		
Tamaño del Fondo		Miles de dólares
Aportación inversores		
Aportación sociedad gestora		

Total Cash to LP:	
Total Cash to GP:	
TIR del inversor:	
TIR Soc. gestora:	

<b><i>I. Estructura e Hipótesis operativas</i></b>	
Comisión de Gestión (% Total comprometido)	
# Años comisión gestión (% Total Comprom.)	
Comisión de Gestión (% Cap. Invertido)	

# Años com. De gestión (% Cap. Invertido)	
Asume que los primeros 10 años son % del total comprometido y los siguientes años son % del capital invertido	
Primer año del fondo	

<b>II. Hipótesis de la calidad de la cartera</b>			
Tipo A – Perdida inversión % TIR		% de cartera	
Tipo B – Ganancias inversión % TIR		% de cartera	
Tipo C – Ganancias inversión % TIR		% de cartera	
Tipo D – Ganancias inversión % TIR		% de cartera	
			100,0%

<b>III. Hipótesis temporal</b>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Años capital desembolsa											
Años capital invierte											
<b>Años liquidan activos</b>											
											<b>Total</b>
% capital desembolsado											100%
% capital invertido											100%
% Activos Netos Líquidos											100%

<b>IV.- Hipótesis distribución beneficios</b>	
Tasa de retorno preferente inversiones	
Periodos anuales de compounding (Ejm. Anual = 1, Semestral = 2, Trimestral = 4, etc.)	
C. Éxito de la gestora (S/N)	
Si "S", C.E como % de tasa de retorno pref.	

Inversores	
% Ganancias – Inversores	
% Ganancias – S. Gestoras	

<b>V. Hipótesis de reservas</b>	
La sociedad gestora reserva capital (S/N) (por ejm. para comisiones futuras, etc.)	
Si "S", qué % del capital comprometido?	
Tipo de interés aplicable a las reservas	
Esta cantidad cubre la comisión de gestión?	Si

Grafico No. 8: Hipótesis de inversión

## CAPITULO VI: EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS

### 6. FASES DE LA ETAPA OPERATIVA

#### 6.1 El contacto inicial

La gestora del proyecto de inversión contacta con un nuevo proyecto. Los promotores del proyecto por lo general tienen preguntas a plantear sobre el funcionamiento de un fondo y sobre los requisitos que deben cumplir los proyectos para ser aceptados. La gestora en este contacto inicial debe:

- Informar sobre las características y condiciones del fondo.- Es necesario difundir los lineamientos técnicos del fondo y, asegurarles que este minimizará tanto el riesgo crediticio como el operativo, para lograr la rentabilidad esperada por los promotores.

Además, las políticas del fondo darán la pauta para determinar si debe

concederse el patrocinio al proyecto y en qué condiciones. En este punto de partida es importante desarrollar fuentes adecuadas de información y difundir los métodos de análisis de factibilidad del proyecto. Cada uno de estos aspectos de las políticas del fondo es importante para la administración exitosa en la conformación y consolidación del nuevo fondo.

- Explicar el proceso de evaluación de proyectos.- Al ser este un proceso deliberativo, orientado a adoptar una decisión razonable, fundamentada y responsable, respecto a la conveniencia de aprobar o rechazar un proyecto. Adoptar una decisión razonable significa tener en cuenta la necesidad de mantener un equilibrio favorable entre el nivel de riesgo a asumir y las utilidades a obtener por la operación.

Esta decisión es basada en hechos y antecedentes reales, verídicos y confiables. Con el objetivo de contar con un proceso de evaluación eficiente. Existen distintos métodos que permiten facilitar el proceso de decisión:

- Evaluación por juicio o criterio.
- Evaluación por sistemas de puntuación.

Cualquiera fuere el método de evaluación que se utilice es necesario definir en forma explícita los criterios que se exigirán para aprobar un proyecto.

El propósito de los criterios mínimos consiste en facilitar la capacidad de los beneficiarios del fondo, seleccionando a aquellos que a prioridad aparecen como candidatos potenciales para acceder al fondo, rechazando a aquellos que la experiencia indica como no aceptables. Estos criterios pueden ser definidos a nivel general y/o definirse en forma específica.



- Plantear las preguntas del Formulario Contacto Inicial.- Las políticas deben establecer los documentos que deberán presentar y los lineamientos del Formulario (Anexo 1) que deberán los clientes cumplimentar con la información respectiva y requerida al momento de solicitar el fondo con el propósito de verificar la veracidad de la información proporcionada por oferentes del proyecto de inversión a financiar. La documentación e información debe permitir verificar, por lo menos:
  - Identidad.
  - Actividad.
  - Patrimonio.
  
- Concluir sobre el resultado de este primer contacto.- El análisis y verificación suministrada es una de la fases finales del proceso de evaluación, y consiste en asegurar la veracidad del conjunto de antecedentes suministrados por los oferentes del fondo a través de la revisión de la documentación presentada por los mismos, consultas, chequeos con bases de datos disponibles, con el propósito de minimizar el fraude.

Para realizar el proceso de verificación en forma eficiente, debe establecerse la política de otorgación del fondo que proporcione los criterios y las acciones a seguir en esta etapa.

## **6.2 Solicitud de información a los promotores y análisis.**

Si la sociedad gestora y promotores coinciden en iniciar la fase de recogida de información, la gestora:

- Entrega a los promotores del proyecto el Formulario (Anexo 1) respectivo y necesario para estos casos.
- Entrega a los promotores del proyecto la Carta de Confidencialidad.
- Fijará fecha de recogida del Formulario (Anexo 1). Se pide a los promotores que preferiblemente envíen el Formulario e información en formato electrónico.

### **6.3 La Entrevista Personal**

Es importante que la visita se produzca en las instalaciones. Si se decide concertar una entrevista personal es imperativo explicar a los promotores del proyecto, que el objetivo de la entrevista es:

- Conocer personalmente a las personas que están implicadas en el proyecto.
- Permitir a los promotores que expliquen de forma verbal su proyecto y de ser pertinente entreguen información escrita adicional sobre el proyecto.
- Resolver posibles dudas sobre el Formulario o solicitar información adicional sobre algún aspecto del mismo.
- Explicar que el próximo paso es evaluar internamente la información recibida y que si el proyecto supera esta primera evaluación, se les entregará un nuevo Formulario en el que les pedirá información más detallada sobre el Proyecto, las Personas Implicadas y/o la Empresa, Aspectos Técnicos, Legales, etc. Es importante recalcar, que aunque los gestores del proyecto faciliten su Business Plan o Evaluación Económica del Proyecto, deben cumplimentar este Formulario ya que será la forma de tener estandarizada toda la información de los proyectos que se evalúen.
- Buscar indicios de posibles contingencias laborales, medioambientales, y/o seguridad e higiene laboral.

#### **6.4. Análisis Interno**

Después de la entrevista, la gestora del fondo debe:

- Concluir sobre el resultado de la Primera Entrevista.
- Decidir si se continúa con la evaluación del Proyecto o si por el contrario se abandona su evaluación (revisión del scoring).

Si la gestora decide NO CONTINUAR la evaluación del proyecto, debe comunicar telefónica o personalmente dicha decisión al interlocutor de los promotores y en su caso, deberá enviar una carta de agradecimiento indicando las razones por las cuales se rechazó el proyecto.

#### **6.5 Evaluación Técnica Proyecto y análisis complementario.**

Si la gestora decide CONTINUAR, comunica al interlocutor de los promotores y envía a los promotores el Formulario respectivo (Anexo 2). En este momento, se fija la fecha para recibir por parte de los promotores toda la documentación solicitada en dicho Formulario.

Cuando se recibe el Formulario (Anexo 2) en cuestión, se procede con los dos Formularios:

- Análisis y revisión por parte de ejecutivo asignado.
- Listado de informaciones adicionales necesarias.
- Evaluación Técnica del Proyecto por parte de asesores externos (informe técnico).
- Segunda Entrevista y entrevista con clientes (Cuestionario a clientes).
- Conclusión.

- Ratificación conclusión con equipo o con jefe inmediato.

## **6.6 Negociación y Valoración**

### **6.6.1 Principales Metodologías de Valoración**

No todos los métodos de valoración tienen o han tenido la misma vigencia. La evolución de los métodos de valoración ha sido muy grande en los últimos años, al ritmo que han ido surgiendo nuevas visiones de la empresa y los principales elementos que la componen.

La evolución ha sido clara:

- Los métodos dinámicos cifran el valor y la situación de la empresa fundamentalmente en su futuro. Un momento del tiempo.
- Los segundos métodos o estáticos determinan que el valor de una empresa o negocio se encuentra en su capacidad de generar beneficios o flujos de tesorería en el futuro.

Podemos definir de forma general la valoración de una empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen su patrimonio, actividad, potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, entrañando numerosas dificultades técnicas. Por lo tanto, es importante elegir métodos de valoración fiables. Como es lógico, y al objeto de optimizar la rentabilidad de la inversión, la Sociedad Gestora perseguirá siempre comprar al mejor precio posible.

### **6.6.1.1 Las proyecciones financieras**

Valorar una empresa no es aplicar una fórmula mecánicamente. Es la correcta estimación de los datos que se aplican en el Descuento de Flujos de Caja (las proyecciones financieras) es muchas veces, más importante que la estricta aplicación de la fórmula.

Las proyecciones financieras son un elemento crítico en la aplicación del descuento de flujos de caja. En la práctica, no siempre se confeccionan con el suficiente rigor.

Las proyecciones financieras del negocio a valorar, compuestas de los balances provisionales, las cuentas de pérdidas y ganancias proyectadas y el estado de flujos de caja previstos, deben ser confeccionadas de forma realista.

### **6.6.1.2 Valor y precio**

Aunque con frecuencia se utilizan de forma indistinta, son conceptos diferentes. El precio es el resultado de una transacción concreta, en circunstancias concretas. Sobre el precio inciden multitud de factores. Entre ellos están:

- Relacionados con el comprador:
  - Justificación estratégica para la operación.
  - Posibles sinergias consecuencia de una integración posterior.
  - Urgencia para realizar la operación.
- Relacionados con el vendedor:
  - Necesidad de vender.
  - Urgencia en realizar la operación.

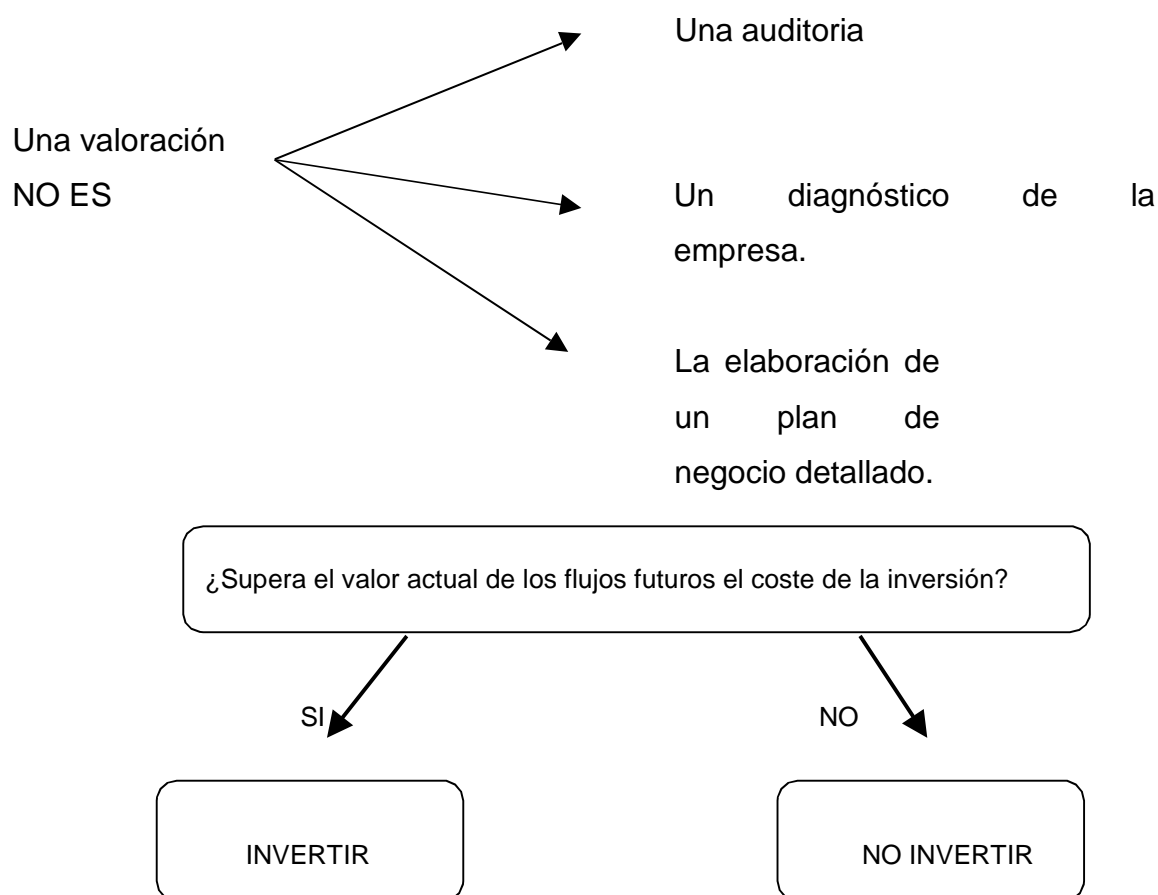
- Falta de sucesión empresarial.
- Búsqueda de viabilidad futura a un negocio en declive.
- Relacionados con circunstancias exógenas:
  - Nuevas regulaciones sectoriales.
  - Cambios tecnológicos.
  - Modificaciones sustanciales en los tipos de interés.

El valor viene definido fundamentalmente por la aplicación al negocio de determinadas hipótesis, que no necesariamente son las que concurren en la determinación del precio efectivamente pagado.

#### **6.6.1.3 Subjetividad en la valoración**

Las dificultades de aplicación de ciertos métodos de valoración, la vulnerabilidad de algunos instrumentos utilizados (proyecciones financieras) y los problemas para entender las diferencias entre precio y valor, producen un cierto escepticismo sobre el resultado de las valoraciones, que pueden llevar a concluir que cualquier resultado es posible al valorar un negocio y que, en el fondo, la valoración es un proceso absolutamente subjetivo.

No obstante dicha subjetividad queda y debe ser minorada en la medida de lo posible, mediante el análisis riguroso de los datos de partida utilizados, el contraste de las hipótesis de futuro con las opiniones de los expertos y la utilización simultánea de más de un método de valoración.



## 6.6.2 Conceptos básicos de la teoría financiera y del riesgo

### 6.6.2.1 Valor Actual Neto

El criterio general que todo inversor debe tener en cuenta a la hora de acometer una inversión es el de realizarla sólo si el valor actual de las corrientes o flujos monetarios futuros que generará la inversión supera al coste de la misma.

El proceso mental que debe seguir cualquier inversor antes de realizar una inversión es el siguiente:

Para poder entender el funcionamiento de la actualización de flujos que se producirán en el futuro, es preciso tener algunas ideas claras respecto a:

**a. Valor del dinero en el tiempo.**

Se trata del principio básico de las finanzas: Un Dólar hoy vale más que un Dólar en el futuro.

En definitiva, para obtener el valor presente de un flujo de caja de dentro de un año hay que multiplicar el flujo futuro por un factor de descuento que, lógicamente, ha de ser menor que la unidad.

$VA (\text{Año } 0) = \text{factor de descuento} \times \text{Flujo Año } 1$

Cuando multiplicamos un flujo por el factor de descuento, decimos que estamos descontando el flujo a una tasa igual a  $r$ .

**b. Tasa de descuento**

Para calcular el Valor Actual, hay que descontar los flujos futuros a una tasa igual a la rentabilidad que ofrezcan otras alternativas, a las que llamamos tasa de descuento o coste de oportunidad del capital.

**c. Valor Actual Neto**

El Valor Actual Neto (VAN) es el resultado de restar al valor actual (VA) la Inversión Necesaria ( $C_0$ ) para poder obtener la corriente monetaria futura ( $C_1$ ).  $VAN = VA - INVERSIÓN$

**d. Riesgo**



Todas las inversiones suelen conllevar cierta dosis de riesgo. A mayor riesgo, el VAN de la inversión debe ser menor.

El dinero sin riesgo es preferible al dinero con riesgo y por eso se demanda una mayor rentabilidad para el segundo.

Una vez definido el VAN y la tasa de descuento a aplicar, dos criterios equivalentes que deben ser tenidos en cuenta a la hora de realizar una inversión son: Se aceptará una inversión sólo si su VAN es mayor que cero.

Se aceptarán inversiones con tasas de retorno o rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital, es decir, superiores a la tasa de retorno de invertir en otros instrumentos con el mismo nivel de riesgo que nuestra inversión.

#### **e. Plazo de recuperación:**

El payback consiste en el número de períodos que se tarda en recuperar la inversión inicial. Algunos inversores requieren que su inversión sea recuperada en un plazo concreto, por lo que deciden sus inversiones en base al criterio del payback.

#### **f. Rentabilidad media de los activos**

Algunas empresas juzgan los proyectos de inversión por la rentabilidad media de sus activos. Para calcular esta rentabilidad hay que dividir los resultados medios proyectados del proyecto de inversión, después de amortizaciones e impuestos, por el valor medio en libros de la inversión. El ratio resultante se compara con la rentabilidad de los activos de la empresa, o con

ratios externos como la rentabilidad media de los activos de la industria o del sector.

### 6.6.2.2 Tasa Interna de Rentabilidad

Un criterio óptimo para invertir es de cantarse por los proyectos cuya rentabilidad sea mayor al coste de oportunidad del capital. La rentabilidad que ofrece un proyecto de inversión es igual a la tasa que deja igual a cero el Valor Actual Neto (VAN).

### 6.6.3 Principales métodos de valoración de empresas

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos principales.

#### Cuadro No. 1:

#### Principales Métodos de Valoración

<i>Balance</i>	<i>Cuenta de Resultados</i>	<i>Mixtos (Goodwill)</i>	<i>Descuento de flujos</i>	<i>Creación de valor</i>	<i>Opciones</i>
Valor contable	Múltiplos	Clásico	Free Cash Flow	EV A	Black & Scholes
Valor contable ajustado	PER	Unión de expertos contables UE	Cash Flow Acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas		Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	P/EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Se puede centrar en los datos basados en el balance y en el descuento de flujos de caja libres (Free Cash Flow), dado que esta última metodología ha cobrado una importancia creciente en los últimos años.

Impulsada fundamentalmente desde EEUU, el descuento de flujos de caja se ha convertido en el referente fundamental en la práctica entre empresarios, inversores financieros y profesionales independientes.

La importancia del descuento de flujos de caja es la concepción que subyace a dicho método: La primacía del flujo de caja o tesorería sobre el beneficio contable, el valor presente de los flujos de caja como medida de valor o el coste de capital como referencia de rentabilidad.

#### **6.6.3.1 Métodos basados en el balance (simples estáticos)**

Su estudio se basa en el presente del negocio. No sería correcto decir que el valor obtenido por estos métodos supone el valor global de la empresa, ya que éstos métodos contemplan únicamente la situación pasada y presente de la empresa, sin tener en cuenta consideraciones futuras de la misma. Se basan en el patrimonio contable de la empresa, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a un valor de reembolso, con posteriores actualizaciones de los activos

##### **6.6.3.1.1 Método del valor contable**

También llamado “valor en libros” ó “patrimonio neto de la empresa”. Corresponde al valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas), es decir el excedente del total de bienes y derechos sobre el total de deudas con terceros.

$Ve = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}$

Los estados financieros ofrecen una imagen estática de la empresa. Desde el punto de vista de valoración, la aplicación de los Principios contables Generalmente Aceptados puede llevar a distorsionar en cierto modo la información.

#### **6.6.3.1.2 Método del Activo Neto Real o valor contable ajustado**

También llamado valor patrimonial ajustado y revalorizado. Corresponde a la idea del valor del patrimonio en un instante dado y se obtiene por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Es, por tanto, la parte del patrimonio que corresponde a los accionistas. Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración.

$$\text{Activo Neto Real} = \text{Activo Contable} - \text{Pasivo Exigible Contable} +/- \text{Plusvalías/Minusvalías de revalorización} = \text{Activo Real} - \text{Pasivo Exigible Real}$$

#### **6.6.3.1.3 Método del Valor Sustancial.**

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma que esté financiado. La principal diferencia con el valor contable es que en este método no se están considerando los bienes no utilizados en la explotación, ni se tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa. Este método es solamente un punto de partida.

#### **6.6.3.1.4 Método del Valor de Liquidación**

Se está hablando de la presunción de no continuidad de la empresa. El valor de liquidación es aquél que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa

por partes (valores actuales de los activos, valores de liquidación de los activos, posibles quitas en los pasivos, indemnizaciones, etc.).

#### **6.6.3.2 Métodos de Descuento de Flujos o Simples Dinámicos**

Valoran la empresa de acuerdo con las expectativas futuras de la misma. El valor de un negocio se basará en la cuantificación de la estimación de los flujos futuros de rentabilidad que la empresa sea capaz de generar.

Estos métodos consideran la empresa como un proyecto de inversión, siendo por tanto, el resultante de la actualización de los rendimientos futuros que se esperan obtener.

Los métodos dinámicos se basan en la búsqueda del valor de una compañía a través de la estimación de los Flujos de Fondos Futuros que sean capaces de generar. Se diferencian en la variable que se considere que mejor representa el rendimiento de la empresa, ya sean éstos beneficios, dividendos o flujos de caja. Todos estos flujos de caja han de ser, posteriormente, descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión. Es decir, consideran el valor de una compañía como el valor actualizado de los flujos de caja disponibles para remunerar los capitales propios y ajenos.

##### **6.6.3.2.1 Flujo de Fondos**

Es el conjunto de flujos de fondos generados disponibles para remunerar a los accionistas o prestamistas, una vez que se han realizado las inversiones necesarias, ya sean éstas en inmovilizado operativo o en capital circulante no financiero.

#### **6.6.3.2.2 Tasa de actualización**

Los flujos de fondos futuros han de ser transformados a valores actuales. Para ello se les aplica la tasa de actualización, que tiene en cuenta tanto la inflación como el riesgo. Para calcularla se ha de conocer: el coste de la deuda externa, el coste de los recursos propios, porcentaje de financiación externo de la empresa y porcentaje de financiación propio de la empresa.

#### **6.6.3.2.3 Horizonte temporal de la valoración**

Depende de la duración esperada del negocio. Si es limitada, deberá abarcar toda la vida útil del negocio. Si por el contrario, es ilimitada, se deberá dividir en dos períodos:

- 1º Aquí se desarrollarán las proyecciones. En la práctica suele oscilar entre cinco y diez años.
- 2º Comienza donde termina el anterior. Con él se obtiene la estimación del valor residual del negocio.

#### **6.6.3.2.4 Valor residual**

Es el valor atribuible al negocio a partir del período específicamente proyectado. Suele estimarse como una renta perpetua.

#### **6.6.3.2.5 Descuento de flujos de caja libres (FREE CASH FLOW)**

Los flujos de caja libres son los flujos de fondos operativos, es decir los generados por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera y después de impuestos.

Podría decirse que se trata de un método que mide la tesorería que queda disponible en la compañía después de haber hecho frente a la reinversión de activos necesaria (inmovilizado operativo y capital circulante no financiero) y a las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no hay cargas financieras.

Para determinar los flujos de fondos libres futuros, será necesario realizar una previsión del dinero que obtendremos y deberemos pagar en cada período. Una buena comprensión del rendimiento pasado de la empresa provee una perspectiva esencial en vistas al desarrollo de una buena predicción de rendimientos futuros.

Algunas indicaciones generales aconsejables a la hora de desarrollar los escenarios, serían las siguientes:

Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre las ventas.

Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno.

Las provisiones deben llevar a un análisis minucioso sobre las capacidades internas de la empresa. Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.

El método que posiblemente se acerca más al valor razonable de una empresa, es el que se basa en la actualización, a una tasa de descuento, de la proyección de Cash Flows Libres, estimando el riesgo o la probabilidad de que dichas proyecciones se cumplan. Es una técnica de valoración teórica que

valora una compañía como la suma de los FCF (Cash Flows Libres sin apalancar) previstos durante un periodo de tiempo concreto (alrededor de 5 años) y el valor residual al final del periodo.

Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto no hay cargas financieras. Es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. La contabilidad no nos provee directamente de dichos datos, ya que utiliza el criterio del devengo y no el criterio financiero.

La obtención del Cash Flow Libre supone prescindir de la financiación de las operaciones, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha, teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización de los cash flow libres) utilizando el coste promedio ponderado de la deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC).



**DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE:**

Ventas  
 - Coste de Ventas  
 = Beneficio Bruto  
 - Gastos de Ventas  
   - Otros gastos  
   + Otros Ingresos  
 = Beneficio antes de impuestos  
   - Impuestos  
 = Beneficio después de impuestos, antes intereses  
   + Gastos de amortización \* (1-t)  
 = Flujo de Caja Bruto  
 - Variación de las necesidades operativas de fondos  
   - Inversión en activos fijos  
 = FLUJO DE CAJA LIBRE (FCF)  
 t: tipo impositivo aplicable a la empresa

El valor final de los flujos de caja libres para cada periodo ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el coste ponderado de los recursos (WACC). Este coste ponderado de los recursos es la combinación del coste de los fondos propios y de los fondos ajenos, ponderados por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa, según se demuestra a continuación:

Una forma, simplificada, de calcular la WACC es:

Coste de capital ( $r_e$ ) = Tasa libre de riesgo a Largo Plazo (bono del estado a 5 años)  
 + Tasa de riesgo

Para el cálculo de la tasa de riesgo se deberá tener en cuenta la inflación, la falta de liquidez, la posición mayoritaria o minoritaria en la empresa y la prima de riesgo (que variará en función de los años de existencia y el tamaño de la sociedad, el sector en el que opere,...).

Coste del endeudamiento ( $r_d$ ) = Coste Préstamos a L/P x (1-Tasa Impositiva)

WACC = Coste del capital x % Fondos Propios + Coste del Endeudamiento x % Endeudamiento a L/P de la compañía

$WACC = r_d \frac{D}{(D+E)} + r_e \frac{E}{(D+E)}$

Otro elemento a tener en cuenta es el valor residual de la compañía, normalmente después del año 5. Se calcula actualizando los cash flows libres posteriores y aplicando el Gordon Growth Model. Para aplicar este método, se debe estimar la tasa perpetua de crecimiento y tomar este valor para la valoración.

El Gordon Growth Model es un modelo matemático que estima el valor de los cash flows libres posteriores al año 5.

En resumen, el valor de la empresa estaría compuesto de:

FCF1	FCF2	FCF3	FCF4	FCF5	[FCF5 x (1+g)]/(TR-g)	
-----	+	-----	+	-----	+	-----
(1+TR)		(1+TR) <sup>2</sup>		(1+TR) <sup>3</sup>		(1+TR) <sup>4</sup>

FCF1 y siguientes: Cash Flow Libre año 1 y siguientes  
 TR: Tasa de Retorno o tasa de descuento (WACC)  
 G: Tasa de crecimiento Perpetuo

Las proyecciones financieras que utilizan las sociedades de capital riesgo para los proyectos de inversión, en general, contienen ya la ampliación de capital que se requiere. En estos casos se habla de valoración post-money. La tasa de descuento (WACC) para dichos proyectos reflejará la estructura del pasivo una vez realizada la ampliación de capital.

A partir del valor de la empresa, la sociedad de capital riesgo es capaz de estimar la participación que obtendrá aplicando la siguiente fórmula:

% de participación = Importe de la ampliación de capital / Valoración post-money.

En los casos en que las proyecciones no recogen la ampliación de capital, es decir, cuando los flujos que se descuentan son los que es capaz de generar la empresa sin la inyección de capital por parte de la sociedad de capital riesgo, hablamos de valoración pre money.

### **6.7 Carta de intenciones y comité de Inversiones**

Si la conclusión es FAVORABLE, es decir, la gestora decide que el proyecto merece ser presentado al Comité de Inversiones, se continuará con el proceso de valoración y negociación y se comunicará a los promotores la decisión de presentar el proyecto al Comité de Inversiones del Fondo para lo cual se debe recoger en carta de intenciones las bases en que se fundamentaría la participación. Posteriormente se prepara el Informe para el Comité de Inversiones.

## CAPITULO VII: MATERIALIZACIÓN DE LAS INVERSIONES

### 7. DUE DILLIGENCE

#### 7.1. Definiciones

Aunque no existe una traducción en español que conlleve todo el significado puro del término “Due Dilligence”, quizá la que mejor se adapta al mismo, es la que presentan Alcaraz y Hughes en su diccionario de términos económicos, financieros y comerciales: “Diligencia Debida en las transacciones comerciales, bursátiles, etc.”

Tratando de ampliar ésta definición, se dirá que el Due Dilligence es la evaluación de la diligencia de un negocio y la condición actual en la que ésta se encuentra.

Se establece entonces que el Due Dilligence es un proceso de investigación y análisis de un negocio que debiera realizarse como parte del proceso de negociación y/o adquisición; sin embargo, es importante mencionar que su uso no se limita únicamente a procesos de adquisición, ya que puede ser aplicado en cualquier proceso que requiera análisis de riesgos, como podrían ser reestructuraciones de deuda a clientes, procesos de fusiones, negociaciones de uso de franquicias, selección de distribuidores exclusivos, etc.

Por lo tanto, podemos decir que Due Dilligence es un análisis profundo de un negocio con el objeto de:

- a) Confirmar lo que se compra.
- b) Evaluar la condición de la operación.

- c) Identificar los riesgos relacionados con la adquisición.
- d) Ayudar a determinar el precio y términos finales de la operación, etc.

El Due Dilligence incluye el escrutinio del negocio y los supuestos que han permitido llegar, dentro del proceso, hasta la fase anterior al cierre y que normalmente se encuentran establecidos en la carta de intención.

## **7.2. Tipos de Due Dilligence**

Debido a que el Due Dilligence pretende medir y analizar los riesgos de una adquisición es importante indicar qué tipos de éstos podrían enfrentarse en el proceso:

- a) Riesgos financieros – fiscales (impuestos).
- b) Riesgos operativos.
- c) Riesgos transaccionales.
- d) Riesgos legales.

Habiendo mencionado los principales riesgos de una financiación, a continuación se presentan las descripciones de los diferentes tipos de Due Dilligence según Pricewaterhouse Coopers.

### **7.2.1. Due Dilligence Financiero -Fiscal**

Este Due Dilligence analiza el historial financiero y fiscal de la empresa, así como sus condiciones económicas actuales, sus políticas financieras y contables así como su inmediato potencial y en algunos casos con la información obtenida crea y analiza modelos de simulación para situaciones que puedan prevenirse luego de la financiación del proyecto. Una parte

adicional importante de este análisis lo constituye la revisión de la política y cumplimiento fiscal del negocio, en lo que se evalúa la planeación fiscal aplicada y sus riesgos, cuantificándose adicionalmente las contingencias económicas en caso de existir por errores o mala tributación, al menos por aquellos períodos que se encuentren vigentes para poder ser auditados por la autoridades fiscales correspondientes.

### **7.2.2. Due Dilligence Operativo**

Este es dirigido por personal técnico especialista en el negocio objetivo, es decir que conozca ampliamente y tenga experiencia en el giro del negocio y sus actividades diarias. Por ejemplo, en el caso de que el negocio a adquirir sea un distribuidor mayorista de bienes de consumo, la parte operativa debe ser coordinada por quien conozca sobre la industria, y analice entonces aspectos tales como, los procedimientos aplicados, los canales de distribución, lo adecuado de las instalaciones de almacenamiento, la capacidad de toma de órdenes, tiempos de despacho, flota de vehículos repartidos, políticas de crédito aplicadas y su sintonía con el mercado, la calidad de sus clientes, etc. Este tipo de Due Dilligence entonces, se centra en el día a día del negocio, y su mayor aporte es el diagnóstico que brinda sobre las capacidades reales y actuales del negocio a financiar.

### **7.2.3. Due Dilligence Transaccional**

Este más que ser efectuado, es el resultado del trabajo del líder del proceso de evaluación, quien al recibir retroalimentación de los distintos equipos, estará en condiciones de evaluar asuntos tales como: el grado de transparencia de la empresa en el manejo de la información especial, la necesidad de pagar o exigir garantías sobre el proceso, la insuficiencia de períodos de revisión establecidos

y aun en aspectos tales como descifrar agendas escondidas por parte del vendedor.

#### **7.2.4. Due Dilligence Legal**

Antes de proceder a la materialización de una inversión, es absolutamente necesario efectuar una revisión en profundidad de su situación legal, así como sentar las bases del marco jurídico por el que se regirá nuestra inversión.

De hecho, un elemento clave para que la relación entre socios sea fluida y la empresa pueda trabajar en las mejores condiciones lo constituye la redacción negociada y correctamente estructurada del marco legal.

Esta es una parte dentro del proceso de adquisición que junto a la financiera puede generar condiciones importantes para el cierre del negocio o inclusive puede cambiar totalmente el enfoque de adquisición. Incluye dos componentes legales a analizar; el entorno de la negociación, es decir, aquella que garantice que la misma pueda conducirse y finiquitarse debidamente sin la existencia de tropiezos, limitantes o contingencias; y la referente a la del análisis del cumplimiento de obligaciones formales propias del negocio. Esta segunda parte puede ser bastante amplia dependiendo de la naturaleza y actividades de la operación, pero normalmente incluye asuntos como verificar el estado registral de las empresas involucradas y sus principales activos, sus representaciones, sus registros de asamblea, sus títulos de acciones, sus inscripciones ante las instancias respectivas, evaluación de principales contratos, asuntos relacionados con cumplimiento de obligaciones laborales, y para casos especiales, analizar situaciones de legislación ambiental o relaciones con sindicatos.

## **7.3 Antecedentes del Due Dilligence**

### **7.3.1 Breve Historia del Due Dilligence**

El siglo XX representó para el mundo grandes cambios con efectos en la economía, lo que tuvo singulares efectos en la forma en que se realizaron y condujeron los negocios. Tal es el caso de la enorme influencia ejercida por el desarrollo de los mercados de capitales que luego de la depresión de los años treinta impulsó en el ámbito mundial un crecimiento en operaciones y en comercio internacional. Se exceptúa este crecimiento en la segunda guerra mundial así como la crisis del petróleo de los años setenta. Es así como tuvo gran expansión tanto de operaciones como de alcance y diversidad de industrias alrededor del mundo.

Adicionalmente, el avanzado desarrollo de la tecnología, las comunicaciones y la versatilidad de los medios de transporte, dentro de un marco socio económico acelerado el cual trajo consigo un continuo y acelerado proceso de apertura de la economía en el ámbito mundial, dando paso a la tendencia llamada Globalización.

Diversos investigadores han analizado tales tendencias y la respuesta empresarial ante éstas, coincidiendo en la necesidad de contar con herramientas formales de apoyo para llevar a cabo transacciones importantes, como los procesos de financiación.

Es dentro de estos procesos de adquisiciones que durante la década de los 80 surge formalmente un proceso llamado Due Dilligence (Debida Diligencia) que permitió a todo inversionista una garantía adicional a su proceso de compra, venta y financiación de negocios y empresas.



### 7.3.2. El Due Dilligence en la actualidad

Como lo menciona el boletín electrónico PRNewswire, en su artículo “Financiation, Merger & Acquisition Integration: Due Dilligence Adds Value”. La Debida Diligencia agrega valor, mencionó que de acuerdo con un estudio realizado por la firma de investigadores “Best Practice LLC”, las empresas que realizaron Due Dilligence evitan retrasos en sus procesos de negociación y generan valor agregado al proceso, indica que las compañías que no realizan este proceso en forma sistemática, comúnmente realizan transacciones con riesgos y problemas ocultos. El estudio mencionó que un Due Dilligence bien realizado también puede sentar las bases para todo el proceso de integración posterior a la financiación.

El tener claro el aprovechamiento de sinergias es un elemento muy importante en los procesos de financiación. Asimismo, la posibilidad de que una transacción sea exitosa es menor si el inversor invierte en un negocio de una industria distinta a la suya. El éxito descansará mucho en lo cuidadoso y bien enfocado del Due Dilligence que se practique, mismo que definitivamente debe concentrarse en la objetiva evaluación de sinergias. En este tipo particular de adquisiciones hay que ser excepcionalmente escéptico.

Apoyando este criterio el boletín electrónico “Venture Capital Journal”, analiza la forma en la que los fondos de capital de riesgo realizan actualmente sus inversiones. Comentó al respecto que luego de los fracasos de éstos en los negocios y empresas de alta tecnología, las inversiones en adquisiciones e inversiones se han tornado más sistemáticas, ya que lo primero era comprar y la investigación era después. Agregó que parte importante de la metodología de adquisición aplicada es la existencia de los “Filtros del Due Dilligence”, los cuales son aplicados a cualquier oferente de empresas, permitiendo el que se

inicien conversaciones inclusive informales en torno a las transacciones por realizar, lo cual no solamente asegura que las inversiones serán depositadas en operaciones con un futuro real, sino que puede develar fortalezas de las mismas que podrían ser explotadas desde el momento que los inversionistas aporten en los proyectos.

## **7.4. Factores que contribuyen al éxito en el desarrollo de un Due Dilligence**

### **7.4.1 Entendimiento del negocio**

Existen diversos factores que contribuyen al éxito en el desarrollo de un Due Dilligence, como lo son las capacidades profesionales y personales del equipo de trabajo, el acceso a la información, etc.

Un factor vital en dicho proceso lo constituye el entendimiento del negocio. Lo anterior se deriva del hecho de que no podemos realizar un Due Dilligence si no conocemos todo lo aplicable al proyecto objeto de financiación.

El conocimiento podría incluir los siguientes puntos:

#### **a) Historia del proyecto**

En este aspecto habría que conocer la fecha de inicio de operaciones de la empresa, su desenvolvimiento en el mercado, ventajas competitivas, planes y metas que persigue, la organización, como ha sido el desenvolvimiento de sus cifras financieras cada año, inversiones o adquisiciones importantes, entre otros aspectos.

Esta información podría obtenerse mediante entrevistas, memoria de labores, actas del Consejo de Administración, estados financieros auditados y sus notas, etc.

### **b) Operación principal de la empresa**

Debe tenerse bien claro ante qué tipo de negocio se está tratando, en función de su rama de actividad, si el negocio es individual o en sociedad, si es comercial, industrial servicios, banca, etc. También si su pertenencia es a empresas nacionales o transnacionales. Además se debe tener conocimiento respecto a sus principales productos para la venta, así como qué contribución tiene en el mercado.

Para tener una mejor visión, se sugiere una visita personal a las instalaciones de la empresa. Esto permitirá conocer el proceso productivo y otros aspectos relevantes a considerar.

### **c) Planes futuros de operación**

Es importante conocer los planes a futuro de la empresa y prever en la medida de lo posible del éxito o fracaso de los mismos ya que podrían ser factores determinantes para la “no” realización del acuerdo final de inversión posterior al Due Dilligence.

El Due Dilligence por lo tanto, no debe abarcar únicamente los hallazgos en la realización del trabajo, debe tratar de proyectar la empresa en el corto o mediano plazo. Aunque el negocio en marcha no es predecible, podría haber elementos de riesgo que el Due Dilligence podría aportar.

El Due Dilligence puede aportar como mínimo la siguiente información con un adecuado nivel de detalle:

- Descripción amplia de las actividades de la empresa.
- Todo lo relacionado con la legalidad de la posible transacción.
- Datos y detalles sobre los principales contratos, arrendamientos y acuerdos en los que la empresa se encuentra involucrada.
- Análisis de estados financieros, capacidad de generación de utilidades y efectivo, comentarios sobre la calidad de la información generada y políticas financieras y fiscales aplicadas, así como sus riesgos.
- Asuntos en litigios pasados, pendientes y posibles contingencias.
- Contingencias con pasivos o gastos no registrados.
- Descripción de actividades de mercado, ventas y cobros.
- Relaciones con los clientes.
- Condiciones, calidad, disponibilidad y legitimidad de los activos fijos, carteras e inventarios.
- Manejos de relaciones laborales así como detalle de beneficios a empleados.

#### **7.4.2 Planeación y dirección**

El Due Dilligence debe ser adecuadamente planificado para que se desarrolle en forma eficiente, efectiva y oportunamente. La oportunidad del Due Dilligence es crucial, por cuanto que, en la mayoría de los casos existe una fecha límite para concluir con el proceso; de tal forma que debe tenerse muy en cuenta el factor tiempo-eficiencia que permita concluir un trabajo profesional y completo.

El Due Dilligence debe ser planeado, acorde a los procedimientos requeridos

y acordados con el potencial inversionista. Un Due Dilligence no necesariamente significa la realización de una evaluación del 100% de todas las operaciones, registros y documentos de la compañía, o un diagnóstico fiscal detallado, por lo que generalmente su alcance es limitado a ciertos aspectos previamente acordados, en función de situaciones que a criterio del inversionista y el asesor fiscal, podrían contener un componente de riesgo fiscal importante, o que funcionarían para establecer una opinión razonable respecto de la administración de la carga tributaria, en cuanto a control interno, determinación impositiva y cumplimiento de las obligaciones fiscales.

Una secuencia sugerida para la planeación y desarrollo dirigido del Due Dilligence es:

#### **a) Planteamiento de antecedentes**

En esta parte se obtendrá una panorámica del negocio, sus principales fortalezas y debilidades, así como qué equipo va a integrar el grupo de trabajo y en qué áreas van a ser asignados.

También se sabrán los motivos del por qué y quién contrata el Due Dilligence, si existen otros potenciales inversionistas que también realizan su Due Dilligence por aparte, si el Due Dilligence es por financiamiento, fusión, adquisición, etc.

#### **b) Definición de objetivos**

El resultado de un Due Dilligence sin hallazgos, genera la duda de la efectividad y/o profundidad del trabajo realizado, por el contrario, en ocasiones cuando se tiene como meta establecer situaciones contingentes desfavorables,

es posible perder la objetividad respecto de los temas identificados, por lo que toda situación que podría considerarse errónea en cuanto al manejo de la carga fiscal de la empresa, debe ser primero agotada con una comprensión absoluta de la situación, posteriormente validada contra la normativa tributaria vigente y finalmente discutida en el ámbito de quienes dirigen y desarrollan el Due Dilligence, para entonces ser incluida dentro del informe final.

Por lo tanto, los hallazgos que serán informados, deben estar perfectamente documentados y comprendidos, así como que los mecanismos no deben ser puestos de manifiesto de forma abierta o anticipada de la empresa, o al inversionista ya que una contradicción posterior podría crear un ambiente de desconfianza, lo cual no contribuye a un proceso tan sensitivo como lo es el Due Dilligence.

### **c) Obtención de información completa y útil**

La solicitud de la información a requerir debe ser minuciosamente revisada previo a presentarse, esto evitará visitas innecesarias lo cual evidenciara un Due Dilligence desordenado y finalmente algo podría no tomarse en cuenta con repercusiones futuras.

La obtención de la información podría estar a cargo del staff de auditoría o del propio auditor, el cual debería tener por lo menos las aptitudes de: conocimiento razonable de las operaciones de la empresa, conocer los intereses del potencial inversionista, tener sólidos conocimientos fiscales, financieros y legales, ser discreto, reflejar ser una persona madura profesionalmente.

Toda la documentación recabada tendrá que ser adecuadamente clasificada

y archivada, debiendo tener especial cuidado en su manejo confidencial.

Dado que toda la documentación y pruebas se realizan en papeles de trabajo, estos deben cumplir con los requisitos mínimos para su elaboración ya que podrían servir para referencias futuras.

### **7.5. Due Dilligence y la inversión y supervisión de las sociedades participadas**

Una vez se materializa la inversión se debe supervisar la marcha de la sociedad participada, solicitando el envío de información financiera y comercial mensualmente. Los informes recibidos se comentarán en los comités de seguimiento que se convocarán una vez al mes.

A destacar la importancia de esta práctica en general, y muy particularmente en empresas jóvenes o poco acostumbradas al seguimiento sistemático de la gestión. La ausencia de rigor en su aplicación puede ocasionar una reacción tardía frente a acontecimientos que requieren de acción inmediata, tales como: desviaciones en las proyecciones de ventas, problemas de tesorería, malas prácticas de gestión, etc.

Por otra parte, el establecimiento de unos mecanismos de reporte y de control profesionales es un magnífico reclamo para potenciales compradores futuros de la empresa.

A modo de ejemplo, debemos señalar que en las reuniones a celebrar en la fase inicial, deseablemente con carácter mensual, conviene prestar especial atención a los siguientes aspectos:

### **Ámbito comercial**

- Evolución de la cartera de pedidos.
- Detalle de las ofertas de producto presentadas a potenciales clientes.
- Análisis crítico de la reacción de la clientela con el objetivo de ir corrigiendo todos aquellos aspectos que afecten negativamente al desarrollo de nuestra participada.

### **Ámbito Económico-Financiero:**

- Seguimiento de los objetivos de venta y análisis de las desviaciones.
- Control del presupuesto de gastos y análisis de las desviaciones.
- Adecuación del nivel de gasto a las posibilidades reales de la empresa y a su capacidad de generar negocio.
- Control de la liquidez y necesidades de capital de trabajo y análisis de las desviaciones correspondientes.

### **Ámbito Estratégico:**

- Revisar permanentemente los planes establecidos inicialmente en función de la respuesta del mercado y la propia actuación de la empresa.
- Evaluar el comportamiento y coherencia en la gestión de los ejecutivos clave de la compañía.
- Velar para que los objetivos establecidos sean plenamente compartidos por todo el equipo de gestión en un clima de entendimiento positivo.

## **7.6 Procedimiento para el desarrollo de un Due Dilligence**

Un Due Dilligence es un análisis profundo de un negocio con el objeto de



confirmar que lo que se va a financiar carece de riesgos y ayudar a determinar los términos generales de la operación.

Para poder desarrollar con éxito un Due Dilligence puede seguirse el siguiente procedimiento:

- Sostenimiento de reuniones con los inversionistas y con la administración de la empresa a ser financiada a efecto de determinar el alcance del trabajo.
- Elaboración de la propuesta de servicios.
- Planificación del trabajo y el equipo que lo desarrollará.
- Desarrollo de los programas de trabajo y los check list.
- Revisión e interpretación de toda la información y documentación.
- Vaciado de puntos sujetos a ser informados.
- Elaboración y entrega de informe final.

### **7.6.1 Responsabilidades respecto a los resultados del Due Dilligence**

Comúnmente y en la práctica los procesos de Due Dilligence dan inicio con la presentación por parte de la administración de la empresa, en términos generales, su historia y su potencial, basándose en información más específica a la que se anotó en el memorando comercial.

Hay la responsabilidad directa en la preparación y discusión de la propuesta de servicios la cual podrá contener:

- a) Breve introducción de la contratación del trabajo.
- b) Objetivo del trabajo.
- c) Alcance del trabajo.
- d) Duración del trabajo.

- e) Honorarios.
- f) Acuerdo de confidencialidad.
- g) Salvedades.

## **CAPÍTULO VIII: EJERCICIO APLICACIÓN DEL MÉTODO**

### **9. APLICACIÓN DEL MÉTODO**

#### **8.1 CASO ESPEOLIC (Hipotético)**

La empresa en la que queríamos invertir para el Fondo de capital Riesgo debía tener una serie de requisitos y no todas las cumplían. Después de analizar diversas empresas, en relación a unos parámetros establecidos previamente, se decide que ESPEOLIC ENERGIAS RENOVABLES, en adelante ESPEOLIC, debía ser la empresa a invertir. Los requisitos comentados anteriormente son los siguientes:

Liquidez: Que fuere relativamente fácil de desinvertir en la empresa.

Previsión Plusvalías: 35% - 40%.

Business Plan: Un plan de negocios viable, cuantificable y creíble.

Equipo Directivo: Quienes son los que gestionan la empresa.

Tamaño y Participación: Capitalización no superior a 500 mil dólares para poder tener una participación significativa del Fondo de capital Riesgo en el capital de la compañía.

Perspectiva: Sector con buenas perspectivas en el mediano y largo plazo.

Accionariado: facilidad a la hora de entrar en el capital (que no hubiere un núcleo duro con una participación importante en el capital que actuará como barrera de entrada).

Información: Que haya la suficiente sobre la empresa para poder realizar un "Due Dilligence".

Se entiende que el criterio de liquidez es fundamental en cualquier operación de Capital Riesgo. Es una de las problemáticas que tiene esta industria. Al tener la expectativa que con la aparición del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se incrementa la liquidez. No sirve de nada entrar en una empresa, crear valor y luego que no se pueda materializar dicho valor en unas plusvalías. Las empresas a invertir deben tener unas tasas de retorno del orden del 35% - 40% que por otro lado, es la que se obtiene de media en el sector (para las inversiones con éxito).

Obviamente la empresa necesita de un Business Plan viable, cuantificable y creíble para que el Fondo pueda invertir con participación importante en el capital de la misma.

Es importante conocer quiénes son los gestores de la sociedad. Su trayectoria profesional, sus principales logros y virtudes.

La fecha en que se realiza el estudio es el 27 de febrero de 2014. En esta fecha, el tamaño de ESPEOLIC ronda los 287 mil dólares, lo cual cumple con el primer parámetro.

Como luego se podrá visualizar en el análisis DAFO y en las noticias y expectativas del sector, las perspectivas sobre las energías renovables son muy buenas gracias a las actuales y favorables políticas gubernamentales y estatales en este sector, aunque no evita tener sus amenazas.

El accionariado, al analizarlo, está suficientemente diversificado y existe suficiente “free-float” en el mercado como para tomar, en el caso de no estimar oportuno, una participación significativa en el capital de la empresa.

Por último, se puede encontrar información suficiente para poder elaborar esta “Due Dilligence” será principalmente a través de la Web de la compañía, Cámara de Industrias, CNEL, Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, artículos de periódicos especializados, en internet y otros. La “Due Dilligence” es uno de los instrumentos más importantes dentro del proceso de inversión en la industria del capital riesgo.

Por todas estas deferencias se considera que ESPEOLIC puede ser una empresa muy interesante a la hora de invertir el Fondo de Capital Riesgo.

### **8.1.1 Forma que entra el Fondo en el capital de la compañía**

El Fondo de Capital de Riesgo mantendrá conversaciones con el Consejo de Administración de la empresa para conocer su opinión sobre la entrada del fondo en el capital de la empresa. En el caso de obtener el sí, se compraría el 25% del capital. Se supedita la operación a que se pueda incluir dos vocales en el Consejo de Administración para ser un total de trece.

La idea es que con la suma de participaciones de los tres primeros accionistas se tenga el poder sobre la sociedad, ya que se llegará al 51% del capital suscrito y pagado.

Al adentrarse, en la propia empresa se tiene que su historia empieza en el año 2006, cuando su Presidente se lanza al desarrollo de ESPEOLIC. Desde la creación de la sociedad, esta contó con el apoyo del BGR (que colocó acciones de la empresa entre sus clientes). Se trata, por lo tanto, de una empresa con un capital, ecuatoriano.

En 2012, la empresa realiza sus primeras incursiones en bolsa. La idea en ese momento era facilitar el intercambio de las acciones entre los inversores de la sociedad. Entonces, y tras diversas ampliaciones de capital, la empresa empezó a detectar cierto interés por parte del mercado en sus títulos y fue en ese momento que decidió dar el salto al mercado continuo. Este hecho y la próxima ampliación de capital que preparan los gestores harán que la empresa multiplique su número de accionistas y dote de mayor liquidez al valor.

Es por tanto, una historia de prácticamente nueve años que se tiene la expectativa dure mucho más porque se tiene una fuerte convicción en el desempeño de la empresa, en lo que sus gestores desempeñan, en las extraordinarias posibilidades que tiene el sector en el que opera, y la falta de competencia en el sector.

Actualmente. ESPEOLIC está ubicada en Av. Progreso, 30 Planta – Sangolquí.

## **8.2 Actividad y Estructura del Grupo**

La actividad de ESPEOLIC es única en Ecuador ya que no hay otra empresa en el mercado que tenga 100% de sus activos en el sector de las energías renovables.

Su objeto social es la promoción en todo tipo de actividades relacionadas con la producción de energía eléctrica en régimen especial a cuyo efecto podrá constituir, adquirir y detectar acciones, obligaciones, participaciones y derechos en Sociedades Mercantiles cuyo objeto social lo constituya la promoción, construcción y explotación de instalaciones de producción de energías renovables en régimen especial, de conformidad con lo previsto en la Ley de Régimen del Sector Eléctrico expedida en el RO N° 43 del m10 de octubre de 1996.

A modo informativo, se puede comentar que la energía eólica es aquella que se obtiene por medio del viento, es decir mediante la utilización de energía cinética generada por efecto de las corrientes de aire.

La entidad tiene una estructura fuerte. Se dedica, básicamente, a los parques eólicos, ya sea en el régimen de estudio, promoción, construcción o explotación.

### **8.3 Accionariado**

Conocer quién está detrás de cada empresa (aportado el capital) es muy importante y, se puede ver que hay accionistas que nada tienen que ver con el negocio de la energía renovable y que seguramente desean diversificar sus inversiones. Este es el caso de empresas como:

- Ecuaseguros S.A. de Seguros y Reaseguros con un 14,96%.
- Cooperativa de Ahorro y Crédito “29 de Octubre” Ltda. con un 11%.
- Pronori S.A. con un 7,574%
- Mytarose Cía. Ltda. Con un 7,50%.

Estos serían los principales accionistas de la entidad, según registros de la Superintendencia de Compañías. Los datos no se los ha extraído de la propia Web de la empresa porque estos figuran a mayo de 2007 y no son lo suficientemente actualizados para abordar la realidad actual.

### **8.4 Modelo de Gestión**

Actualmente, el modelo de la empresa en cuanto a gestión se refiere, se nutre básicamente de crecimiento vía ampliación de capital que se realiza en el momento que se encuentra un activo interesante en el que se puede invertir. De este modo, la firma no tiene capital ocioso en ningún momento.

En cuanto a la focalización de las zonas geográficas, la compañía actúa en el territorio nacional ecuatoriano.

Por otro lado, en materia de “Pay-Out”, su presidente quiere que el régimen actual se incremente hasta 100%. Con ello, se pretende devolver al accionista el 100% de los beneficios que genera la empresa en cada ejercicio.

En este sentido, se considera que esta no es una buena política para las empresas en crecimiento como ESPEOLIC, ya que se entiende que esta descapitalización a la empresa genera perjuicios en el largo plazo. Esta política de retribución es más bien de empresas defensivas que no son “High Growth” como ESPEOLIC. Aunque también se entiende que si no hay activos en que invertir, los gestores de la entidad decidan entregar el 100% del beneficio generado en el ejercicio pasado al accionista para que éste realice las inversiones que crea más oportunas.

Añadir también que según el Modelo de Higgins (1977) sobre el crecimiento futuro de una empresa, un “Pay-Out” elevado lo penaliza en forma importante. Por ello, innecesarias las declaraciones del Presidente de la empresa.

## 8.5 DAFO

Es una herramienta estratégica importante para analizar a las empresas y sirve para conocer en qué punto se encuentra en un momento determinado.

El desarrollo de las siglas determina el siguiente resultado aplicado a este caso.

**Debilidades:** El tamaño de la empresa es pequeño (¿respuesta ante cambios de ciclo?).

**Amenazas:** posibles cambios regulatorios (reducción/eliminación subvenciones y no compra de todo lo que se produce) en el sector de la energía renovable;

entrada de nuevos competidores; cambios políticos; impacto incipiente de este tipo de energías.

**Fortalezas:** Equipo Directivo (realiza buena gestión), los socios principales se comprometen a no vender las acciones en el mediano plazo; agilidad de la empresa en la toma de decisiones; sentimiento positivo sobre el sector (mayor facilidad a la hora de pedir capital); crecimiento de dos dígitos.

**Oportunidades:** Buenas perspectivas del sector en el que opera; falta de competencia (permite crecer rápidamente); buena imagen del sector.

En resumen, ESPEOLIC, tras el análisis estratégico desarrollado por el método DAFO, muestra el interés particular en formar parte de su capital social.

Si en el análisis DAFO predominan las fortalezas, esto implica decir que se trata de una empresa con posición ofensiva y debe desarrollar una estrategia de crecimiento. Se entiende que es esta la tarea que deben desarrollar los gestores de la entidad.

## **8.6 Estados Financieros**

En este apartado, y según los balances auditados en los últimos tres años (total años consolidados), se analizará los resultados de la empresa. Estos han sido descargados de la página Web de la Superintendencia de Compañías. En ellos hay que basarse para conocer la situación económico-financiera actual de la empresa, y a posteriori, realizar las previsiones y abstracciones a futuro.

También se ha obtenido el Plan estratégico de la empresa presentado en la Junta General de Accionistas del año pasado para conocer sus planes futuros.



Se ha analizado los resultados de la sociedad en los últimos tres años porque se considera son datos suficientes para tener una idea clara de la situación económico-financiera de la empresa.

Ciertamente, se puede extraer mucha información de un Balance de Situación y Estado de Resultados de una empresa, es por ello, que se debe priorizar cuál es la información más relevante que se requiere para conocer de antemano la situación empresarial.

En el cuadro se muestran todos los ratios analizados de los Estados Financieros y su correspondiente interpretación, pero se recoge lo más destacado sobre la liquidez, endeudamiento, rentabilidad económica- financiera y otros indicadores que reflejan la garantía, el fondo de maniobra y los dividendos por acción. A continuación se expone los datos que permite visualizar lo analizado:

## Cuadro No. 2

### Ratios de la situación económica-financiera

Información Económico-Financiera	Valor Deseado	2011	2012	2013
<b>Ratios de Liquidez</b>				
Liquidez	Mayor que 1	2,35	4,79	2,01
Tesorería	Igual a 1	2,35	4,79	2,01
Disponibilidad	Mayor que 0,15	0,24	0,18	0,04
<b>Ratios de Endeudamiento</b>				
Endeudamiento	Entre 0,4 y 0,6	0,28	0,25	0,59
Calidad	Menor Posible	0,13	0,06	0,10
Gastos Financieros	Menor que 0,04	0,03	0,02	0,15
<b>Rentabilidad Económico-Financiera</b>				
ROA	Mayor Posible (>Kd)	0,01	0,02	0,02
ROE	Mayor Posible	0,01	0,02	0,04
<b>Otros Indicadores</b>				
Garantía	Entre 1,5 y 2,5	3,57	4,00	1,69
Fondo de Maniobra	Mayor que 0,15	2,35	4,79	2,01
Dividendo por acción	En aumento	0,015	0,019	0,016
P / VC	Menor que 1	1,88	1,86	3,12
PER	Menor Posible	260,32	75,12	85,6

Fuente: Página Web de la Superintendencia de Compañías

En cuanto a la liquidez de la compañía, medida por sus ratios, goza de buena estructura financiera, ya que supera el mínimo exigido para cada uno de ellos. Incluso en los años 2011 y 2012 se determinaría que es excesiva.

El nivel de endeudamiento de la sociedad era mínimo hasta el 2013, donde la empresa se endeudó fuertemente, pero sin llegar a niveles preocupantes.

Simplemente, se estima que se ha puesto al día en cuánto a los niveles adecuados de deuda y no tener capitales ociosos.

En lo referente a la rentabilidad económico-financiera, se puede determinar que no es óptima. Principalmente, en el terreno de la rentabilidad del capital o de las acciones (ROE), los valores obtenidos son muy mejorables, aunque si es cierto que no han parado de aumentar con el paso del tiempo.

En términos de ROA, los valores que obtienen ya son en línea con el mercado, aunque no por ello deben dejar de aumentar con el paso del tiempo.

Por último, referente a los otros indicadores decir que tanto el ratio de Garantía como el de Fondo Maniobra son muy buenos y muestran la solidez de la empresa. Los otros tres siguientes indicadores no son tan alentadores, puesto que el Dividendo por acción es reducido, el PER es demasiado elevado al igual que el p/VC, lo que indica que la empresa está sobrevalorada.

Es conveniente analizar también, dentro del análisis de los Estados Financieros, la capacidad de crecimiento de la empresa. Para ello, se puede remitir el modelo creado por Higgins (1977) sobre esta temática.

Este modelo permite estimar el porcentaje anual de crecimiento en ventas que puede tener una empresa si no hay ampliaciones de capital ni subvenciones para financiar. Es el crecimiento que se puede obtener sin poner en peligro la continuidad de la empresa.

**Cuadro No. 3****Capacidad de crecimiento 2013:**

Beneficio Neto/Ventas	0.439
Pay-Out	0.421
Activo/Recursos Propios	2.454
Ventas/Activo	0.034
Modelo Higgins (con dividendos)	0.0215 2.15%

**Capacidad de crecimiento 2013:**

Beneficio Neto/Ventas	0.439
Pay-Out	0.000
Activo/Recursos Propios	2.454
Ventas/Activo	0.034
Modelo Higgins (con dividendos)	0.0378 3.78%

Es decir la capacidad de crecimiento es del 2.15% anual y si no se repartieran dividendos, aumentaría hasta el 3.78%. Puede variar en función del tipo de negocio en el que se opera, pero una tasa del 3% se considera normal, por lo cual, entendemos que si se bajara un poco el pay-out de la compañía, se podría acceder fácilmente a esta cifra.

**8.7 Método de Valoración**

Este es el epígrafe fundamental dentro del análisis del caso práctico hipotético propuesto. Comentar que ESPEOLIC, al tratarse de una empresa pequeña y con poca historia, no tiene la cobertura que debería por parte de los analistas

de mercado. Hasta la presente solo la Cooperativa patrocinadora ha publicado un informe sobre la compañía en sus memorias.

El hecho de que solo hay un análisis representa un aspecto positivo y negativo a la vez. Positivo porque así se condiciona el resultado de la valoración efectuada, pero perjudica en el sentido de que no se puede comparar los resultados obtenidos con los del mercado.

En cuanto a la valoración de ESPEOLIC comentar que su gira radica en el sector de la energía renovable, específicamente en la eólica.

La Tasa Interna de Retorno (TIR) de cada uno de los parques eólicos que gestiona ESPEOLIC llega al 12% - 13%. Esta cifra es muy significativa ya que por un lado, se habla de un negocio bastante aislado del riesgo, y por otro lado, se trata de una actividad muy predecible debido a que las tarifas están impuestas por el gobierno y son, a largo plazo.

De hecho, ya hay algo sobre este tema donde el Gobierno, en resumen, determina que para el cálculo del Impuesto a la Renta, se considera una deducción adicional del 100% del gasto en compra de maquinaria y equipos para producción más limpia, y para la implementación de sistemas de energías renovables, o a la mitigación del impacto ambiental.

## **8.8 Previsiones de la Empresa en el Futuro**

Desde ESPEOLIC, las previsiones que se hacen se plasmaron en el Plan Estratégico 2006 – 2009 y su posterior revisión 2010 – 2013 que había sido presentado a la Junta General de Accionistas donde, los objetivos de mediano-largo plazo eran los siguientes:

**Cuadro No 4:****Plan Estratégico por periodos**

<b>PLAN ESTRATEGICO 2006 - 2009</b>			
Potencia atribuible (MW)	2006	2009	Crec. 06-09
Eólico	0,099	0,236	0,137
Otros	0,000	0,000	0,000
<b>Total</b>	<b>0,099</b>	<b>0,236</b>	<b>0,137</b>

<b>SEGUIMIENTO A 2010</b>		
2010	CREC. 06-10	Grado cumplimiento
0,209	0,111	81%
0,000	0,000	0%
<b>0,209</b>	<b>0,111</b>	<b>81%</b>

<b>PLAN ESTRATEGICO 2010 - 2013</b>			
Potencia atribuible (MW)	2010	2013	Crec. 10-13
Eólico	0,209	0,400	0,191
Otros	0,000	0,000	0,000
<b>Total</b>	<b>0,209</b>	<b>0,400</b>	<b>0,191</b>

**Fuente:** ESPEOLIC

En el Plan Estratégico se puede diferenciar cuatro partes en función del tipo de negocio. Localizando en su mayoría en la energía eólica donde esta representa un 99%, siendo su principal y más desarrollado negocio.

En cualquier caso, las TIR's anualizadas son muy importantes:

Eólico 2006 – 2009: 19.04%

Eólico 2010 – 2013 17.56%

### **8.9 Conclusiones de la valoración**

En cuanto a la valoración final sobre la empresa, se posiciona la premisa a favor de entrar en el capital. Se invertirá una parte importante del patrimonio del fondo de capital riesgo, gestionado desde la Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, en ESPEOLIC.

Es importante comentar que después de realizar el estudio mediante el análisis fundamental y comprobar que el resultado no es del todo óptimo (de

algunos ratios), es imperioso encontrar el método de valoración adecuado al tipo de empresa tratada. Después de una investigación y análisis sucinto, se encontró que el método con el que se valoran a este tipo de empresas es el de a múltiplos por MW de potencia instalada bajo gestión.

Finalmente, se espera aportar mucho valor añadido a la empresa ESPEOLIC para poder mejorarla y venderla a un mejor precio en el futuro.

## **CAPITULO IX: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **10. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

#### **10.1 CONCLUSIONES**

- El limitado y usurero sistema financiero que tenemos en el Ecuador es lamentablemente, uno de los actores principales en la frágil estructura productiva.
- Lo que necesitamos no son discursos pro empresariales y pro libertarios, pro libertades, pro estatales o socialistas, por el contrario, se necesita de una práctica real en todos los sentidos para fomentar la producción, la creatividad y sobretodo de brindar fuentes de trabajo, de mano de obra y de capital a los ecuatorianos. Aunque algunos de los proyectos aún están en su etapa naciente, lo importante es que se fomenten (ahí sí, sea a través de la empresa privada o del gobierno), este tipo de iniciativas de los distintos sectores que están asumiendo su responsabilidad social.
- No se trata de disputar espacios entre la empresa privada o la pública, no se trata de que si es bueno o malo que algún sector en particular

tome la iniciativa, se trata del futuro del país, de todos nosotros. Es el interés del país, de los ciudadanos lo que debe primar.

- La informalidad que vemos todos los días en las calles, es una gran fuente generadora de riqueza. Como dice Hernando de Soto (Soto, 2001), legalizando sus papeles, formalizando su economía empírica, la sociedad ganaría muchísimo porque de esa forma se comercializa sobre documentación que respalda sus actividades. En los sectores informales del mundo, según Soto, existen en activos 40 veces toda la ayuda exterior del mundo desde 1945, que podrían ser inyectados directamente en la economía y que multiplicarían la producción de una manera impresionante. Más adelante manifiesta “las empresas de los pobres se parecen mucho a las corporaciones impedidas de emitir acciones o bonos para obtener nuevas inversiones y financiamiento. Sin representaciones, sus activos son capital muerto”.
- Las ideas que particularmente se están promoviendo, deben ser respaldadas, multiplicadas y hasta mejoradas. La intención es levantar a un país, hacerlo productivo y competitivo, pero con verdaderas facilidades y apoyo, no hundiéndolo cada vez más, como hasta ahora el sector financiero lo ha hecho.
- La banca, tal como lo manifiesta Michel Aglietta (Aglietta, 2000), no debe desaparecer, es muy necesaria para el desarrollo del país, debe modificar su estructura de operaciones y propender hacia la consecución de objetivos vinculados con el desarrollo del país. Su rol, debe ser de banca de apoyo, solidaria y que se ajuste a los tiempos de los procesos productivos, banca con apertura total y disponible, siguiendo los ejemplos del premio Nobel de la paz, Dr. Muhammad Yunus y su banco Grameen, por la potencialidad que le ha dado al sector más pobre de todos.

- En fin, los fondos de capital de riesgo, son fondos de inversionistas públicos o privados cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria.
- El objetivo es que con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el fondo del capital de riesgo se retira obteniendo un beneficio y a la vez, causando un beneficio a la empresa, lo cual redundará a la sociedad puesto que se aumentan las oportunidades de trabajo, las cadenas productivas y la producción como tal.
- Estos fondos buscan fortalecer empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, que cumplan con criterios de responsabilidad social, ambiental y que tengan el potencial de crecimiento y exportación. Por lo general, estos fondos se retiran una vez que la empresa haya consolidado su negocio, producción y rentabilidad. Los períodos de estadía de estos capitales en las empresas no pueden ser para toda la vida.
- Así, a través de estos fondos, se consigue liquidez a largo plazo, sin garantías, más que las acciones de la empresa (lo cual implica que si el negocio va mal, el fondo también pierde), y con expectativas de recuperaciones de capital acordes con la actividad natural de la empresa, es decir, considerando los propios tiempos de los proyectos, aguardando las utilidades para poder participar de alguna ganancia y sobretodo, respetando las condiciones y ciclos de la actividad productiva.
- Esta es una forma segura de que la empresa obtenga fondos suficientes para montar un proyecto y no verse ahorcado por las condiciones financieras normales de la banca, que independientemente de los



tiempos y de las realidades del proyecto, exige una rentabilidad fija mensual, muchas veces sin períodos de gracia.

- La Corporación Financiera Nacional (CFN) está impulsando de forma independiente y espurrea estos fondos. El objetivo es cooperar con acceso a liquidez por parte de las empresas, de ayudar a los sectores netamente productivos y de democratizar tanto la información como los fondos, es muy plausible. Ojalá ejemplos como este se multipliquen a lo largo del país, específicamente, que las bolsas de valores y de productos, tomen la iniciativa o la continuidad de estas y otras ideas.
- Desde el punto de vista teórico, el aporte de este estudio amplía la perspectiva según la cual las empresas afectan su valor de acuerdo con la selección que realizan de las fuentes de financiamiento, en especial sobre las implicaciones que dicha selección puede tener en sus prácticas administrativas y su desarrollo comercial. Así, la definición de la estrategia de inversión del capitalista de riesgo, cualquiera que ella sea, es determinante en la calidad de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.
- Desde el punto de vista empírico, este estudio proporciona una breve evidencia, en el contexto ecuatoriano, sobre la influencia de la estrategia de inversión en el desempeño de las empresas financiadas. Se encontró que, tal como predice la teoría, las empresas financiadas por capitalistas de riesgo con estrategias activas pueden llegar a mejorar su desempeño. Igualmente, desde el punto de vista gerencial, aporta conocimiento sobre las prácticas e instrumentos de los que se sirven los capitalistas de riesgo en Ecuador.

## 10.2 RECOMENDACIONES

Los fondos de capital riesgo deberán colaborar en la obtención de un crecimiento económico permanente, es un instrumento financiero promotor del sector productivo y cada vez más necesario, tanto para la reactivación económica de los países, como para la creación y mantenimiento del empleo, contribuyendo a:

- Crear nuevas empresas, promocionar, fomentar y desarrollar las existentes.
- Potenciar el dinamismo económico y las iniciativas empresariales.
- Atraer nuevas inversiones.
- Diversificar el tejido empresarial de los sectores productivos del país.
- Introducir nuevas tecnologías y métodos de gestión.
- Fomentar la cultura de innovación y riesgo.
- Promover la creación y mantenimiento de las fuentes de trabajo.

Hacia el futuro se sugiere nuevas vías de investigación para verificar la proposición aquí planteada, elevada al nivel de hipótesis en diferentes contextos, sectores y estados de madurez de los fondos de capital de riesgo.

Se recomendaría que como en una primera etapa de desarrollo de esta herramienta de capitalización, se asuma un rol que correspondería a una estrategia de inversión pasiva, y en una segunda fase, una actitud coherente con una estrategia de inversión activa, ya que durante la segunda fase se puede reducir la tensión y que los emprendedores estén más dispuestos a proporcionar información sobre la gestión de la empresa, al igual que a recibir las actividades de valor agregado del Gestor de los Fondos.

Por otra parte y a manera de recomendaciones finales se propondría que:

- Los pequeños industriales hagan uso de esta alternativa dilucidada en la presente ponencia.

- Los sectores oficiales deberán efectuar una evaluación de sus programas de apoyo a la promoción del comercio de la pequeña industria a efectos de realizar los correctivos necesarios que den efectividad a estos programas.
- Se debe solicitar mayor participación de la asistencia técnica nacional e internacional a través de un apoyo directo a las Cámaras de la Pequeña Industria y de Comercio.
- Mayor difusión y promoción de los programas Estatales de apoyo al sector y al comercio exterior.
- Que el Estado otorgue un mayor apoyo financiero a la pequeña industria.

**BIBLIOGRAFÍA**

Battini, P. (1987). *Capital Risque*. Paris: Lés Editrions d'Organizations.

Bergareche, S. (Abril de 1994). Financiación de la innovación tecnológica. pág. 107.

Centelles, E. (1983). *La Actividad del Capital Riesgo*.

Gómez, J. (1991). *Capital Riesgo a medida de las Pymes*.

Johnson, F. (1985). Los jóvenes empresarios y el capital riesgo. *Horizonte Empresarial*, 14.

Kenneth, B. (1989). *El Poder Ético del Directivo*. Grijalvo.

Ley de Instituciones del Sistema Financiero. (1977).

Ley No. 52 del Sistema Financiero. (1994).

Siparex. (1977). Nacimiento de la Industria Francesa.

Soto, H. d. (2001). *El Ministerio del Capital*. México: Diana.