

línea financiera

Ingeniería Financiera – Créditos Internacionales - Consultoría

<http://www.lineafinanciera.biz>

Instrumentos de Financiación: VI – Venture Capital / Private Equity

Autor: Ricardo Gutiérrez

KeyWords: Capital de Riesgo, Private Equity, Venture Capital, Financiación

JEL Classification: E22, G10, G15, G24, G32, G34

Contacto: linea@lineafinanciera.biz

Advertencia: El contenido de esta nota es para uso individual y personal de los lectores; existen derechos de copyright sobre la totalidad del contenido a favor de Ricardo Gutiérrez por lo tanto ninguna parte de ella puede ser copiada, reproducida o editada por ningún medio, sin la autorización expresa del autor.

© Ricardo Gutiérrez, 2005

VENTURE CAPITAL

Para el éxito de una empresa o de un emprendimiento, los factores que se destacan son la estructura de capital y la fuente de recursos que financiaran la inversión. Estos factores determinan un indicador básico denominado costo medio de capital de la empresa, el cual es una media de los diversos componentes de financiamiento, incluido el capital propio y las deudas. Según la teoría, los proyectos o emprendimientos serán aceptados solamente si el retorno esperado es superior a este indicador.

Las dificultades para obtener financiamiento por parte de una empresa o un emprendimientos son notorias y están asociadas, entre otros factores a: i) estadio evolutivo temporal de la empresa (idea, proyecto, *start-up*, empresa en marcha, etc.); ii) los indicadores de desempeño; iii) las proyecciones económicas, financieras y mercadológicas; iv) la calidad y experiencia del *management* y los equipos directivos. En términos muy generales, puede afirmarse que cuanto más cercanos estemos al momento inicial de la empresa y cuanto menor sea su tamaño (medido por su nivel de facturación), más difícil le resultará obtener financiamiento; las grandes compañías acceden directamente a bancos de inversión, mercados de capitales internacionales y disponen de herramientas de ingeniería financiera que les permiten resolver adecuadamente estas cuestiones.

De cara a tales dificultades, han ido apareciendo a través del tiempo, un conjunto de alternativas dirigidas a paliar este déficit de financiamiento, como así también otras orientadas a dar el apoyo inicial para la puesta en marcha de diversos emprendimientos, tales como los llamados *Business Angels* que son individuos o instituciones que aportan fondos para poner en marcha negocios innovadores y con un fuerte potencial de crecimiento.

Dentro de este ámbito también se mueven quienes realizan operaciones de **Venture Capital** (o Capital de Riesgo), en adelante VC. Si nos ubicamos en un contexto histórico, podemos situar el inicio formal y sistemático de esta alternativa hacia fines de la Segunda Guerra Mundial en Estados Unidos, aunque el concepto ha estado presente desde tiempos inmemoriales; el propio viaje de Cristóbal Colón puede verse como una operación típica de VC. En esencia, el inversor VC es alguien que, con alta propensión al riesgo, apuesta a obtener, potencialmente, altas tasas de retorno para

su capital en un plazo determinado. Estos retornos superlativos estarán en función del rubro en que se invierta y el horizonte temporal previsto para la “maduración” del negocio en cuestión; ahora bien, como consecuencia de lo expuesto, la pregunta que surge es: qué es una alta tasa de retorno? Se mide en función de qué?. Resulta imposible dar una respuesta general a este interrogante; la historia nos muestra, por ejemplo, que los mandatarios ingleses financiaban las acciones de sus piratas y corsarios, obteniendo retornos de hasta el **7.800 %** (Siete mil ochocientos por ciento) en relación a lo invertido; hoy no podemos saber a ciencia cierta que retorno obtuvieron, por ejemplo, quienes financiaron la puesta en marcha del buscador Google, aunque los resultados seguramente han sido más que satisfactorios teniendo en cuenta la cotización de las acciones cuando se presentaron en Nasdaq hace poco más de un año.

El concepto de VC extendido y ha sido aceptado, con diferentes grados de éxito, en las economías más avanzadas del mundo, sirviendo en la mayoría de los casos como el instrumento más idóneo para canalizar inversiones locales hacia emprendimientos productivos y de alta tecnología. En España el desarrollo ha sido tan importante, que ese país hoy cuenta con un importante mercado secundario de VC; Brasil, nuestro vecino, cuenta con una Asociación que agrupa a más de treinta empresas y fondos de inversión que operan exclusivamente en VC. Qué ha sucedido en Argentina? Lo de siempre, cosa de continuar con nuestra secular y permanente predisposición de ir a contrapelo de la historia.

La ley 25548 facultaba al PEN a crear instrumentos promocionales para Sociedades y Fondos de Capital de Riesgo, incentivos fiscales para los inversionistas e incentivos especiales para empresas de base tecnológica. Permitía que el PEN pudiera instrumentar medidas para que Organismos Públicos, Bancos y AFJPs constituyan Sociedades y Fondos de VC. La ley se aprobó por unanimidad en ambas Cámaras del Congreso, pero..... fue vetada el día 26 de diciembre de 2001. Desde entonces no se ha vuelto sobre el tema. Todas las operaciones que se llevan a cabo en la actualidad son de índole estrictamente privado, no existiendo en consecuencia ningún incentivo para los participantes como tampoco un ámbito regulatorio acorde, más que las leyes civiles y comerciales vigentes.

El proceso para obtener fondos mediante VC, tiene varios pasos:

1 – Formulación de un Plan de Negocios (*Business Plan*)

Constituye la columna vertebral de toda la negociación; implica describir de manera detallada el negocio y las operaciones de la empresa, su estrategia económica y financiera, el mercado, estados contables (si corresponde) y proyecciones financieras. Es necesario que esté realizado de manera precisa y siguiendo los patrones internacionales sobre el particular. Esto no es arbitrario, ya que a los inversores les interesa que los emprendedores hablen su mismo idioma. Fotos, impresos, planos y todos los anexos técnicos deberán ser incorporados y todo se presentará de una manera impecable.

2 – Confidencialidad y Auditoría General (*Due Dilligence*)

Una vez aprobado el Plan de Negocios por parte del inversor VC, éste tomará contacto con la empresa y/o su representante a los efectos de auditar la información vertida en el Plan de Negocios. Si se trata de una empresa en marcha, se verificarán sus estados contables, activos, clientes, proveedores, etc. Previo a este paso, la empresa o el emprendedor podrán solicitar la firma de un acuerdo de confidencialidad.

3 – Carta de Intención y Hojas de Condiciones (*Term Sheets*)

Llegado a este punto, se supone que el inversor PV tiene intenciones firmes de invertir en la empresa. Todo lo que se haya negociado se volcará en una hoja de condiciones en la que se expresará el monto a invertir, el nivel de participación patrimonial que representa la inversión, el tipo de negocio, la situación de la empresa y el tipo de inversión (*start-up*, desarrollo de un negocio en curso, capitalización o rescate de empresa con dificultades)

4 – Estrategia de desinversión

Este punto también es de suma importancia; un inversor VC no hace tal inversión con la intención de permanecer de retener su inversión por un período de tiempo indefinido; por ende, las estrategias de salida o desinversión cumplen un papel clave cuando ha madurado la inversión o el inversor considera que la empresa ha alcanzado un nivel de crecimiento y/o rentabilidad suficiente y por lo tanto decide retirarse, recuperando su inversión en función de lo preacordado.

En términos generales, existen tres estrategias básicas de desinversión: i) salida a la bolsa mediante una IPO (*Initial Public Offering* = Oferta Pública Inicial); ii) Recompra por parte de los *founders* (propietarios originales) y iii) venta de la participación a un tercero. Por razones del deficiente mercado de capitales que aún existe en Argentina, la primera opción es difícil de aplicar.

Se han tratado de exponer de manera general y absolutamente resumida las consideraciones esenciales de una operación de VC; a medida que se avanza en los considerandos representados (puntos 1 a 4), también se van puliendo otras cuestiones tales como todo lo que tenga que ver con los acuerdos de accionista, como se protegen los derechos de los accionistas minoritarios, reglamentos internos, derechos de veto, *management*, restricciones para el traspaso de acciones y resolución de conflictos. Todos estos puntos los podríamos encuadrar en lo que se conoce como Governancia Corporativa (*Corporate Governance*) y cuyo desarrollo conlleva un profundo trabajo de análisis que bajo ningún punto puede ser llevado a cabo en el breve entorno de este *paper*.

Digamos para finalizar, que las diferencias entre Venture Capital y Private Equity son muy sutiles, aplicándose el segundo concepto para quienes invierten en compañías con historia y varios años de desarrollo y presencia en los mercados.