

Ideas innovadoras para una mejor práctica de negocios



Volumen IV, Noviembre de 2006

El Portafolio de Productos en el Mercado de Consumo Masivo - Parte I

Demián Siburi

Pág. 3

Consideraciones Relevantes sobre el Negocio de Capital de Riesgo o "Venture Capital"

Rodolfo Aprea

Pág. 9

Defensa Nacional: Planeamiento por Capacidades - ¿Enfoque para el Siglo XXI?

Alejandro Corbacho

Pág. 13

Desempeño Económico en el Transcurso de los Años

Douglass North

Pág. 16



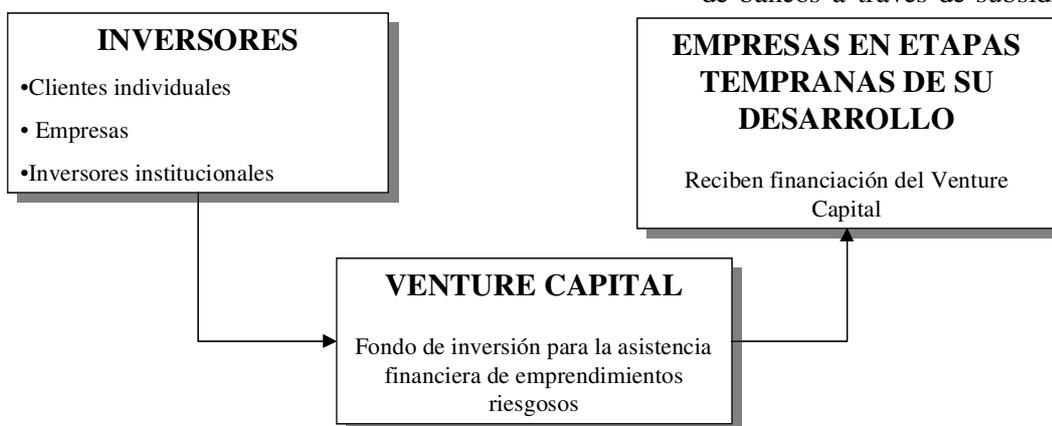
UCEMA



CONSIDERACIONES RELEVANTES SOBRE EL NEGOCIO DE "VENTURE CAPITAL" O CAPITAL DE RIESGO
Por Rodolfo Apreda

INTRODUCCIÓN

El Venture Capital¹ es un fondo de inversiones (“Venture Capital Fund”) manejado por expertos², quienes administran las inversiones de clientes individuales, empresas o inversores institucionales, para la obtención de rentabilidades superiores a las que ofrecen alternativas convencionales. Los fondos se aplican a la asistencia financiera de empresas nacientes o en estadios tempranos de su desarrollo y, por lo tanto, la cartera de empresas tiene perfiles elevados de riesgo. La siguiente figura presenta a los protagonistas de este esquema de financiación e inversión.



Esquema del origen y aplicación de los fondos a cargo de un Venture Capital.

Es un administrador de portafolios cuyos activos son las empresas asistidas (llamadas empresas de portafolio).

El desarrollo de esta figura para la inversión y la financiación comienza al finalizar la Segunda Guerra Mundial, como innovación que producen algunos fondos de inversión organizados alrededor del área de Boston, por medio de equipos técnicos formados por ejecutivos y académicos, con el objetivo de proporcionar financiación a nuevos emprendedores o empresas que estaban en condiciones de llevar a cabo un salto cuantitativo y también cualitativo en sus operaciones cotidianas. A medida que estos fondos especializados pudieron exhibir no sólo supervivencia, sino éxito sustentable, nuevos competidores entraron en este negocio, por medio de bancos a través de subsidiarias especializadas,

intermediarios financieros prestigiosos en el mercado de capitales, y hasta grandes corporaciones multinacionales que crearon divisiones autónomas en su estructura empresarial para

la asistencia de proveedores por medio de este canal de financiación. Actualmente, el negocio del Venture Capital se ha instalado con gran solidez y presencia en los Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, India, Israel, mientras que tiene un promisorio futuro en países de Latinoamérica, como Chile, Brasil, y la Argentina³.

¹ Se podría traducir como Administrador de Capital de Riesgo.

² En general, los socios del Venture Capital han desarrollado carreras previas y exitosas, poseen estructuras relacionales muy ricas cultivadas a lo largo de años, y exhiben calificaciones técnicas elevadas. Históricamente, el ingreso de los bancos de inversión y departamentos corporativos para el venture capital de empresas proveedoras, ha sido un desarrollo posterior a la etapa fundacional del negocio del venture capital como emprendimiento de “socios privados y exitosos”.

³ En la Argentina, desde 1994 al 2001 los emprendimientos financiados por Venture Capital fueron numerosos, tanto en la forma convencional de asistencia, como en la compra de la empresa para su incubación y posterior venta a cargo del Venture Capital [Apreda (2002)]. En América Latina, esta operatoria ha consolidado presencia y difusión, al punto que una organización, LAVCA, con sede en Washington, nuclea

Nos interesa destacar cinco aspectos del negocio del Venture Capital:

- ✓ La particular vinculación que establece el Venture Capital con la empresa asistida;
- ✓ Las consecuencias, para una empresa, de recibir este tipo de asistencia financiera;
- ✓ La forma habitual de instrumentarse la financiación;
- ✓ El retiro del Venture Capital;
- ✓ El rol fiduciario del Venture Capital

Vinculación de la empresa con su Venture Capital

La empresa se vincula con el Venture Capital por dos caminos de acceso alternativos:

- Ha buscado financiación en canales tradicionales, descubriendo que no son asequibles en términos de riesgo, oportunidad, y costo financiero. Por lo tanto, la empresa se acerca al Venture Capital cuando no obtiene financiación convencional, o cuando en los ámbitos de financiación tradicional le aconsejan este camino.
- El Venture Capital, que entre otras cosas posee un eficiente sistema de inteligencia económica orientado a descubrir emprendimientos de riesgo pero basados en ideas valiosas que podrían convertirse en sucesos perdurables, localiza a la empresa y le propone su asistencia financiera.

La empresa debe someter su proyecto de inversión a la consideración del Venture Capital que, además, procede llevando a cabo un proceso de investigación acerca de la organización, proveedores, bancos, clientes, y sus fundadores

a protagonistas de este negocio de inversión y financiamiento en los países latinoamericanos.

para comprobar si se ajusta a sus estándares de adjudicación de fondos. Este proceso se conoce como de Due Diligence. Si el proyecto de inversión resulta atractivo, y el Due Diligence es satisfactorio, la empresa pasará a integrar el portafolio de empresas del Venture Capital.

La vinculación se concreta por medio de un contrato de participación, que incluye una cesión voluntaria parcial o total de ciertos derechos de control y gestión empresarial a favor del proveedor de los fondos.

Consecuencias para la empresa

La vinculación de una empresa con un Venture Capital es una señal importante para los mercados:

- El Venture Capital Fund aporta management y "capital de reputación".
- Mejora la calificación de riesgo de la empresa, así como las condiciones crediticias de sus proveedores habituales.
- La empresa obtiene condiciones más ventajosas para financiación bancaria de corto plazo. Finalmente, la robustece para un futuro acceso al mercado de capitales.

La instrumentación de la financiación

Desde hace medio siglo han sido numerosas las empresas que lograron su financiación, en primer lugar, y su incorporación a los mercados de capitales, en segundo lugar, gracias al Venture Capital. No es sorprendente, por lo tanto, que se hayan experimentado numerosas instrumentaciones para llevar a cabo la financiación de tales organizaciones. Un proceso de ensayo y error ha dejado algunas variantes que gozan de gran aceptación en el mercado. Nos vamos a referir a una de ellas, basada en un instrumento financiero muy flexible y que se está volviendo canónico en su utilización generalizada:

la Acción Preferida convertible en Acciones Ordinarias. Creemos que resultará ventajoso para el lector que presentemos una narrativa que ilustre la utilización del instrumento, así como la particular programación de la financiación (denominada Staging), que ya es habitual en el accionar de muchos Venture Capital.

i) Acción Preferida convertible en acciones ordinarias

Cuando el Venture Capital entrega aportes monetarios a la financiación de la empresa, recibe como contrapartida este instrumento que consiste, básicamente, en un colectivo financiero formado por dos componentes:

- una acción preferida;
- una opción de convertibilidad en acciones ordinarias.

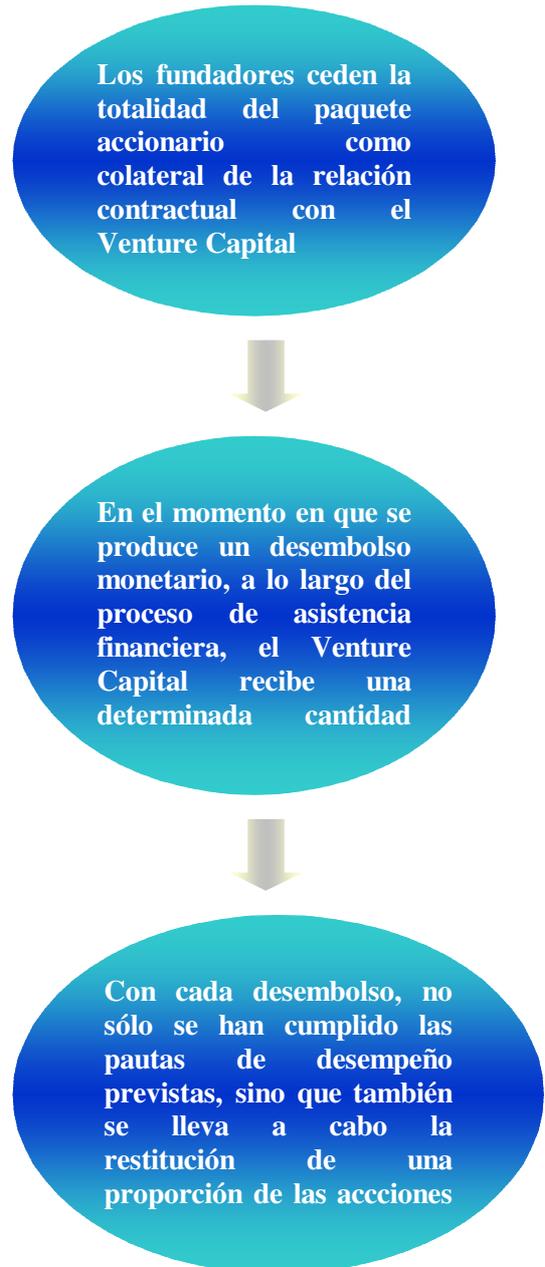
Desde el punto de vista de una acción preferida⁴, se comporta en algunos aspectos como un bono, puesto que proporciona a su tenedor servicios periódicos, contractuales, de flujos de caja denominados dividendos preferidos⁵.

Con respecto a la cláusula de convertibilidad, se trata de un derecho a la obtención de acciones ordinarias (en rigor, una opción de canje de acciones preferidas por acciones ordinarias), que le permitirá al Venture Capital llevar a cabo el proceso (denominado Exit) por el cual se desvincula de la empresa asistida.

ii) Staging

El contrato que vincula a la empresa con el Venture Capital establece que el aporte del

Venture Capital no consiste, en general, en un pago único al inicio. Por el contrario se establece un programa de aportes financieros, de acuerdo al cumplimiento de metas de desempeño, operativas o estratégicas. De no satisfacerse algunas metas el Venture Capital tiene la opción de retirarse del emprendimiento o aumentar sus derechos de control. Un mecanismo habitual, cuando se utilizan acciones preferidas convertibles, consiste en las siguientes etapas:



⁴ Destaquemos que las características de las acciones preferidas convertibles difieren de las tradicionales que poseían duración indefinida, en general no accedían a derechos de control, y no repagaban principal. Estas características, en cambio están presentes y son mandatorias, para las acciones preferidas convertibles en acciones. El lector puede acceder a la propuesta de acciones preferidas convertibles de uno y de dos pisos, Rodolfo Aprea (2004) en el Documento de Trabajo 260 de la Ucema (www.cema.edu.ar/publicaciones).

⁵ Es habitual que se diseñen dividendos preferidos constantes en valor nominal, en analogía con los servicios de intereses para bonos a renta fija.

El retiro del Venture Capital (EXIT)

El Venture Capital se puede retirar de la vinculación que lo une con la empresa por varios motivos. El más negativo de los escenarios se produce durante la vigencia del Staging en donde el incumplimiento de metas contractuales puede disparar cláusulas de desvinculación automáticas.

Otro escenario negativo lo constituye aquel en el cual el Venture Capital y los fundadores enfrentan un conflicto de intereses que deviene insoluble. La relación se termina de acuerdo a las modalidades diseñadas para estas circunstancias en los contratos.

También el retiro puede producirse en un nivel de éxito que podemos denominar intermedio, cuando se estima que la empresa podría venderse a un grupo empresarial que está dispuesto a incorporarla a su cartera de emprendimientos. Si la oferta es buena, los fundadores y el Venture Capital obtienen una rentabilidad importante por la inversión correspondiente. Sin embargo, el escenario más interesante para la salida del Venture Capital se produce cuando la empresa concurre al mercado de capitales para llevar a cabo su oferta pública inicial de acciones.

El rol fiduciario

Hemos definido este importante concepto, que está en la base misma de las democracias representativas y el capitalismo, en Apreda (2005)⁶.

El rol fiduciario tiene lugar en el marco de una relación que solicita al menos dos participantes:

- el fiduciario
- uno o más beneficiarios

Esta relación requiere el cumplimiento de las siguientes condiciones:

- i) el fiduciario se compromete, voluntariamente, a cuidar los intereses y lograr los objetivos que le encomiendan los beneficiarios, a quienes representa;
- ii) para llevar a cabo sus tareas, el fiduciario asume un conjunto de deberes y de estándares de conducta que, en general, lo comprometen a un comportamiento hacia el beneficiario como la que el mismo mostraría, sistemáticamente y a lo largo del tiempo, para el cuidado y la defensa de sus propios intereses y objetivos.

La relación en la cual se lleva a cabo el ejercicio del rol fiduciario se denomina relación fiduciaria. El Venture Capital desempeña un doble rol fiduciario:

- a) con respecto a sus inversores tiene deberes fiduciarios claros, en particular el de lealtad y diligencia, así como el cumplimiento de la norma de conducta que se denomina “la regla del buen hombre de negocios”. En el marco de la perspectiva del enfoque de relaciones “agente-principal”, es agente de sus inversores;
- b) con respecto a las empresas cuya financiación procura, las llamadas empresas de portafolios, se trata de un fiduciario en tanto en cuanto adquiera derechos de control delegados por los socios fundadores. Esta es una situación muy compleja, porque las empresas son deudoras del Venture Capital y éste, en el marco de relaciones de tipo “agente-principal” es principal, tal como ocurre con los bancos con respecto a las empresas que asisten financieramente. Desde este punto de vista, las empresas tienen también un rol fiduciario que deben hacia el Venture Capital.

En suma, el Venture Capital es un vehículo de inversión y de financiación particularmente aconsejable para continuar su aplicación en la Argentina, en el proceso de restablecer la confianza en el mercado de capitales de oferta privada y de oferta pública.

⁶ Rodolfo Apreda. Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance, Editorial La Ley, Buenos Aires, primera edición 2005, primera reimpresión 2006.