



EL MISIONERO DEL AGRO

AL ENCUENTRO DEL CAPITAL DEL RIESGO: UN ENFOQUE
TEÓRICO PARA EL CONTEXTO ECUATORIANO

“MEETING VENTURE CAPITAL: A THEORETICAL APPROACH TO
THE ECUADORIAN CONTEXT”

Filiación:

Universidad Agraria del Ecuador
Facultad de Economía Agrícola

Autor:

Ec. Carlos Francisco Martínez Murillo
cmartinez@uagraria.edu.ec

Guayaquil - Ecuador

Fecha de presentación: 24/noviembre/2015
Fecha de aceptación: 16/ febrero / 2016

AL ENCUENTRO DEL CAPITAL DEL RIESGO: UN ENFOQUE TEÓRICO PARA EL CONTEXTO ECUATORIANO

“MEETING VENTURE CAPITAL: A THEORETICAL APPROACH TO THE ECUADORIAN CONTEXT”

Universidad Agraria del Ecuador
Facultad de Economía Agrícola

Autor:

Ec. Carlos Francisco Martínez Murillo
cmartinez@uagraria.edu.ec

RESUMEN

El capital de riesgo se ha constituido a nivel mundial en una herramienta financiera que propicia las condiciones para la creación y desarrollo de las empresas especialmente las de carácter innovador. Sin embargo, en Ecuador es aún incipiente su estudio y aplicación debido al exiguo conocimiento del mismo como mecanismo de financiamiento. La comprensión teórica del capital de riesgo permitirá conocer su estructura, funcionamiento y el rol que desempeña más allá del financiamiento.

Palabras clave: Capital de riesgo, innovación

ABSTRACT

The venture capital has been constituted in the world as a financial device to set conditions for the creation and development of enterprises especially focusing in those with innovative nature. However, its review and application in Ecuador is still incipient despite meager knowledge as financial mechanism. The venture capital theoretical comprehension, will enable to know its structure, operation and performance beyond financing.

Keywords: Venture Capital, Innovation.

INTRODUCCIÓN

El aporte en la descripción del financiamiento a empresas, especialmente en las de carácter innovador a través de Capital de Riesgo o Venture Capital (VCs) de Gompers & Lerner (2004) y Zider (1998) establecen en procesos explicativos ciertos niveles de dificultad en el acceso al financiamiento por parte de éstas hacia los medios convencionales de financiamiento, caracterizadas especialmente por las reglas y estructuras vigentes en los mercados de capitales y por la carencias de activos fuertes que brinden un margen de seguridad. Este enfoque permite precisar al capital de riesgo como una activa inversión en empresas nuevas e/o innovadoras las cuales están caracterizadas por tres aspectos: dificultad en encontrar financiamiento, elevados niveles de crecimiento, y por último, como establece Shimasaki (2014, p.293), “un alto riesgo pero con elevadas tasas de retorno”. En este contexto, los modelos empleados de capital de riesgo, desde la década de 1980 realizaron inversiones de considerable riesgo en empresas emprendedoras con ideas innovadoras como Microsoft, Apple, Intel, Martinez (2015) y posteriormente Youtube y Facebook, las cuales mostraron proyectos con alto potencial de crecimiento. Esto fue posible a través de estructuras que han permitido la ejecución de actividades no financieras en etapas de post inversión, tales como la participación del inversor en la toma de decisiones, el monitoreo, el asesoramiento tanto gerencial, financiero, como en la formulación de proyecto.

En Ecuador, la estructura financiera persiste en la dependencia del sistema bancario para el financiamiento de empresas. Las características propias de este tipo de préstamos a dispuesto al empresario a desarrollar su idea sujeta tanto a restricciones financieras (colaterales y la lógica crédito-interés.) como a la limitada intervención

en aspectos de asesoramiento y monitoreo, que en etapas tempranas del ciclo de vida de la empresa, restringe el enfoque del emprendedor en el desarrollo de su idea.

En este punto, la creación de fondos de capital de riesgo en el Ecuador ha atravesado por esbozos que, sin haber conseguido considerables avances en el apoyo financiero a emprendedores, como el caso de CONQUITO, se presentaron como una alternativa a los instrumentos de deuda convencionales. De manera reciente, desde el sector público se ha procurado hacia la creación de este tipo de instrumentos. En relación a esto, la Corporación Financiera Nacional (CFN) en el 2014 lanzó su producto denominado “Capital de Riesgo” dentro del Programa Progresía dirigido a negocios emprendedores en fase de desarrollo. Así mismo, desde mayo del 2015, mediante decreto No. 680 se crea el Fondo de Capital de Riesgo constituido como un fideicomiso mercantil, administrado mediante una figura de Junta de Fideicomiso Mercantil. Ambos ejemplos surgen de la política pública de cambio en la matriz productiva y fortalecimiento del crédito productivo. Sin embargo, aún no poseen una estructura basada en capital de riesgo, que permita distinguir entre otras cosas, si se asemeja a una modalidad de intervención activa por parte de los inversores o pasiva, donde se manifiesta la ausencia de una orientación en el rol de la empresa por parte de los socios.

Este trabajo pretende aportar a la línea de investigación que busca profundizar el conocimiento del capital de riesgo como condición para el desarrollo de empresas especialmente de carácter innovador, haciendo énfasis en la contribución que pueda mantener su estructura, criterios y funcionamiento para el contexto local.

MÉTODOS

Este artículo corresponde a una revisión teórica del capital de riesgo realizada mediante un enfoque explicativo, el cual está organizado en un inicio desde la conceptualización del capital de riesgo. Posteriormente, se expone las características más relevantes correspondientes a la estructura de un modelo de capital de riesgo, específicamente el de Tyebjee & Bruno.

No obstante, se sugieren características igualmente relevantes pertenecientes a otros modelos, las mismas que sucintan la respectiva discusión y por último la presentación de las conclusiones.

La recopilación de la información se fundamentó en artículos indexados, procurando que los mismos posean: un considerable índice de citación, sean de actualidad científica y que los mismos provengan de revistas de alto impacto. Además se emplearon técnicas para el tratamiento de la información como las fichas y macro fichas. Las fichas se emplearon con el fin de analizar los artículos a través de su descripción general, validez, aportes y limitaciones. Por otro lado, las macro fichas permitieron la agrupación temática de acuerdo a las ideas comunes aportadas por varios autores.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

La relevancia que adquieren los fondos de capital de riesgo se vincula inicialmente con el nexo que mantiene con la innovación. La presencia del capital de riesgo en la actualidad, especialmente en mercados financieros desarrollados, constituye la fuente primordial para el financiamiento y comercialización de la idea innovadora Nanda & Rhodes-Kropf (2013, p.403). Los fondos de capital de riesgo son los encargados de propiciar la condición necesaria para las mismas, no únicamente a través del desembolso de capital, sino mediante una mentalidad experimentadora. Este debe ir integrado con el desempeño de un rol constructivo en la administración de la misma, definiendo estrategias y respaldando a los empresarios frente a proveedores o clientes. En este sentido, Abetti & Stuart (1985) y Callahan & Muegge (2003) añaden que la innovación por sí sola no es suficiente, argumentando que esta amerita un desarrollo en función de la transferencia de tecnología y emprendimiento, el cual consideran es promovido por el capital de riesgo a través del conocimiento especializado en determinada industria, sus redes de contactos tales como universidades, institutos de investigación, laboratorios, además de la experiencia que puedan transmitir en el manejo de este tipo de empresas.

En su conceptualización, el capital de riesgo constituye un mecanismo de financiamiento en especial para empresas emprendedoras, la cual no está limitada exclusivamente al desembolso de dinero. En este punto surge la importancia de los recursos no financieros, tales como las habilidades gerenciales, las redes de contactos y el know how, los mismos que son piedras angulares en el crecimiento de la empresa. Así, estos factores se complementan con la participación de servicios de asesoramiento, los cuales se instituye que deben ser impartidos por organismos especializados, cuyo fin es favorecer a las empresas formadas con anterioridad o en fase de creación.

Por su parte, la contribución de Balboa & Martí (2011) en este ámbito consigue caracterizar al capital de riesgo como una participación temporal que se desarrolla a través de especialistas en cada área, donde su rol en la gestión de la empresa es primordial. Este rol otorga un valor agregado y aminora el nivel de asimetría existente en la información entre los inversionistas y los empresarios que reciben este financiamiento, permitiendo de esta manera evadir inconvenientes de riesgo moral y de selección adversa. Este rasgo distintivo le da un enfoque más integral

al proceso de financiamiento, tal como lo demuestra Lerner (2002) al considerar que aquellos inversionistas de capital de riesgo deben persistir involucrados de una manera activa posterior a la entrega de la inversión,

empleando para dicho fin el control que previamente se les ha otorgado en el contrato para guiar a los nuevos empresarios y no solamente para solucionar inquietudes propias de empresas jóvenes.

Estructura del capital de riesgo.

En lo que concierne a la estructura de capital de riesgo, la extensa literatura aportada por Tyebjee & Bruno (1984), Fried & Hisrich (1994), Sahlman (1990) y Klonowsk (2007) contribuyen al establecimiento de modelos bajo esquemas descriptivos, compuestos por etapas ordenadas y de manera secuencial bajo criterios de inversión, manteniendo estrechas

similitudes entre ellos. Sin embargo, se abordara la comprensión de la estructura del capital de riesgo a partir de las etapas de modelo de Tyebjee & Bruno, el cual a pesar de regirse en una estructura simplista de 5 etapas, es capaz de percibir la heterogeneidad de diversas actividades en varios sectores de la economía.

Origen del Acuerdo.

La primera de estas etapas consiste en el origen del acuerdo o deal origination donde se observa el ambiente definido con anterioridad con el objetivo de percibir algún prospecto de acuerdo, tales prospectos pueden ser captados a través de 3 fuentes: la primera al ser referidos por una introducción previa, usualmente por vínculos laborales

precedentes entre directivos; la segunda mediante los llamados “contactos en frío” (cold contacts), los cuales como establece De Clercq y otros (2006), muy rara vez reciben una inversión; la tercer la incorpora Fried & Hisrich (1994) basada en la necesidad de que los (VCs) complementen esta etapa mediante su promoción en directorios de industrias.

Selección del Acuerdo.

En referencia a la selección del acuerdo o Deal Screening, Klonowsky (2007) la describe como la etapa en la que se filtran aquellos prospectos del acuerdo descartando aquellos que han sido incapaces de coincidir con los criterios de inversión del capital de riesgo. En relación a los criterios de inversión, BLISS (1999) considera importante el tamaño del acuerdo o deal size como criterio en esta etapa, lo que coincide con Tyebjee & Bruno (1984) y Kaplan & Strömberg (2001) quienes añaden criterios como la política de inversión del fondo, la tecnología y el mercado del sector en particular. Esta idea mantiene una marcada afinidad con el enfoque de Zider (1998) cuando se refiere a que las inversiones de capitales de riesgo no se efectúan solamente en ideas innovadoras, sino en buenas industrias que procuren una especialización de ese

sector. Por último, Fried & Hisrich (1994) complementa los criterios en la etapa de selección mediante el análisis de la ubicación geográfica y del estado de financiamiento en que se encuentra el prospecto.

En este punto es necesaria la observación de los trabajos de, Sahlman (1990) y EVCA (2014) los cuales establecen el estado de financiamiento en relación al ciclo de vida de las empresas, priorizando el proceso de inversión en etapas tempranas. Dentro de estas etapas, La comprensión del capital semilla o seed capital hace referencia a un estado de pre operación, donde el desembolso al emprendedor tiene como fin determinar si la idea puede ser considerada para etapas posteriores mediante la elaboración de prototipos, cuya producción no se dispone

para la venta. Sin embargo, Kanniainen & Keuschnigg (2004) indica que los capitales de riesgo no suelen financiar en este punto encargándose de esta labor de manera más usual los capitales ángeles.

Posterior a la etapa de capital semilla se encuentran las empresas en fase de start up. En este punto el emprendedor ha establecido previamente una planeación donde ha formulado, por un lado los objetivos y actividades a desarrollar en función de estudios de mercado, lo mismos que han sido dispuestos sistemáticamente en un plan de negocios. Esto toma relevancia, como lo expone Nofsinger & Wang (2011) debido a la información que se genere desde la empresa reduce una de las más importantes incompatibilidades del financiamiento innovador respecto el crédito bancario, como lo es la asimetría de la información.

Evaluación del Acuerdo.

A las etapas anteriores del modelo le precede la Evaluación del Acuerdo o Deal Evaluation. Esta etapa consiste principalmente en la evaluación de los retornos esperados y del riesgo percibido, los mismos que han sido presentados previamente en el acuerdo. En este aspecto Karsai y otros (1998) aporta criterios para la evaluación del retorno esperado priorizando los mismos en 4 ámbitos. El primero representado por la duración de la inversión en la propuesta; segundo, las condiciones del mercado donde se ha establecido la propuesta; tercero, la cantidad de efectivo comprometida previamente en otras propuestas del fondo; y cuarto, la industria del sector y la ubicación geográfica donde se desarrollara. En el caso del riesgo percibido la contribución del mismo autor establece los criterios dirigidos hacia la naturaleza del mercado, las habilidades gerenciales y financieras del emprendedor y el horizonte de tiempo de la propuesta para su salida.

Luego del start up precede la etapa de crecimiento, la cual se compone en su inicio según Mbhele (2012) y Croce y otros (2013) por un periodo de crecimiento temprano o early growth donde la empresa se caracteriza por mostrar escasa rentabilidad, además de haber reducido del riesgo tecnológico mediante la producción del prototipo definido en la etapa inicial.

El análisis de las etapas de financiamiento finaliza al considerarla empresa en capacidad de expansión, al mostrar la habilidad de poder distribuir la producción hacia los clientes, presentando en ocasiones una rentabilidad marginal. Sin embargo, persiste en ella la necesidad de capital para actividades como la adquisición de inventarios y equipos, inclusive en la preparación de la empresa para desarrollar mecanismos de salida de la inversión.

Al igual que Lemus y otros (2003) su investigación incorpora fuentes de información empleadas para la respectiva evaluación del acuerdo. La importancia de estas fuentes radica en el proceso de recopilación documental realizado con el emprendedor, el cual es llevado a cabo mediante entrevistas y cuestionarios, la elaboración de fichas y posteriormente la respectiva ponderación de las mismas, logrando facilitar la evaluación tanto para el retorno como para el riesgo¹. Dichas fuentes son categorizadas a partir de las ventas esperadas, el mercadeo y la información del producto. Además, es necesaria la inclusión de la hoja de vida del emprendedor y del tiempo y mecanismo de salida propuesto. Por último, BVCA (2010.) contribuye que además de las fuentes antes mencionadas, dentro del plan de negocios es necesario se presente la hoja de balance y el flujo de caja, de preferencia para un periodo de entre 3 a 5 años, pudiendo darle una periodicidad mensual hasta la

¹ Por otro lado Saas (2009) incorpora una visión alternativa en la valoración del retorno financiero agregando el criterio de retorno social el cual se fundamenta en aspectos tales como el desarrollo económico de algún área rural o urbana, creación de empleos calificados con su respectivo aumento de ingresos para las familias.

consecución del punto de equilibrio.

De estos últimos se deriva el análisis financiero mediante el empleo de métodos de valoración de flujos, como el VAN, TIR y PAYBACK. De igual manera, es relevante considerar en este punto, tanto los métodos de valoración de empresas, como los de generación de valor, los de balance y los correspondientes a las cuentas de resultados. Adicionalmente, los ratios financieros, entre ellos los de actividad, rentabilidad, equilibrio, liquidez, cinéticos y de solvencia, brindan de manera integral a la sociedad gestora la oportunidad de un análisis en la línea de tiempo donde se desarrollará el proyecto. Para esto, Pintado & García (2006) logra distinguir en su trabajo que alrededor del 93% de las empresas privadas de capital de riesgo exigen tasas de retorno en fases

iniciales superiores al 25%, no así el 33% de las entidades estatales de capital de riesgo quienes además al tratarse de empresas en etapas maduras reducen la tasa de retorno a niveles inferiores de dicho valor². En relación a esto Smith & Smith (2000) proporciona en su investigación que la aplicación de tasas de descuento para este tipo de inversiones fluctúan entre 35% y 50%, lo que se asemeja a lo expuesto por Sahlman (1990) con valores entre 40% y 60%.

No obstante, Cochrane (2005) argumenta que a pesar de ser necesaria la aplicación de elevadas tasas de retorno por el riesgo inherente en ese tipo de inversiones, la probabilidad de éxito se reduce, para lo cual sugiere que una tasa de descuento del 25% sea aplicada.

² El análisis de Lerner & Gompers (1998) determinan la oferta de capitales de riesgo en función de la tasa de retorno. Si esta experimenta un incremento, el compromiso de inversiones lo hace de igual manera, no así la demanda de inversiones de capital de riesgo, la cual mantiene una relación inversamente proporcional a la tasa de retorno expresada en la reducción del número de empresarios interesados en esta fuente de dinero.

Estructuración del Contrato.

Una vez que se considera aceptable la propuesta, el proceso se concentra en la Estructuración del Contrato o Deal Structuring durante el cual se llega a la firma solo si el emprendedor y el inversor llegan de manera mutua a un acuerdo. En esta etapa Fried & Hisrich (1994) señala que solamente el 20% de las propuestas que llegan a la estructuración del contrato culminan el proceso con la firma. El primer aspecto que debe analizarse lo constituye el modelo de gestión del fondo, en el cual Lemus y otros (2003) proponen establecer tanto la organización, el grado de intervención y los órganos de gobierno del mismo. De acuerdo a esto la estructura organizacional del fondo de capital de riesgo, Jiménez (2008) y Saas (2009) la definen como una sociedad limitada o limited partnership en la cual consideran la presencia de un socio general o general partner quien desempeña las funciones de administrador del fondo bajo la figura de una sociedad gestora.

Esta sociedad se encarga de efectuar los

aportes de capital conforme el ciclo de vida del proyecto vaya desarrollándose y participa, de manera conjunta con los empresarios emprendedores, en la dirección del proyecto manteniendo la capacidad de decidir sobre este. Adicional al general partner coexisten empresas participantes y los socios inversionistas o limited partners definidos como personas o instituciones que aportan al fondo con una intervención menos activa en la gestión del proyecto.

Los servicios de la sociedad gestora son remunerados de acuerdo a lo que establece Kenney (2015) conforme a un valor anual que oscila entre el 2% y el 3% del patrimonio del fondo al inicio de este, lo que es conforme con la investigación de Cumming & Johan (2009) quien establece un rango para esta remuneración entre 1% y 3%, agregando la presencia de una comisión de éxito o carried interest adicional a esta remuneración. Esta comisión es de 20% para la sociedad gestora, es decir el socio general, y 80% para los socios

inversionistas y empresas participantes correspondientes a las ganancias del fondo.

Esta comisión es común percibirla al finalizar el horizonte de tiempo del fondo que es cuando usualmente se materializan las ganancias. Este varía de acuerdo al tamaño del fondo, para Urtasun (1986) y Caselli (2009) este fluctúa entre 5 y 7 años, sin embargo Metrick & Yasuda (2009), BVCA, (2010.), Sahu, y otros (2009) establecen un horizonte de 10 años de los cuales en promedio se permite a la Sociedad Gestora un periodo de inversión de 5 años dejando los últimos 5 años para darle seguimiento a las inversiones. Durante el periodo de inversión a criterio de Gompers (2007) la distribución de los desembolsos debe ser periódica, por ejemplo 20% cada año, esto faculta a la sociedad gestora mediante una evaluación recurrente del progreso, tomar las respectivas medidas correctivas o determinar la conveniencia de seguir en el proyecto.

Otro aspecto primordial en la estructuración del contrato lo incorpora el precio del acuerdo, que a criterio de Martínez (2015) representa la rentabilidad en medida de la representación accionaria en la firma que el empresario cede ante el inversionista de capital de riesgo. Como establece Jiménez (2008) dicha rentabilidad es materializable cuando se disponen a vender las participaciones accionarias a través de los distintos mecanismos de salida. Para Zider (1998) esta representación accionaria es del 40%, sin embargo el mismo autor considera que esta puede ser superior debido a la existencia de recientes evaluaciones desarrolladas en los estudios de Kenney (2015) y Elston & Yang (2010). Estos autores han establecido, mediante el análisis de casos particulares en economías desarrolladas, una participación en la propiedad de la empresa superior al 50% e inclusive hasta 90% respectivamente.

Adicional a esto, la literatura revisada, Upton & Petty (2000), Shimasaki (2014) expresa que la forma más usual de participación es

a través de una combinación de acciones entre comunes y preferidas, definida como un híbrido de acción preferida convertible. Este tipo de participación en sus términos establece principalmente aspectos como el precio de conversión, el cual podría variar conforme lo hace el rendimiento de la compañía, los derechos de liquidación haciendo referencia a los eventos o escenarios que desencadenarían la misma, y por último los derechos sobre el flujo de caja, control y voto en el caso de realizarse la conversión de la acción. En relación a este último Kaplan & Strömberg (2003) añade que los derechos están sujetos a mediciones periódicas del rendimiento financiero y no financiero de la empresa. Es decir, si estos reflejan cifras o información negativa, les faculta el incremento de los derechos del capitalista de riesgo hasta inclusive tomar todo el control de la empresa. Por otro lado, si el rendimiento es satisfactorio podría llegar a niveles donde el derecho del capitalista de riesgo se limite únicamente al flujo de caja.

Por otro lado, en esta etapa es donde se define la relación entre el empresario y el capitalista de riesgo de la que se desprende una posible asimetría de la información entre ambos. Lerner & Hall (2010) la define como la seguridad entre el conocimiento que mantiene el emprendedor frente al inversionista acerca de la naturaleza y probabilidad de éxito de su proyecto. Para Nofsinger & Wang (2011) y Wong (2014) el problema surge principalmente de parte del emprendedor, comúnmente en la etapa de start up donde siente la necesidad de otorgarle mayor credibilidad a su proyecto. El mismo autor argumenta que una manera viable de reducir esta asimetría consiste previamente en realizar una prolija evaluación de las señales que muestra el emprendedor, tales como la experiencia que el disponga, el tipo de producto y la tecnología para producirlo, estos últimos en relación a la innovación que propongan en el desarrollo del proyecto.

Mecanismos de Salida.

Por último dentro de esta etapa, en la estructuración del contrato se deben definir los mecanismos de salida que se vayan a emplear para finalizar su inversión en la empresa permitiendo o no materializar la rentabilidad de la inversión. De acuerdo a esto, De Clercq y otros (2006) y Schwiendbacher (2008) establecen en sus estudios que los mecanismos de salida empleados con mayor frecuencia consisten, primero en la adquisición bajo la figura de compra de la participación mayoritaria de una compañía (las cuales pueden ser a través de MBO-management buy-out- o MBI management buy-in) y segundo la oferta inicial de acciones o IPO (Inicial public offering).

La figura de la adquisición procede a través del proceso de MBO, tal como lo establece Jiraporn y otros (2004) como una transacción en la cual los administradores titulares,

emplean deuda garantizada, conforme aporta Lemus y otros (2003) con los activos propios de la empresa, con el fin de adquirir la misma. Por otra parte, el mecanismo de MBI consiste conforme lo aporta BVCA (2010.) en la compra de la empresa por parte de empresarios o inversionistas ajenos a la empresa. En lo concerniente a las IPO, este recurso está condicionado ante dos situaciones. La primera se refiere al éxito comercial que la empresa haya alcanzado hasta esa fecha. La segunda representa el grado de profundización del mercado de valores en el país. En este punto Black & Gylson (1998) y Cumming (2008) comparten características necesarias para definir esta profundización tales como las regulaciones y la seguridad legal hacia el inversor, los costos en que deban incurrir los empresarios para entrar a este mercado y por último el tamaño del mercado bursátil donde se negocien los instrumentos.

Actividades Post-Inversión.

La última etapa corresponde a las actividades post-inversión las cuales implican el monitoreo, asesoría y control de las actividades que realiza el empresario en el desarrollo del proyecto innovador. El enfoque de Norton & Tenenbaum (1993) en este aspecto lo dirige hacia el manejo del riesgo en la medida de que la sociedad gestora maneje un volumen considerable de información respecto al negocio para poder tomar un control más efectivo del mismo, es decir, el manejo del negocio bajo un criterio hands-on. Este anglicismo hace referencia a una profunda intervención e involucramiento, en este caso, de la sociedad gestora que es quien administra la inversión en el proceso de la empresa, otorgándole soporte en todas las áreas de una manera intensiva Jungwirth & Moog (2004). Sin embargo, para Barney y otros (1996) y Sweeting & Wong (1997) manejarlo bajo un criterio de hands-off también es aplicable en la práctica debido al menor empleo de recursos para el monitoreo, siempre y cuando se haya realizado una exhaustiva labor de selección y evaluación de los acuerdos de empresas con información suficiente.

Al abordar la categorización de este tipo de actividades, el estudio de Large & Muegge (2008) aporta una considerable revisión de la literatura relacionada, el cual establece 8 categorías descritas a continuación: Primero, la legitimación la cual consiste en un aporte pasivo de credibilidad al emprendedor frente al mercado, debido a la reputación de quienes administran la sociedad gestora. En este caso Large y otros (2000) proponen que el éxito en la comercialización de una nueva tecnología reposa de manera concluyente en la credibilidad de quien desarrolla la idea innovadora.

La segunda actividad categorizada corresponde a la extensión definida en términos de las conexiones mediante las cuales se promueva al empresario emprendedor hacia la interrelación con las partes interesadas, Maula y otros (2005). El reclutamiento también tiene implicaciones post inversión a través de suscitación negociaciones con profesionales y asesores claves para incluirlos en el proceso de la empresa, lo que el emprendedor por su cuenta

no podría hacer. El mandato corresponde a la cuarta actividad, en este sentido involucra el compromiso del equipo gerencial a través del planteamiento de las políticas, controles, presentación de reportes e incentivos, encausando al equipo hacia la consecución de los objetivos de la empresa Kaplan & Strömberg (2003) y Saetre (2003).

Posteriormente, la elaboración de estrategias añade de igual manera valor no financiero y es de suma importancia para a la empresa innovadora Fried & Hisrich (1994) y Large & Muegge (2008), pues le permite adicionar un concepto de negocio a través de una visión vinculante a largo plazo mediante la planificación estratégica. Adicionalmente, la actividad del mentoring proporciona al emprendedor constantemente el

entrenamiento y guía en una manera más informal. Así la asesoría brindada por el mentor implicara no solamente orientación sino retroalimentación, soporte moral y motivación Gabrielsson & Huse (2002).

Las actividades de consulta en cambio, se diferencia del monitoreo por su formalidad respondiendo a requerimientos de asistencia, la cual puede ser aportada tanto por la sociedad gestora o por profesionales no pertenecientes a la empresa. Por último, las actividades operativas de la empresa bajo el criterio de Busenitz y otros (2004) reflejan el nivel de involucramiento día a día del inversor proveyendo directamente asistencia y consulta gerencial desde dentro de la empresa.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La literatura consultada permite descubrir al capital de riesgo como condición favorable para la promoción de sectores con negocios que generalmente son emprendedores, pequeños, innovadores y con elevado riesgo debido a la asimetría de la información. Este instrumento facilita el acceso a financiamiento a dichas ideas dentro de una estructura que se lo impide en condiciones reales. De esta manera, el capital de riesgo como mecanismo de financiamiento se vincula estrechamente con el proceso innovador promoviendo la creación de nuevos productos que susciten rupturas en las condiciones de los mercados.

A diferencia de otros medios de financiamiento, el capital de riesgo no se limita únicamente al aspecto financiero, sino a la intervención activa de los inversores como característica fundamental del instrumento. Esta participación es la que determina en muchos casos el éxito del emprendimiento en relación a la escasa experiencia del emprendedor en términos gerenciales, financieros y de negociación. De igual manera

el respaldo que ofrece el inversor de capital de riesgo se traduce en un fortalecimiento de la empresa a través de la confianza que este genera hacia el mercado, además de incorporar una planificación estratégica al negocio, que en una situación de aislamiento el empresario no podría hacer por su cuenta.

En relación al impacto en la economía se podría traducir inclusive en la industrialización de sectores aun no desarrollados, mediante la generación de tecnologías y procesos de innovación, promoviendo así el incremento de los encadenamientos productivos. Esto es posible si se tiene en cuenta la heterogeneidad de los sectores, para lo cual los modelos de capital de riesgo deben ajustarse a las necesidades de los mismos. La consolidación de esta industria a largo plazo en el ámbito local estará en función de la promoción que el sector estatal imprima a la misma con el fin de estimular, tanto la creación como el crecimiento de negocios emprendedores capaces de generar procesos innovadores.

BIBLIOGRAFÍA

- Abetti, P., & Stuart, R. (1985). Entrepreneurship and technology transfer: Key factors in the innovation process. *The Art and Science Entrepreneurship*.
- Balboa, R., & Martí, P. (2011). Sensibilidad de la oferta de capital de riesgo a cambios en el marco regulatorio. *Revista Económica Aplicada*, 5 (19), 61-94.
- Barney, J., Busenitz, L., Fiet, J., & Moesel, D. (1996). New venture teams assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 11, 257-262.
- Black, B., & Gylson, J. (1998). Venture Capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Bliss, R. (1999). A venture capital model for transition economies. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1 (13), 241-257.
- Busenitz, L., Fiet, J., & Moesel, D. (2004). Reconsidering the venture capitalists "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19, 787-807.
- BVCA. (2010.). *A Guide to Private Equity*. BVCA. Londres, Reino Unido. Pags 52.
- Callahan, J., & Muegge, S. (2003). Venture Capital's role in innovation: Issues, research and stakeholder interest. *The International Handbook of Innovation*, 641-663.
- Caselli, S. (2009). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques and deals*. Academic Press.
- Cochrane, J. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics*, 75 (1), 3-52.
- Croce, A., Matí, J., & Martinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of european entrepreneurial firms: "screening" or "value added" effect? *Journal of Business Venturing*, 28, 489-510.
- Cumming, D. (2008). Contracts and exits in venture capital finance. *The Review of Financial Studies*, 21 (5), 1947-1982.
- Cumming, D., & Johan, S. (2009). Legality and venture capital fund compensation. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 11 (1), 23-54.
- De Clercq, D., Fried, V., Lehtonen, O., & Sapienza, H. (2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20 (3), 90-112.
- Elston, J., & Yang, J. (2010). Venture capital, ownership structure, accounting standards and IPO underpricing: Evidence from Germany. *Journal of Economics and Business*, 62, 517-536.
- EVCA. (2014). *2013 European Private Equity Activity*. European Private Equity and Venture Capital Association. Burselas, Belgica. Pags 76.
- Ferrary, M., & Granovetter, M. (2009). The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. *Economy and Society*, 38 (2), 326-359.
- Formichella, M. (2005). *La evolución del concepto de desarrollo y su relación con el desarrollo*. INTA.

- Freeman, C. (1987). Technology policy and economic performance: Lesson form Japan. Printer .
- the real world:An empirical analysis of venture capital contracts. The Review of Economics Student. , 70 (2), 281-315.
- Fried, V., & Hisrich, R. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. Financial Management. , 28-37.
- Kaplan, S., & Strömberg, P. (2001). Venture capitalist as principals: contracting, screening and monitoring. The American Economic Review , 91 (2), 426-431.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs. Venture Capital , 4 (2), 125-146.
- Karsai, J., Wright, M., Dudzinski, Z., & Morovic, J. (1998). Screening and valuing venture capital investments:evidence from Hungary, Poland and Slovakia. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal. , 10 (3), 203-224.
- Gompers, P. (2007). Venture Capital. En P. Gompers, & J. Lerner, Handbook of Corporate Finance (Vol. 1, págs. 482-507). B. Espen Eckbo.
- Kenney, M. (2015). Venture Capital. International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences , 25 (2), 59-62.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2004). The venture capital cycle. MIT Press .
- Klonowsky, D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe. International Journal of Emerging Markets , 2 (4), 361-382.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. Journal of Economics Perspectives. , 15 (2), 145-168.
- Large, D., & Muegge, S. (2008). Venture capitalist's non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance , 10 (1), 21-53.
- Jiménez, M. (2008). Capital de riesgo e innovación en América Latina. Santiago de Chile.: CEPAL.
- Large, D., Belinko, K., & Kalligatsi, K. (2000). Building successful technology commercialization teams: Pilot empirical support for the theory of cascading commitment. Journal of Technology Transfer , 25, 169-180.
- Jiraporn, P., Davidson III, W., & Qian, H. (2004). MBO withdrawals and determinants of stockholders' wealth. Quarterly Journal of Business and Economics. , 43 (3), 13-29.
- Lemus, F., Tell, M., & Font, J. (2003). Manual de mejores prácticas para nuevas sociedades gestoras de fondo de capital de riesgo para pymes. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, EEUU.
- Jungwirth, C., & Moog, P. (2004). Selection and support strategies in venture capital financing: high-tech or low-tech, hands-off or hands-on? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance. , 6 (2-3), 105-123.
- Lerner, J. (1995). Venture capitalist and the oversight of private firms. Journal of
- Kannianen, V., & Keuschnigg, V. (2004). Start up investment with scarce venture capital support. Journal of Banking and Finance. , 28, 1935-1959.
- Kaplan, S., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets

- Finance. , 50, 301-318.
- Lerner, J. (2002). When Bureaucrats meet entrepreneurs : the design of effective public venture capital programs. *The Economic Journal* (112), 73-84.
 - Lerner, J., & Gompers, P. (1998). What drives Venture Capital fundraising ? *National Bureau of Economic Research* , 149-204.
 - Lerner, J., & Hall, B. (2010). The Financing of R&D innovation. *Handbooks in Economics.* , 1, 610-635.
 - Martinez, C. (2015). Propuesta de un fondo estatal de capital de riesgo como alternativa para el financiamiento de empresas innovadoras agroindustriales. Guayaquil: Universidad Católica Santiago de Guayaquil.
 - Maula, M., Autio, E., & G., M. (2005). Corporate venture capitalists and independent venture capitalists: What do they know, who do they know and should entrepreneurs care? *Venture Capital* , 7 (1), 3-21.
 - Mbhele, T. (2012). The study of venture capital finance and investment. *South African Journal of Economics and Management Sciences.* , 15 (1), 94-11.
 - Metrick, A., & Yasuda, A. (2009). The economics of private equity funds. *Review of Financial Studies.* , 23 (6), 2303-2341.
 - Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2013). Investments cycles and startup innovation. *Journal of Financial Economics.* , 110, 403-418.
 - Nelson, R., & Winter, S. (1982). *An evolutionary theory of economic change.* Harvard University Press .
 - Nofsinger, J., & Wang, W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance.* , 35, 2282-2294.
 - Norton, E., & Tenenbaum, B. (1993). Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy. *Journal of Business Venturing* , 8, 431-442.
 - Perrin, B. (1995). Evaluation and future directions for the job accommodation network (JAN) in Canada. Final Report. Employment Policies and Operations, HRDC.
 - Pintado, R., & García, D. (2006). La participación financiera del capital de riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos. Murcia: Economía Industrial. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad Politécnica de Cartagena.
 - Saas, J. (2009). Developmental venture capital: conceptualizing the field. *Venture Capital* , 11 (4), 335-360.
 - Saetre, A. (2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital.* , 5, 71-94.
 - Sahlman, W. (1994). Insights form the venture capital model of project governance. *Bussiness Economics.* , 29 (3), 35.
 - Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics* , 27, 473-521.
 - Sahu, R., Nath, A., & Banerjee, P. (2009). Trends in private equity and venture capital investments with special focus on the booming india growth story. *Journal of International Comercial Law and Technology* , 4 (2), 15.
 - Schwienbacher, A. (2008). Innovation and venture capital exits. *The Economic*

- Journal. , 118 (533), 1888-1916.
- Shimasaki, C. (2014). Understanding and securing venture. Elsevier , 293-302.
 - Smith, L., & Smith, J. (2000). Entrepreneurial Finance. New York: John Wiley.
 - Sweeting, R., & Wong, C. (1997). A UK 'hands-off' venture capital firm and the handling of post-investment investor-investee relationships. Journal of Management Studies , 34, 125-152.
 - Tyebjee, T., & Bruno, A. (1984). A model of venture capitalist investment activity. Management Science , 30 (9), 16.
 - Upton, N., & Petty, W. (2000). Venture capital investment and US family business. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance , 2 (1), 27-39.
 - Urtasun, J. (1986). Capital de Riesgo: Un modelo para el desarrollo empresarial. Ekonomiaz: Revista vasca de economía. , 2, 141-154.
 - Wong, A. (2014). The role of government in the venture capital market with asymmetric information. Quantitative Finance , 14 (6), 1107-114.
 - Zider, B. (1998). How Venture Capital works. 76 (6), 131-139.